

Kapitalfonde

Forslag til et dansk-europæisk initiativ

Gennem en række rapporter fra den Internationale Valutafond, den Europæiske Investeringsbank, Verdens Finansielle Stabilitetsforum, en række uafhængige, studier og analyser er der gennem de senere år påvist stigende problemer på finansmarkedet som følge af kapital- og hedgefondes lånefinansierede aktiviteter¹.

Erhvervsministeriets analyse af kapitalfondes opkøb i Danmark tegner tilsyneladende et andet billede, men rapporten er desværre behæftet med en række systematiske metodefejl:

- De forskellige fonde blandes sammen: Der skelnes ikke mellem venturekapital og lånefinansierede opkøb.
- Der skelnes ikke mellem "organisk vækst" og "merger-vækst" som følge af sammenslutninger med andre virksomheder.
- En række andre metodeproblemer er påvist af blandt andet Arbejderbevægelsens Erhvervsråd.

Rapportens analyse omfatter desuden kun opkøb frem til og med 2002. Netop det år hvor de lånefinansierede opkøb for alvor går i gang i Europa!

Længe før den aktuelle finanskriser har de uafhængige vurderinger og en lang række case studies af virksomheder i Europa og USA, opkøbt af kapitalfonde, skabt stigende bekymring om konsekvenserne for virksomhedernes beskæftigelse og langsigtede konkurrenceevne og investeringer.

På G7 topmøder og drøftelser i ECOFIN, Europaparlamentet og en række høringer i blandt andet House of Commons i UK og Congress (finanskomiteen) i USA er igangsat en række analyser og overvejelser, der især drejer sig om: Systemiske risici for nye

1

finanskriser, manglen på gennemsigtighed, begrænsning af ekstra gældsætning, virksomhedernes investeringsbehov, konkurrenceevne og risiko for interessekonflikter.

Europas behov for et velfungerende finansmarked med omkostningseffektivt, gennemsigtigt og langsigtet finansieringskapacitet er åbenlys - især på grundlag af Lissabon målsætningen fra år 2000, om at gøre Europa til:

"Den mest konkurrencedygtige og dynamiske vidensbaserede økonomi i verden, der er i stand til at skabe en bæredygtig økonomisk vækst, flere og bedre job og større social sammenhængskraft"

Gennem de seneste fem år er kapital- og hedgefonds sektoren vokset enormt med vækstrater på 30-50 % om året. Baggrunden har især været en massiv global likviditet og historisk lav rente på finansmarkedet, indtil krisen slog igennem i august 2007.

Kapital- og hedgefondsindustrien udgør i dag ikke længere en "niche". Sammen med investeringsbankerne er deres indflydelse og betydning i den samlede finansielle aktivitet nu så omfattende, at de påvirker mere end halvdelen af de globale finanstransaktioner.

Kapitalfondenes lånefinansierede opkøb af private virksomheder frem til august 2007 oversteg den samlede årlige nyintroduktion af børsnoterede virksomheder på verdens fondsbørser.

Den aktuelle globale finanskrise blev udløst af det amerikanske såkaldte sub-prime sammenbrud på boligmarkedet (dårlige pantebrevslån). Men finanskrisen har samtidig vist, hvor intenst den gensidige afhængighed og forbundethed er blandt de centrale aktører på finansmarkedet. Den spredte sig så hurtigt og omfattende til

resten af verden, fordi der de forudgående fem år var opbygget en reel, hidtil uset finansboble på det globale finansmarked.

Finanskrisen og de deraf følgende stærke stramninger på kreditmarkederne og stigende renter på de dårlige, komplekse og uigennemsigtige lånepakker (kreditderivater) har også afdækket en betydelige sårbarhed hos de virksomheder, der har været eller er opkøbt af de lånefinansierede kapitalfonde: En analyse fra Nottingham University² påviser at 106 af i alt 400 kapitalfondsejede virksomheder i 2007 er gået konkurs som følge af den ekstreme gældsbyrde, kapitalfondene har pålagt dem via deres værdiudtræk.

Dertil kommer en række indbyggede tendenser til interessekonflikter og spekulationsadfærd for hedgefonde. Især gennem øget låneoptagelse, som har bidraget til at forstærke kreditkrisen.

Den eksplosive stigning i de såkaldte kreditderivater på det globale finansmarked, har været en af hovedkanalerne for den verdensomspændende spredning af kreditkrisen.

Det indbyggede dilemma i den globale økonomi er kommet klart til udtryk under finanskrisen og de forudgående fem økonomisk fremgangsrige år: Den massive, rigelige globale likviditet og kreditadgang har - sammen med den historisk lave rente - bidraget til at opnå den høje realøkonomiske vækst i årene 2002-2007. Men dette finansielle miljø har samtidig været ideelt for kapital- og hedgefondenes enorme vækst og omfattende brug af ekstrem gældsætning for at opnå maksimalt kortsigtet afkast.

