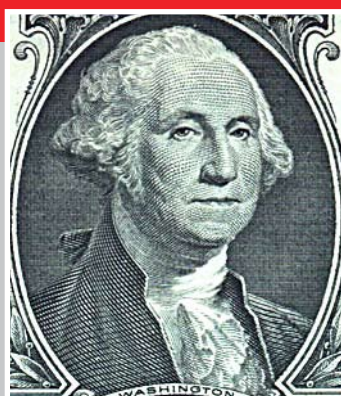


# WAAR DE KASSA ALTIJD RINKELT?

Private equity, hefboomfondsen  
en het nieuwe casinokapitalisme

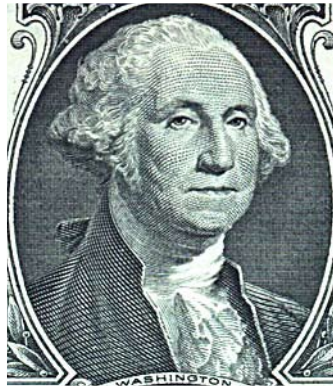


**Internationaal vakverbond**  
Vertaling en samenvatting: Emiel Vervliet

**MO\*** PAPER

nummer 15 – december 2007

[www.mo.be](http://www.mo.be)



**MO\*papers** is een serie analyses die uitgegeven wordt door Wereldmediahuis vzw. Elke paper brengt fundamentele informatie over een tendens die de globaliserende wereld bepaalt. MO\*papers worden toegankelijk en diepgaand uitgewerkt.

MO\*papers worden niet in gedrukte vorm verspreid. Ze zijn gratis downloadbaar op [www.mo.be](http://www.mo.be). Bij het verschijnen van een nieuwe paper wordt een korte aankondiging gestuurd naar iedereen die zijn of haar e-mailadres bezorgt aan [mopaper@mo.be](mailto:mopaper@mo.be) (onderwerp: alert)

**Redactieraad MO\*papers:** Bart Bode (Broederlijk Delen), Gerrit De Vylder (Lessius Hogeschool Antwerpen), Ann Cassiman (Departement Sociale en Culturele Antropologie, KU Leuven), Nathalie Holvoet (Instituut voor Ontwikkelingsbeleid en -beheer Universiteit Antwerpen), Jan Vannoppen (Vredeseilanden), Rudy De Meyer (11.11.11), Bart Horemans (Pax Christi Vlaanderen), Catherine Vuylsteke (De Morgen), Gie Goris (MO\*), Lieve De Meyer (eindredactie), Emiel Vervliet (hoofdredacteur).

Het **Internationaal Vakverbond** is de internationale vakbondsorganisatie die in november 2006 is ontstaan uit het samengaan van het Internationaal Verbond van Vrije Vakverenigingen (waarbij het ABVV aangesloten was) en het Wereldverbond van de Arbeid (waarvan het ACV lid was).

**Informatie:** [mopaper@mo.be](mailto:mopaper@mo.be) of MO\*paper, Vlasfabriekstraat 11, 1060 Brussel

**Suggesties:** [emiel.vervliet@mo.be](mailto:emiel.vervliet@mo.be)

Wereldmediahuis is ook uitgever van het maandblad MO\* en van de mondiale nieuwssite [www.mo.be](http://www.mo.be) (i.s.m. het nieuwsagentschap IPS-Vlaanderen).

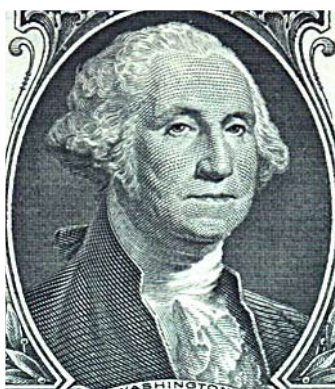
Overname van de teksten is toegestaan mits toestemming van auteur en uitgever.

## [ inleiding ]

Op 15 november 2007 meldde *De Tijd* dat de Britse private-equitygroep Lions Capital voor 263 miljoen euro de winkelketen A.S. Adventure had overgenomen. Daarmee werden we ook in België geconfronteerd met het nieuwe gezicht van het kapitalisme. Het was zeker niet de eerste overname van een Belgisch, Duits of Nederlands bedrijf door een kapitaalgroep met een nieuwe naam als hefboomfonds of private-equitygroep. Een dag later kon je in dezelfde krant wel lezen dat er sinds het begin van 2007 al 76 deals voor een totaal bedrag van 200 miljard dollar waren afgeblazen, omdat de would-be kopers door de bankencrisis en de kredietschaarste geen leningen konden afsluiten. Maar dat betekent waarschijnlijk enkel uitstel: als de bankencrisis opgelost raakt en de banken opnieuw meer risico's aandurven, mogen we ons aan nieuwe overnames verwachten. En we hoeven er ook niet aan te twifelen dat deze nieuwe investeringsmogelijkheden in de toekomst meer en meer in het Zuiden actief zullen worden, zeker in de zogenaamde groeielanden.

Het Internationaal Vakverbond publiceerde een interessante brochure over die nieuwe kapitaalgroepen: *Where the house always wins – Private Equity, Hedge Funds and the New Casino Capitalism*. Emiel Vervliet vertaalde en vatte samen.





## FINANCIALISERING: HET GEZICHT VAN HET MODERNE KAPITALISME

Sinds het begin van de industriële revolutie heeft het kapitalisme verschillende fasen doorlopen. In elke fase speelde een bepaald bedrijfstype en manier van groeien en winst maken een dominerende rol. De huidige fase kunnen we omschrijven als die van de 'financialisering', waarin hefboomfondsen en private-equitygroepen de hoofdrol spelen. Financialisering staat nog niet in alle woordenboeken, maar het is de beste term om te begrijpen wat er aan de hand is in onze economie. De term verwijst naar de groeiende almacht van de financiële sector, een situatie waarin de financiële markten de algemene gezondheid van de economie bepalen en de eisen van het kapitaal het gedrag van de bedrijven sturen. Het betekent dat de evoluties van interestvoeten en beurskoersen in toenemende mate de economische conjunctuur bepalen en dat financiële groepen en hun beheerders de strategie van de bedrijven naar hun hand zetten. Samengevat: financiële activiteiten hebben een overwicht op de productie van goederen en diensten.