² University of Nottingham Business School/Barclay's Private Equity, April 2008

Med andre ord: Ideelle betingelser på finansmarkedet for den reale vækst i virksomheder og jobs skaber samtidig grundlag for opbygning af en ny finansboble, der underminerer fremgangen i realøkonomien! Det er dilemmaet, som nu, ifølge IMF, har resulteret i den største finanskrisen siden 2. Verdenskrig. Og nu nedjusteres den økonomiske vækst - ikke blot i USA, men i EU og den globale økonomi.

I samfundets, virksomhedernes og medarbejdernes interesse, investorernes - dvs. pensionsopsparernes - interesse er der behov for en ny regulering og lovgivning i såvel de enkelte medlemslande, i EU og USA og i det globale samfund. Men Europa bør tage initiativet.

I den dansk-europæiske aftale af 21. februar 2008 hedder det: *"På det indre finansmarked er det af hensyn til lige konkurrencevilkår nødvendigt, at der stilles EU-krav om åbenhed til kapital- og hedgefonde, som svarer til de krav, der gælder for andre selskabsformer og investeringsforeninger"*

På baggrund af de betydelige finansielle risici, den reale økonomi i dag udsættes for - og kapital og hedgefondenes dominerende position på finansmarkedet - er det svært at se nogen forsvarlig begrundelse for, at disse aktører fortsat skal holdes helt udenfor en fælles regulering. Derfor er der brug for en sammenhængende indsats - og et dansk-europæisk initiativ. Det handler ikke om at afskaffe kapital- eller hedgefonde - det drejer sig om at ændre adfærd og begrænse tendenserne til ekstrem gældsætning, markedsmisbrug og nye finansielle risici for stabiliteten.

Det haster med at komme i gang med udformningen af nye regler for hele finansmarkedet inkl. kapital- og hedgefonde. Et dansk-europæisk initiativ vil være særdeles velvalgt: Behovet er erkendt - hos mange virksomheder og af medarbejdere i Danmark og Europa forventes det, at der bliver taget fat om problemerne.

På europæisk plan bør der iværksættes en sammenhængende helhedsregulering, som sikrer en både fair og konkurrenceneutral adfærdsændring for de lånefinansierede kapitalfonde og hedgefonde m.fl. Det vil samtidig være et væsentligt bidrag til at begrænse – helst eliminere – omfattende skadelige virkninger for samfundet i forhold til fremtidige finanskriser.

De centrale spørgsmål, som et dansk initiativ til europæisk regulering af kapitalfonde og hedgefonde bør fokusere på, er:

- Ny åbenhed og gennemsigtighed på linje med alle andre aktører på finansmarkedet.
- Et stærkere finanstilsyn som kan sikre gennemsigtighed og omkostningseffektivitet og foregribe/begrænse fremtidige finanskriser.
- Sikre virksomhedernes langsigtede udvikling og lønmodtagernes rettigheder.
- Begrænse interessekonflikter og markedsmisbrug.

Det er vigtigt, at initiativet har karakter af en sammenhængende indsats, som også omfatter de finansielle aktører (investeringsbanker), som kapital- og hedgefondene opererer og handler med i finansmarkedet. I modsat fald, kan der forudses nye omgørelser og skævvridninger.

I.Ny åbenhed, gennemsigtighed og informationspligt for alle

Kapital- og hedgefonde udgør nu så vigtig en del af finansmarkedet i Europa – det indre finansmarked – at der af hensyn til lige konkurrence bør stilles de samme krav om åbenhed, som til alle andre aktører (jf. også "Europapolitisk aftale" af 21. februar 2008). Konkret kan dette opnås gennem følgende initiativ:

1.EU-registrering og godkendelse/autorisation af kapital- og hedgefondes managementselskaber

For at sikre et velfungerede indre finansmarked i EU, baseret på gennemsigtig og lige konkurrence, bør Kommissionen etablere en fælles ramme (direktiv) for registrering og autorisation af de selskabsenheder (kommanditselskaber m.fl.), der kontrollerer kapital- og hedgefondes investeringer, dvs. managementselskaberne. En autorisation vil give adgang til hele EU's finansmarked. Men for at opnå godkendelse, skal managementselskabet oplyse følgende:

- navn og hjemsted for de fonde de kontrollerer
- identitet på fondenes bestyrere
- selskabets indtjening og bonusordninger
- aflønning af direktører og andre personer med investeringsansvar
- relationer til prime brokers (investeringsbanker)

2.Bedre beskyttelse af institutionelle investorer (pensionskasser og pensionselskaber)

På linje med en ny EU-autorisation af managementselskaberne jf. pkt. 1, bør Kommissionen etablere et direktiv for notifikation dvs. godkendelse af kapitalfonde og hedgefonde, som vil operere i EU.