Evoluties in verschillende delen van de economie hebben van financialisering het dominerende kenmerk van het kapitalisme gemaakt. Op het niveau van het bedrijf is de financialisering verbonden met de opkomst van het begrip aandeelhouderswaarde als doelstelling van het bedrijfsbeleid, een opvatting die sinds de jaren 1980 in de VS en het Verenigd Koninkrijk aan kracht heeft gewonnen. De financialisering van het bedrijf komt hier tot uitdrukking in de opvatting dat het ultieme doel van het bedrijf erin bestaat op korte termijn de waarde van de aandelen te maximaliseren, veel meer dan op lange termijn winst te maken. In deze logica is het bedrijf gereduceerd tot een bundel van activa. Die kunnen op verschillende wijzen worden ingezet, met uiteenlopende rendementen tot gevolg. In onze tijd van financialisering is het verhogen van de winst op korte termijn door fusies, overnames en diversificatie het ultieme doel. Financiële kunstgrepen worden gebruikt om de aandelenkoers de hoogte in te jagen. Andere strategieën zijn het bewust en actief aangaan van schulden, het doorvoeren van herstructureringen en het inkopen van aandelen van het eigen bedrijf.

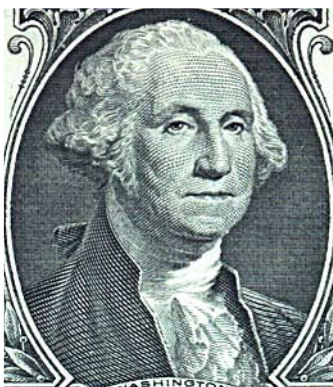
Op het gebied van de investeringen is financialisering verbonden met de deregulering van de financiële markten. Die heeft onder andere geleid tot de zogenaamde 'disintermediatie' tussen de bezitters van kapitaal en de uiteindelijke

bestemming van hun investering. Vroeger gebeurden investeringen via een netwerk van privébanken, verzekeringsmaatschappijen, coöperaties en publieke instellingen. Vandaag werken de financiële markten als een mierennest of een onontwarbaar kluwen met daarin ontelbare instellingen, transacties, diensten en producten. Samen met de vrijmaking van de kapitaalmarkten heeft dit de financiële operatoren de mogelijkheid gegeven om in een expanderend universum hun gang te gaan, met handel en investeringen in reële activa als obligaties, schulden of aandelen, maar ook in marktverwachtingen en risico's, in een onstuitbare vloed van afgeleide producten als opties, futures en swaps.

De financialisering is al een tijd aan de gang, maar de gevolgen ervan zijn pas in de late jaren 1990 ten volle zichtbaar geworden. We zitten nu in een nieuwe fase die we ook laat-financialisering kunnen noemen, aangevuurd door de explosieve groei van private-equitygroepen en hefboomfondsen. Private equity heeft geleid tot het ontstaan van extreme vormen van financialisering die niet meer worden gecontroleerd door de open markt van de beurzen. Hefboomfondsen hebben nieuwe vormen van speculatie ontwikkeld in alles wat met de financiële markten te maken heeft, waarbij het volume, de snelheid en het hefboomeffect van deze transacties elk dag verhoogt. Hun groeiende invloed wordt aangetoond door het feit dat private equity nu betrokken is bij een kwart tot de helft van alle grote fusies of overnames in de VS en Engeland, terwijl hefboomfondsen 30 dertig tot zestig procent van de dagelijkse omzet op de financiële markten vertegenwoordigen. Hun opgang is niet onopgemerkt voorbijgegaan en brengt ernstige economische en maatschappelijke uitdagingen met zich mee. Beide investeringsvormen hebben het leven van miljoenen gewone werknemers lastig gemaakt en in sommige gevallen ook hun toekomstige pensioen in gevaar gebracht.

De voorstanders van financialisering zijn vooral te vinden in de VS en in delen van Europa. De meeste hefboomfondsen opereren vanuit Londen of New York, de meeste deals waarbij private-equitygroepen betrokken zijn, vinden plaats in de VS of het Verenigd Koninkrijk. Maar het verschijnsel neemt uitbreiding. *Leveraged buy-outs* (met schulden gefinancierde overnames) in Denemarken, Duitsland en Nederland behoren tot de tien grootste private-equitydeals die ooit zijn afgesloten in Europa. In Azië en de regio van de Stille Oceaan zien we een vloedgolf van dergelijke overnames van bedrijven, met Australië als uitvalsbasis. Er zijn al controversiële deals geweest in Argentinië, Brazilië, Polen, Japan en Zuid-Korea. In Zuid-Afrika zijn grote supermarkten opgekocht door investeringsfondsen en in India werd in 2006 een gelijkaardige deal ter waarde van 900 miljoen dollar afgesloten. Als we al iets hebben geleerd uit het verleden van het kapitalisme, is het dat de financialisering in de nabije toekomst ook sporen zal trekken in de meerderheid van de landen in het Zuiden.

Private equity en hefboomfondsen zijn met elkaar verbonden omdat hefboomfondsen dikwijls een deel van het kapitaal leveren dat private-equitygroepen lenen om bedrijven over te nemen. Hefboomfondsen vuren de overnamemarkt aan door in hun jacht op snelle en hoge winsten kapitaal voor overname ter beschikking te stellen. Beide volgen een actieve strategie op korte termijn, waardoor zij goede banen en collectieve arbeidsverhoudingen in gevaar brengen, de toekomstige financiering van pensioenen ondermijnen en aan de basis liggen van systematische en grootschalige risico's in het wereldwijde financiële systeem. Private equity en hefboomfondsen stellen de overheden voor nieuwe uitdagingen op het gebied van reglementering, *corporate governance* (goed bestuur van bedrijven) en belastingheffing.



## HET ABC VAN PRIVATE EQUITY EN HEFBOOMFONDSEN

Zowel private equity als hefboomfondsen zijn minimaal geregleerde pools van kapitaals (het Engelse *pool* betekent naast zwembad ook gemeenschappelijk fonds). Zij beheren geld van rijke individuen, banken, verzekeringsmaatschappijen, stichtingen en pensioenfondsen. Ze gaan leningen aan om veel meer te kunnen investeren dan hun eigen vermogen en moeten er dus op rekenen dat de gemaakte winsten hoger zullen liggen dan de interesten die zij moeten betalen, wat de risico's natuurlijk groter maakt. Maar er zijn ook verschillen. Een investering van een private-equitygroep is meestal niet erg liquide, wat wil zeggen dat de investeerders voor een bepaalde tijd vastzitten, meestal voor de levensduur van het fonds. Hefboomfondsen daarentegen investeren meestal in zeer liquide, snel verkoopbare vermogensbestanddelen met een kort tijdspectief, waardoor investeerders gemakkelijk tot het fonds kunnen toetreden of uittreden.

### Private equity

Op zichzelf is private equity een breed begrip dat verwijst naar elke investering in aandelen die niet vrij verhandelbaar zijn op de beurzen. Passieve investeerders beleggen hun geld in het fonds, dat hiermee dan investeert in bedrijven. Die investeringen kunnen gaan van een 'leveraged buy-out' of het leveren van durfkapitaal voor starters tot investeringen in gevestigde bedrijven die niet op de beurs genoteerd staan. Ongeveer twee derde van het kapitaal van private-equitygroepen wordt ingezet in leveraged buy-outoperaties. Dat zijn operaties waarbij een bedrijf wordt opgekocht door een persoon of entiteit die daarvoor in hoofdzaak geleend geld gebruikt. De activa van het gekochte bedrijf dienen als waarborg voor de terugbetaling van de lening. Het leveren van durfkapitaal voor jonge bedrijven, waarbij ondernemerschap en nieuwe banen komen kijken, maakt slechts tien procent van de transacties uit.

Private-equitygroepen hebben meestal het statuut van een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid. De investeerders blijven op de achtergrond, de beslissingen worden genomen door de managers van de groep. Een groep heeft meestal een levensduur van tien jaar en de investeerders zetten hun kapitaal voor die hele tijd vast. De groep zal in die tijd meestal tussen 15 en 25 investeringen doen, waarbij in geen

enkele investering meer dan tien procent van het ingebrachte kapitaal wordt geriskeerd. Enkele grote (zij het weinig bekende) namen zijn Bain Capital, Blackstone, Carlyle, KKR (Kohlberg, Kravis Roberts & Co), Permira, Providence Equity en TPG.

De beheerders van private-equitygroepen worden op twee manieren betaald: zij ontvangen enerzijds een beheersvergoeding en anderzijds een resultaatgebonden vergoeding. De beheersvergoeding wordt jaarlijks uitbetaald en bestaat uit een percentage van de totale investeringen, soms twee procent maar dat kan gaan tot vier procent. De resultaatgebonden vergoeding (de *carried interest*) hangt af van de gemaakte winsten. Het standaardtarief is meestal twintig procent. De resultaatgebonden vergoeding is dikwijls slechts eisbaar wanneer een bepaald winstpercentage wordt gehaald. Het resultaat van deze beloningsvormen is dat een gemiddelde investeerder op tien jaar op een investering van 100 dollar 20 dollar aan beheersvergoedingen zal betalen. En het betekent dat de managers (*general partners* van het fonds) na tien jaar 40 dollar kunnen verdienen als het fonds 200 dollar winst gemaakt heeft op de investering van 100 dollar. Er blijft dan 160 dollar winst voor de investeerder die ook nog 80 dollar (100 dollar inleg min 20 dollar beheerskosten) van het geïnvesteerde kapitaal recupereert. Maar als het fonds een verlies van 20 procent lijdt, eindigt de investeerder met 60 dollar en niet met 80 dollar, vanwege de beheerskosten.

Hoe maken deze groepen winst? Zij verkopen de aandelen van de bedrijven die zij opkopen op de beurs, ofwel verkopen ze die bedrijven in hun geheel aan andere groepen of laten ze fuseren met andere bedrijven. Ze maken ook winst uit dividenden die uitbetaald worden nadat zij de gekochte bedrijven opnieuw van kapitaal hebben voorzien. Dat laatste is een gesofisticeerde manier om een bedrijf leeg te zuigen. Het gecontroleerde bedrijf leent geld, maar gebruikt dat niet voor de eigen werking of voor investeringen, maar voor het betalen van dividenden aan de aandeelhouders. De fondsen controleren het beheer van de overgenomen bedrijven door nieuwe managers aan te stellen. Zij verwachten winstcijfers van meer dan 20 procent, maar halen die niet altijd. Als het wel lukt, is dat te verklaren door de techniek van het financieren van de overname met schulden. Dat laat toe investeringen te doen die vele malen het eigen kapitaal overtreffen.

In 2006 haalden private-equitygroepen meer dan 400 miljard dollar op en dat cijfer zou in 2007 tot 500 miljard kunnen stijgen. In de eerste maanden van 2007 werden al overnames gemeld van het Texaanse energiebedrijf TSU (45 miljard), Equity Office Properties (38 miljard), de Britse supermarktketen Sainsbury (22 miljard) en het geneesmiddelenbedrijf Boots (17 miljard). Het bod op de Australische luchtvaartmaatschappij Qantas (11 miljard) ging uiteindelijk niet door. Bekende bedrijven als Hertz, Burger King en Toys "R" US (speelgoed) zijn eigendom van private-equitygroepen. Blackstone is een van de bekendste groepen en heeft voor meer dan 200 miljard dollar transacties uitgevoerd. Het is eigenaar van bedrijven die samen meer dan 300.000 mensen tewerkstellen en waarvan de gezamenlijke jaarlijkse omzet die van bedrijven uit de wereldtop tien van grote bedrijven (de Fortune 500) evenaart.

## Hefboomfondsen

Een hefboomfonds is ook een weinig gereguleerd privé-investeringsfonds dat slechts een beperkt aantal investeerders toelaat. Daardoor onderscheidt het zich van de meer gekende beleggingsfondsen waarvan iedereen aandelen kan kopen. Die (klassieke) fondsen zijn wel gereguleerd: ze mogen enkel beleggen in obligaties,

aandelen of deviezen, en ze mogen slechts beperkt lenen. De bewegingsvrijheid van hefboomfondsen is veel ruimer en wordt enkel beperkt door de bepalingen van het oprichtingscontract, dat de beheerders ervan zelf opstellen.

Hefboomfondsen onderscheiden zich ook door wat ze doen. Waarnemers staan versteld van de complexiteit en de omvang van hun activiteiten, maar een belangrijk kenmerk van hun acties is dat ze op de financiële markten arbitrerend, dat wil zeggen dat ze op zoek gaan naar financiële activa die te goedkoop of te duur zijn en dan uit die prijsanomalieën winst maken. Simpel gezegd: ze zoeken winsten door te speculeren op alles wat mogelijk is. Ze financieren ook een groot deel van hun activiteiten met leningen. Ze nemen grote risico's en staan daarom enkel open voor de superrijken. In de VS ligt de toegangdrempel tegenwoordig op een vermogen van minstens 2,5 miljoen dollar (bezit van huizen of aandelen wordt niet meegerekend).

Hefboomfondsen zijn snel groot geworden en hun aantal loopt nu tegen de tienduizend. Ze beheren tussen de 1.400 en 2.000 miljard dollar (ramingen voor 2007). Aangezien ze vier tot vijf keer hun eigen vermogen lenen, kunnen hun totale investeringen dus oplopen tot 8.000 à 10.000 miljard dollar. Ze gaan zeer agressief te werk en dat maakt hun invloed nog groter dan deze fabuleuze cijfers al doen vermoeden. Volgens sommige ramingen zitten de hefboomfondsen achter dertig tot zestig procent van alle transacties op de financiële markten.

## **Overnames met geleend geld: wat, hoe en waarom?**

Moderne kapitalisten kopen een bedrijf aan een zo laag mogelijke prijs, behouden het een korte tijd en verkopen het dan voort met een flinke winst. Ze zijn dus vooral geïnteresseerd in bedrijven die niet hun volle rendement bereiken of waarvan de aandelen goedkoop zijn. Voor ze een bedrijf opkopen, bekijken private-equitygroepen vier factoren: de huidige en potentiële kapitaalstructuur van het bedrijf, het potentieel voor herstructureringen, het bestaan van *incentives* of aanmoedigingen voor het management en de mogelijkheden om zich uit het kapitaal terug te trekken. De kapitaalstructuur is de belangrijkste factor. Het is inderdaad de bedoeling om het investeringsrisico te laten dragen door een derde partij, de bank of een andere financiële instelling, die geld voor de overname van het bedrijf wil lenen. De groep aarzelt dus niet om tachtig procent van de overnameprijs te lenen en die lening onder te brengen in het overgenomen bedrijf of in een holdingmaatschappij. Het overgenomen bedrijf zit dus vanaf dag 1 na de overname met een schuld opgezeald en zal hiervoor intresten moeten opbrengen.

De private-equitygroep neemt de volledige controle over. Zijn managers zullen meestal zeer snel delen van het overgenomen bedrijf verkopen, soms aan andere bedrijven die ze ook controleren, en in de kosten beginnen te snoeien. Ze kopen de medeplichtigheid van het management van het overgenomen bedrijf af door hen te verleiden met hoge vergoedingen om te blijven tot het bedrijf weer wordt doorverkocht. Dat gebeurt meestal na drie of vier jaar maar soms ook vlugger, dikwijls onder de vorm van een beursgang. Die notering op de beurs kan ook in een ander land gebeuren, waar de belastingen lager zijn, de controles minder streng of de kapitaalmarkten ruimer. Overnemen met geleend geld en dan weer snel doorverkopen kan hoge winsten opleveren. Carlyle maakte in minder dan een jaar een winst van 128 procent op zijn deal met Hertz, Blackstone realiseerde zelfs 368 procent op zeven maanden tijd op zijn deal met Celanese, een Duits chemisch bedrijf. Private equity wint langs alle kanten: er

is de vergoeding voor de managers van het fonds, er zijn de dividenden (zolang de winsten van het overgenomen bedrijf groter zijn dan de intresten die op de leningen betaald moeten worden), er worden hoge facturen voor consultancydiensten gepresenteerd en er is de meerprijs als het bedrijf weer wordt doorverkocht.

Private-equitygroepen zoeken vooral overnames in gevestigde bedrijven met een stabiele omzet. Dat is bijvoorbeeld het geval in de voedingssector en de warenhuizen of, in de VS althans, in de gezondheidssector – in juli 2006 werd HCA, de grootste keten van privéhospitalen overgenomen voor 32 miljard dollar. Ook energiebedrijven zijn geliefde doelwitten, omdat ze ook constante en vrijwel zekere inkomsten voortbrengen. Als er op de balansen van die bedrijven nog ruimte is voor het aangaan van leningen en als er mogelijkheden zijn om de prestaties te verbeteren, worden ze nog interessanter. Om al deze redenen zijn private-equitygroepen ook niet vies van de overname van overheidsbedrijven. Die bedrijven hebben meestal geen overdadige schuldenlast en in de ogen van de private-equitybeheerders zijn de managers te soft en het personeel verwend. Het zijn slapende reuzen met een groot potentieel voor het wegsnijden van kosten en banen.

Jaar	Aantal overnames van overheidsbedrijven	Totale waarde in miljard dollar
2000	17	1,515
2001	20	2,219
2002	14	1,976
2003	27	3,078
2004	30	10,269
2005	40	3,928
2006	46	14,324
<b>Totaal</b>	<b>194</b>	<b>37,309</b>

## Drijvende krachten achter de golf van overnames

In het nabije verleden was de mogelijkheid om goedkoop geld te lenen de belangrijkste drijvende factor. Investerders konden daardoor gemakkelijk activa met een hoog winstpotentieel overnemen. De beschikbaarheid van goedkoop geld is een gevolg van overschotten aan geld en spaarmiddelen in de wereldeconomie en die zijn op hun beurt onder meer het gevolg van de relatief lage interestvoeten die de centrale banken in de VS en Europa toepasten. Een tweede factor is de relatief goede gezondheidstoestand van veel bedrijven de laatste jaren, met gezonde balansen (niet te veel schulden) en hoge winsten. Een derde factor is het feit dat managers van private-equitygroepen en van beursgenoteerde bedrijven maar wat al te graag bedrijven van de beurs halen: ze ontsnappen daardoor aan de strengere regels voor rapportering die zijn opgelegd na de grote boekhoudschandalen in Amerikaanse bedrijven als Enron en WorldCom. De verdedigers van private equity argumenteren dat het besloten (niet op de beurs genoteerd) karakter van een bedrijf veel voordelen heeft: het management kan

zich bezighouden met de corebusiness van het bedrijf, want het hoeft geen rapporten meer op te stellen en het heeft geen last meer van aandeelhouders en analisten. Maar bovenal ontsnappen ze aan publieke controle en de controle van de markt, een voordeel dat deze managers onvermeld laten.

De financialisering van de economie onder impuls van hefboomfondsen en private equity heeft al haar sporen nagelaten in de strategieën van bedrijven, in de arbeidsverhoudingen, in de openbare dienstverlening en in de overheidsinkomsten. Het verschijnsel lijkt niet te stoppen, maar het wekt ook tegenkrachten op. De sterke kanten van het systeem kunnen even goed de achilleshiel blijken te zijn. De fondsen nemen meer en meer risico's en creëren daarmee een nieuwe zeepbel (na de hype met de dotcom-aandelen op het einde van de jaren 1990 – noot van de vertaler). Daardoor stijgen de aandelenkoersen en worden de overnameprooiën ook voor de fondsen duurder. Stijgende intrestvoeten als gevolg van de kredietcrisis van augustus 2007, vooral in de VS en Engeland, beperken ook de handelingsvrijheid van de fondsen. En er is ook een steeds luider klinkende roep om publieke regulering van hefboomfondsen en private equity. De Duitse minister van Arbeid en Sociale Zaken, de socialist Müntefering, vergeleek de fondsen in 2005 met sprinkhanen die ergens neerstrijken, alles kaalvreten en dan weer verder trekken. Andere hoge heren uit de financiële wereld hebben daarna zijn kritiek overgenomen, zij het met minder gespierd taalgebruik.



## EEN RISICOVOLLE BUSINESS

Financiële regulatoren en regeringen, actiegroepen, werknemers en hun vakbonden hebben zich al bezorgd getoond over deze ontwikkeling. We kunnen hun zorgen onderverdelen in twee groepen. Het optreden van de nieuwe kapitalisten veroorzaakt externe effecten, dat zijn effecten die niet verrekend zijn in de prijs die zij voor de overgenomen bedrijven betalen en waarvoor de gemeenschap moet opdraaien. Daarnaast komen sommige technieken, in het bijzonder de met schulden gefinancierde overnames, neer op regelrechte uitbuiting.

### Keizers zonder kleren?

Sommige met schulden gefinancierde overnames leveren grote winsten op voor de private equity, maar dat is niet altijd het geval. Er zijn spectaculaire mislukkingen en veel deals worden afgeblazen voor de definitieve handtekeningen zijn gezet. Een studie van de Universiteit van Chicago en het Massachusetts Institute of Technology onderzocht de prestaties van private equity in de jaren 1980-2000. Daaruit blijkt dat de opbrengsten niet hoger zijn dan het gemiddelde van de grote bedrijven die wel op de beurs genoteerd zijn. Onderzoekers aan de universiteit van Amsterdam kwamen tot dezelfde conclusie. De spectaculaire winsten van private equity blijken eerder mythe dan realiteit te zijn. Er zijn ook grote verschillen tussen de fondsen, met hoge winsten naast diepe verliezen. Dat alles deed de bedrijfsleiders van Citigroup en General Electric al zeggen dat 'hefboomfondsen en private equity niet bijdragen tot een betere werking of hogere productiviteit van de bedrijven. Het enige terrein waarop zij innoveren is dat van de financiering van overnames... Als managers van pensioenfondsen of verzekeraars zelf geld zouden lenen en investeren in dezelfde bedrijven als private equity, zouden zij hogere opbrengsten realiseren dan zelfs de meest succesvolle van die groepen.'

Op de hefboomfondsen is min of meer dezelfde kritiek te horen. Zij kunnen gedurende korte tijd beter presteren op dalende financiële markten, maar niet op lange termijn. Zij deden het ook beter toen er nog maar weinig superrijke investeerders en veel bedrijven met stijgende winsten waren. Maar hoe meer geld er op zoek is naar hogere opbrengsten, hoe lager die opbrengsten zullen zijn. Voor de beheerders van pensioenfondsen, die zeker in de VS en het Verenigd Koninkrijk tot een kwart van de geïnvesteerde bedragen leveren, moet dat een reden tot voorzichtigheid zijn. Voor hen is er trouwens nog een bijkomende reden tot terughoudendheid: de nieuwe kapitalisten investeren op korte termijn, terwijl het belang van de leden van de pensioenfondsen over twintig en meer jaren gespreid is. De Nederlandse vakbond FNV (nu: Bondgenoten) gaf daarom de beheerders van pensioenfondsen die de werknemers vertegenwoordigen de raad om weg te blijven van die nieuwe investeringsmogelijkheden.

Geld in private equity parkeren kan ook nog om andere redenen indruisen tegen het eigenbelang van de investeerders zelf. Hoe meer geld er naar private equity gaat, hoe minder geld beschikbaar blijft voor de open markt (beurzen). Financiële toezichthouders in Londen en New York hebben al gewaarschuwd dat de open markten voor de individuele investeerder hierdoor minder liquide en duurder worden. De risico's worden ook groter door de sfeer van beslotenheid en zelfs geheimhouding bij private equity en hefboomfondsen. Hoe is het dan nog mogelijk om te vergelijken met publiek genoteerde aandelen of obligaties, toch de basis van rationele besluitvorming?

## Een crash aan de horizon?

De toename van het aantal met schulden gefinancierde overnames van bedrijven en speculatieve activiteiten van hefboomfondsen vergroten de kans op een crash in een niet zo verre toekomst. Private equity en hefboomfondsen gaan nu schulden aan die acht tot negen keer hun eigen vermogen overtreffen. Dat kan niet anders dan slecht aflopen! De mogelijke overgang van Blackstone (een van de grootste fondsen) naar de publieke beurs is misschien een aanwijzing dat de slimsten onder de nieuwe kapitalisten de bui al zien hangen. De hoge schuldengraad van veel fondsen zal, samen met de crisis op de huizenmarkt, de prijs van geleend geld (de intrest) doen stijgen en dan zullen de fondsen in problemen komen. In april 2007 liet het Internationaal Monetair Fonds in zijn *Global Financial Stability Report* de volgende waarschuwingen horen: '... hefboomfondsen kunnen bijdragen tot grotere financiële instabiliteit... een faillissement van een groot fonds kan invloed hebben op grote banken of beursmakelaars... het opleggen van zekere informatieverplichtingen kan nuttig zijn...'

## Verwaarlozing van het langetermijnperspectief en moreel risico

Beursgenoteerde bedrijven worden afgerekend op hun resultaten op korte termijn: zij moeten elk kwartaal of halfjaar voorlopige resultaten bekendmaken. Dat is zeker een nadeel, maar voor private equity en hefboomfondsen geldt dat evenzeer. Het is immers de bedoeling om de overgenomen bedrijven op korte termijn met winst van de hand te doen. Managers worden dus onder druk gezet om snel resultaten te halen, de beschikbare middelen worden niet gebruikt voor investeringen maar voor het betalen van de schulden en er wordt minder geld vrijgemaakt voor wetenschappelijk onderzoek, omdat die investeringen meestal slechts over vijf tot tien jaar renderen. Het kortetermijnperspectief wordt ook aan andere (wel genoteerde) bedrijven opgedrongen: die moeten immers concurreren met de bedrijven die eigendom zijn van private-equitygroepen.

De negatieve invloed op toekomstgerichte investeringen is nog groter door het feit dat door private equity gecontroleerde bedrijven minder belastingen betalen. Daardoor beschikken de staten over minder geld voor onderwijs, wetenschappelijk onderzoek en moderne infrastructuur. De overmatige aandacht voor de korte termijn legt zo een hypotheek op de economische ontwikkeling op lange termijn. Daarvoor zijn investeringen nodig en de wereldwijde investeringen zijn gedaald van 23,8 procent van het mondiale BNP in de jaren 1980 tot 21 procent in 2001-2004.

Private-equitymanagers worden ook steeds beter in het onttrekken van waarde aan de bedrijven die zij controleren. Het bedrijf verkopen of naar de beurs brengen gelden als de belangrijkste manieren om dat te bereiken. Daarnaast laten zij de gecontroleerde bedrijven geld lenen om dividenden te kunnen uitbetalen – de dividenden worden dus betaald uit schulden, terwijl schulden net bedoeld moeten zijn om investeringen te financieren. In 2004 verloor Warner Music elke dag geld, maar toch sloten de nieuwe eigenaars een lening van 700 miljoen dollar af, waarvan zij 681 miljoen gebruikten om dividenden te betalen en een deel van de uitstaande aandelen in te kopen. Nog andere technieken om bedrijven leeg te melken, zijn het aanrekenen van hoge vergoedingen voor consultancy. Blackstone stuurde het overgenomen Duitse Celanese in 2004 facturen voor 64 miljoen dollar en in 2005 nog eens voor 45 miljoen. De dividenden of consultancyvergoedingen worden soms gebruikt om de gecontroleerde bedrijven geld te lenen aan intresten die hoger zijn dan de normale markttrente.

Deze technieken zijn in de meeste landen niet strafbaar, maar andere acties van private equitygroepen kunnen wel over de grens zijn. Enkele grote Amerikaanse fondsen (waaronder Carlyle en KKR) worden door het Amerikaanse ministerie van Justitie verdacht van medeplichtigheid aan *club deals* of afspraken met betrekking tot overnames. Recentelijk werden acht op tien grote overnames in de VS uitgevoerd door twee of meer fondsen die samen handelden. Het ging over een totaal van meer 270 miljard dollar en over bedrijven waar samen 630.000 mensen werken. Het onderzoek van Justitie betreft mogelijke beperkingen van de concurrentie en dus manipulatie van de overnameprijs.

Andere moreel betwistbare praktijken betreffen het misbruik maken van informatie of *insider trading* en de loyauteit van de managers van bedrijven die het doel van overnames zijn. Insider trading betekent dat de groepen gebruik maken van min of meer geheime informatie om aandelen te kopen (als zij redenen hebben om te denken dat de prijs zal stijgen) of te verkopen (in het omgekeerde geval). Het probleem van de loyauteit van de managers stelt zich omdat zij voor de overname verondersteld worden de belangen van de eigenaars van voor de overname te behartigen, terwijl zij misschien al gelokt worden door beloften van grote bonussen of een opname in de private-equitygroep als de overnamedeal doorgaat.

Een laatste moreel risico betreft de vergoeding die de managers van private equity opeisen. Zij worden niet enkel betaald wanneer de bedrijven waarin zij investeren winst maken, maar ontvangen ook een beheersvergoeding voor het kapitaal dat zij onder hun toezicht hebben. Dat kan hen ertoe aanzetten overdreven risico's met dat kapitaal te nemen, in de wetenschap dat hun aandeelhouders in elk geval die beheersvergoedingen moeten betalen. In een dergelijke structuur kun je minder verwachten dat de managers het hun toevertrouwde geld als goede huisvaders zullen beheren.

## **De werknemers betalen de prijs**

Een van de meest betwiste aspecten van private equity is de impact op de tewerkstelling. De vakbonden wijzen op een verlies aan arbeidsplaatsen en op druk om de loonkosten te verlagen, de groepen zelf beweren dat zij arbeidsplaatsen scheppen. Zij laten echter na om een onderscheid te maken tussen de effecten van investeringen in nieuwe bedrijven en de gevolgen bij de overname van bedrijven. Volgens een Britse studie van 1.350 overnamedossiers was er in het eerste jaar na de overname in bijna alle gevallen sprake van verlies aan arbeidsplaatsen. Daarna kwamen er in tweede derde van de bedrijven opnieuw arbeidsplaatsen bij, maar in het resterende derde ging de afbraak van de tewerkstelling door.

Private equitygroepen mikken op bedrijven waarvan zij denken dat het mogelijk is ze meer rendabel te maken en dan opnieuw te verkopen. Als gevolg daarvan bestaat een grote druk om de kosten en in het bijzonder de loonkosten te verlagen. Het feit dat de overgenomen bedrijven met schulden worden opgezadeld, leidt tot bijkomende druk om alle andere kosten te verlagen. Uit hetzelfde Britse onderzoek blijkt dat de loonkosten in de overgenomen bedrijven minder snel stijgen dan gemiddeld in vergelijkbare ondernemingen. De daling van de lonen bleek het sterkste in bedrijven waar de private equitygroep nieuwe managers kon opdringen. Er is overigens een 'overloopeffect' te merken naar de bedrijven die op de beurs genoteerd zijn: die staan immers in concurrentie met de overgenomen bedrijven en komen ook onder druk om waar mogelijk kosten weg te snijden.

Private equity en hefboomfondsen vertegenwoordigen een model dat fundamenteel werknemersonvriendelijk is. Het zoeken naar snelle winsten, de hoge risico's om overnames te financieren, de beloningsvormen van de managers, ... alles draagt ertoe bij dat deze fondsen niet geïnteresseerd zijn in stabiele en coöperatieve relaties met de werknemers van de gecontroleerde bedrijven. In het Verenigd Koninkrijk werkt ongeveer twintig procent van de werknemers in de privésector in bedrijven die worden gecontroleerd door de nieuwe kapitalisten; in Frankrijk is dat ongeveer negen procent en in Denemarken vier procent. Zij staan tegenover onzichtbare eigenaars die geen belang hebben bij goede relaties met hun werknemers. De vakbonden en hun leden ontvangen geen informatie over de voorwaarden van overname van de bedrijven en in veel gevallen krijgen zij te maken met een nieuw en vakbondsvijandig management. Uit een Nederlandse studie blijkt dat minder dan tien procent van de managers een positieve houding aanneemt tegenover de vakbonden.

## Verliezen voor de gemeenschap

Private-equitygroepen financieren hun overnames grotendeels met geleend geld. De intresten op die leningen krijgen in de meeste landen een fiscaal andere behandeling dan winsten. Leningen worden gezien als een manier om de onderneming te laten groeien en bijgevolg zijn de intresten fiscaal aftrekbaar. Maar als de lening dient om te betalen voor de overname, financiert de overheid via de belastingaftrek de overdracht van het eigenaarschap en niet de toekomstige productie en werkgelegenheid. Een Deense studie leidt tot de conclusie dat overgenomen bedrijven tot zeven keer minder belasting betalen dan voor hun overname. Daarom neemt de (vrij liberale) regering maatregelen om vormen van agressieve belastingplanning door bedrijven te bestrijden. Ook de Duitse regering overweegt stappen in die richting.

Niet alleen bedrijven proberen hun belastingen te 'optimaliseren', ook de managers van de private-equitygroepen laten zich op fiscaal vriendelijke wijze betalen. Een voorbeeld: in de VS beschouwt de fiscus de resultaatgebonden vergoedingen niet als een inkomen, maar wel als een meerwaarde – daarop wordt slechts 15 procent belasting betaald, terwijl het normale inkomstenbelastingtarief 35 procent bedraagt.

Het is duidelijk dat er bij de overname van staatsbedrijven ook conflicten zullen optreden tussen de kortetermijnbelangen van de nieuwe eigenaars en de langetermijnbelangen van de overheid. Private equity zoekt snelle winsten en zal dus minder op lange termijn investeren. En het is precies die lange termijn die zo belangrijk is voor dienstverlenende bedrijven in sectoren als het openbaar vervoer of de energievoorziening.



# AANBEVELINGEN VOOR EEN GEZONDERE EN RECHTVAARDIGER ECONOMIE

Het is vrijwel zeker dat de activiteiten van private equity- en hefboomfondsen ooit tot een crash zullen leiden. Ironisch genoeg maakt net het succes van die fondsen een klap onvermijdelijk. Hoe meer geld er naar de fondsen vloeit, hoe groter de vraag naar over te nemen bedrijven. De overnameprijzen zullen stijgen en daardoor worden die transacties minder winstgevend. De fondsen zullen dan nog meer risico's nemen, bijvoorbeeld door meer te lenen om de overnames te financieren of nog sterker op de kosten wegen om hun winsten te vrijwaren. Hoe langer een crash uitblijft, hoe groter de druk op de werknemers, andere bedrijven en de staat, hoe groter ook de kans op een zware crisis van het wereldwijde financiële systeem. Omdat niemand baat heeft bij een crash, is het van belang dat er maatregelen komen om de activiteiten van de fondsen te controleren en ongewenste externe effecten te vermijden of op zijn minst te beperken.

## Wetten en reglementeringen

### ❖ *Zelfregulering of bindende regels*

De Amerikaanse minister van Financiën en de Europese Raad van ministers van Financiën (Ecofin) hebben aangedrongen op zelfregulering. De fondsen moeten vrijwillige gedragscodes opstellen en volgen. Maar dat is onvoldoende om negatieve externe effecten te voorkomen. Daarom moeten de regeringen zorgen voor een gelijk speelveld voor nieuwe kapitalisten en traditionele investeerders. De fondsen moeten verplicht worden om informatie te geven over hun structuur, investeringsstrategie, schuldverplichtingen in verhouding tot het eigen kapitaal en wijze van vergoeding van hun managers. Alleen daardoor kunnen investeerders, in het bijzonder de pensioenfondsen, een vergelijking maken tussen de resultaten van de nieuwe klasse van kapitalisten en de meer klassieke fondsen en investeringsvormen. Bedrijven die worden overgenomen door private-equitygroepen moeten verplicht worden om dezelfde informatie beschikbaar te stellen als andere grote bedrijven die op de beurs genoteerd zijn.

### ❖ *Risico's voor de financiële systemen*

De groei van de fondsen en in het bijzonder de leningen die zij aangaan om overnames te financieren, brengt niet enkel potentiële problemen voor individuele investeerders met zich mee maar stelt ook een 'systeemrisico' voor de financiële markten. Er moeten limieten komen aan de schulden die de fondsen kunnen aangaan (in vergelijking tot het eigen kapitaal) en de centrale banken moeten regelmatig informatie publiceren over de risico's voor banken die geld lenen aan de fondsen. De banken moeten verplicht worden reserves aan te leggen voor die risico's (een Bazel III-regel heet dat in het jargon van de financiële wereld). Ten slotte moet de creatie van 'afgeleide producten' door de hefboomfondsen van nabij opgevolgd worden. Dat is niet onmogelijk, omdat wereldwijd slechts een tiental grote investeringsbanken deze activiteiten van de hefboomfondsen financieren. Het is dus niet onmogelijk om hen te verplichten regelmatig informatie te geven over de risico's die zij op dit gebied lopen.

### ❖ *Belastingen*

Maatregelen op het gebied van belastingen moeten een onderscheid maken tussen het belasten van de fondsen, van hun managers en van overgenomen bedrijven.

Inkomens en winsten van de fondsen en hun managers moeten op dezelfde manier worden belast als alle andere inkomens en winsten. Dat is niet gemakkelijk omdat veel fondsen in belastingparadijzen gevestigd zijn. Maar onmogelijk is het niet, bijvoorbeeld door intensief samen te werken in het kader van de werkgroep voor schadelijke belastingpraktijken van de OESO. Het progressief belasten van meerwaarden is een andere mogelijkheid, zeker als die meerwaarden tot stand komen door het snel doorverkopen van bedrijven. Het inkomen van managers kan belast worden in het land waar zij wonen, niet in het land (belastingparadijs) waar ze hun inkomen verdienen. Bij de overgenomen bedrijven moet de belastingvrijstelling voor intresten beperkt worden.

❖ *Goed bestuur*

In de meeste landen bestaan regels of gedragslijnen voor ‘goed bestuur’ van ondernemingen. Die regels zijn evenwel enkel van toepassing op beursgenoteerde bedrijven. In niet-genoteerde bedrijven, zeker in bedrijven die worden overgenomen door de fondsen, ontstaan daardoor problemen op het vlak van de onafhankelijkheid van de bestuurders, de scheiding tussen eigenaars en managers en de vertegenwoordiging van de werknemers in de beheersorganen (in de landen waar dit bestaat). Het ontbreken van duidelijke regels om te beletten dat managers voordeel halen uit overnames en het betalen van dividenden uit leningen stellen eveneens problemen van ‘goed bestuur’. Mogelijke oplossingen liggen wellicht in de volgende richting: nieuwe gedragsregels voor topmanagers in geval van overname door private equity, het toekennen van een blokkeringsrecht aan langetermijninvesteerders en het beperken van de financiering van overnames door leningen. Promotie voor het zogenaamde ‘Rijnlandmodel’ voor het beheer van ondernemingen kan ook helpen: in deze structuur zijn de vakbonden, lokale of regionale overheden en andere belanghebbenden betrokken bij het beleid en hebben de fondsenbeheerders minder speelruimte om de belangen over het hoofd te zien van de eigenaars van de bedrijven die zij willen overnemen.

❖ *Rechten van de werknemers*

Regulering zal op korte termijn waarschijnlijk weinig kunnen veranderen aan het businessmodel en de managementpraktijk van private-equitygroepen. Maar regulering kan er wel voor zorgen dat de werknemers en de vakbonden in overgenomen bedrijven informatie moeten ontvangen over de nieuwe eigenaars en de herkomst van het geld dat wordt gebruikt om hun bedrijf over te nemen. In de Europese Unie bestaat een richtlijn die het behoud van de rechten van de werknemers waarborgt in geval van overname of fusie. Die richtlijn kan worden aangevuld en versterkt om ook de overname door private equity beter te reglementeren en achteruitgang op het vlak van de arbeidsvoorwaarden en het recht op informatie van de werknemers te voorkomen.

❖ *Openbare diensten*

Regeringen moeten ervoor zorgen dat de kwaliteit van de openbare dienstverlening gevrijwaard blijft in geval van overname van het dienstenbedrijf door een privégroep. Dat kan onder andere door de rechten en plichten, zoals bijvoorbeeld vastgelegd in beheersovereenkomsten, openbaar te maken en indicatoren te publiceren over de werking van de openbare diensten. Regeringen kunnen ook een ‘gouden aandeel’ in geprivatiseerde ondernemingen behouden, waardoor zij een vetorecht hebben over cruciale beslissingen.

### ❖ *Internationale samenwerking*

Een internationale werkgroep, bestaande uit vertegenwoordigers van de OESO, het IMF, het Forum voor Financiële Stabiliteit, relevante VN-instellingen en de Internationale Arbeidsorganisatie, moet de activiteiten van hefboomfondsen en private equitygroepen bestuderen en nieuwe regels voorstellen. De OESO en het IMF houden nu al toezicht op de stabiliteit van de financiële markten. Zij moeten meer aandacht hebben voor de hoge schuldengraad van de fondsen en maatregelen voorstellen om de risico's te beperken. De IAO kan maatregelen voorstellen voor het behoud van de rechten van de werknemers.

## **Pensioenfondsen**

Beheerders en toezichthouders van pensioenfondsen hebben een bijzondere verantwoordelijkheid. Zij moeten waken over de economische en sociale duurzaamheid op lange termijn van hun beleggingen. Zij moeten daarbij de belangen van de leden van hun pensioenfondsen in het oog houden, maar ook de belangen van de werknemers in de bedrijven waarin zij rechtstreeks of onrechtstreeks investeren – dat zijn immers de gepensioneerden van de toekomst. Zij mogen niet meestappen in de hype rond private equity en hefboomfondsen.

Zij moeten weten dat deze investeringen niet liquide zijn, dat het moeilijk is de opbrengsten te vergelijken met andere vormen van investeringen en dat de beheerskosten zeer hoog uitvallen. Het gaat in feite om 'blinde' investeringen, omdat het niet mogelijk is te weten waar het geld uiteindelijk terechtkomt. Zij moeten voor ogen houden dat de langetermijnbelangen van de werknemers voor alles moeten komen. Een iets hoger rendement vandaag (als dat er al is!) weegt op lange termijn niet op tegen een verlies van werkgelegenheid, een neerwaartse druk op de lonen en meer onzekerheid over de economische toekomst.

Beheerders van pensioenfondsen moeten ook weten dat investeringen in hefboomfondsen de voorbije jaren niet rendabeler zijn geweest dan investeringen in meer klassieke beleggingsfondsen. De hefboomfondsen halen enkel hogere opbrengsten in dalende markten (*alpha returns* in het jargon). De beheerders moeten dus goed de opbrengsten bij hefboomfondsen afwegen tegenover de hogere risico's en beheersvergoedingen. Zij moeten vooral op hun hoede zijn voor 'activistische' hefboomfondsen, dat zijn fondsen die grote minderheidsbelangen in ondernemingen kopen en dan het management onder druk zetten om snel de waarde van de aandelen te laten stijgen. Als pensioenfondsen investeren in een hefboomfonds, moeten zij hun verantwoordelijkheid als aandeelhouders opnemen. Zij moeten de aandeelhoudersvergaderingen bijwonen, hun stem laten horen en eisen dat hefboomfondsen handelen in overeenstemming met principes die de beheerders van pensioenfondsen verwachten van alle bedrijven waarin zij investeren. Zij moeten eisen dat het investeringsbeleid van alle fondsen waarin zij investeren sociaal te verantwoorden is.