En sådan autorisation vil give fondene adgang til hele EU's indre finansmarked og dermed til potentielle professionelle investorer inkl. pensionskasser og pensionselskaber m. fl. For at opnå godkendelse, inkl. fordelene hermed, skal kapital- og hedgefondene oplyse:

- den generelle investeringsstrategi og låntagning/gældseksposering
- samlede fees/gebyrer samt fordelingen af disse (herunder aktieoptioner tilbudt til medarbejdere)
- komplet oversigt over fondens størrelse samt indskydere i fonden
- hidtidige afkast
- risikohåndteringssystem samt opgørelsesmetode for den samlede portefølje
- information om fondens administrator

- oversigt over hvor stor en del af fondens investeringskapital selskabets/manageren af fonden selv har bidraget med

I dag gælder 27 højst forskellige nationale regler for adgang til det nationale marked. Den fælles autorisation for managementselskaber og fondes (jf. punk 1 og 2) vil også omfatte offshore-fonde, der driver forretning i EU. Ingen kapitalfonde vil få mulighed for at operere uden passende registrering og autorisation. Professionelle investorer inkl. pensionsselskaberne vil være interesserede i ordnede, gennemsigtige forhold – registrering vil også fremme mindre kapitalfondes – inkl. venturefondenes – muligheder for at rejse kapitalindskud.

3.Relevant information til pensionsselskaber m. fl.

EU-Kommissionen og tilsynsmyndighederne må derudover sikre, at indskyderne/investorerne i kapitalfondene – d.v.s. pensionsselskaber m. fl. sikres, at de ikke blot får masser af information men også relevant og sammenlignelig information – svarende til fx det forenkede prospekt for UCITS (jf. Annex).

4.Stop for kapitalfondens "misbrug" af kommanditselskabsformen

Kommanditselskaber var oprindeligt tiltænkt som en egnet selskabsform for små erhvervsdrivende, der ikke skulle overbebyrdes med administrative krav til regnskaber og åbenhed. I dag bruges *kommanditselskabsformen* (på engelsk limited partnerships) i stor stil som juridisk ramme for kapitalfondenes aktiviteter. Ved at organisere kapitalfondene som kommanditselskaber undgår de således EU's krav om åbenhed, offentlighed og regnskabsaflæggelse. EU's regler bør omgående revideres, så aktieselskabslovgivningens krav om åbenhed og regnskabsaflæggelse også kommer til at gælde for kommanditselskaber.

II. EU-bidrag til og værktøjer, der skal sikre bedre fungerende finansmarkeder

Den aktuelle finanskriser og de forudgående års erfaringer har dokumenteret et påtrængende behov for et forstærket finanstilsyn og begrænsning af ekstrem gældsætning. Følgende nye EU-initiativer foreslås:

1. Krav om stærkere kapitalgrundlag og -reserver

I dag stiller flere EU-direktiver (CRD, UCITS, Solvens I+II, IORPs, m.fl.) (jf. Annex) en lang række krav til forsikringssekskabers, kreditinstitutters, bankers investeringsforeninger- og sekskabers kapitalgrundlag. Uanset juridisk organiseringsform (herunder ved brug af kommanditselskaber) bør der fra Kommissionens side foreslås EU-lovgivning, der sikrer et tilstrækkeligt kapitalgrundlag i den enhed (kapitalfondsselskabet) kontrollerer den opkøbte virksomhed. Dette krav til kapitalgrundlaget skal gælde for alle fonde, der opererer i EU, uanset hvor de måtte være registreret. Kapalkravsdirektivet² bør revideres med henblik på at inkludere disse lovpligtige kapitaldækningskrav.

2. Grænser for hedgefondes gældsætning

Kommissionen bør overveje at fastsætte et øvre loft over hedge fondes gældsætning med henblik på at sikre en højere grad af stabilitet i det europæiske finansielle system. Hertil kan anvendes benchmarks.

3. EU registrering af strukturerede kredit- og gældsprodukter

Kommissionen bør etablere et offentligt register over strukturerede produkter på de europæiske finansmarkeder.

4. Et offentligt europæisk kreditvurderingsinstitut (Credit Rating Agency)

I forbindelse med revisionen af direktiv 2006/48/EF³ bør kommissionen etablere et offentligt europæisk kreditvurderingsinstitut med henblik på at styrke konkurrencen og øge gennemsigtigheden i sektoren, som i dag er helt domineret af kun tre institutter (Moody's, S&P og Fitchs).

3

5.En fælleseuropæisk tilsynsmyndighed

Kommissionen bør etablere en fælleseuropæisk tilsynsmyndighed, der dækker alle dele af sektoren for finansielle tjenesteydelser: kapitalmarkeder, markedet for derivater, securitization, forsikrings- og banksektoren m.m.

III. Lønmodtagerrettigheder og virksomhedernes udvikling og konkurrenceevne

De lånefinansierede opkøb, udgjorde for Europa, godt 2.000 mia. kr. alene for 2006 – det svarer til mere end 2 gange prisen for C20 under ét på den danske fondsbørs! Kapitalfondsejerskab er i dag en af verdens største arbejdsgivergrupper. Kapitalfondenes lånefinansierede opkøb (LBO) af virksomheder indebærer ofte ekstrem gældsbelastning og værdiudtræk, der forringer virksomhedens langsigtede investerings- og konkurrenceevne.

Medarbejderrettigheder kommer i klemme, og presset stiger for fyringer og forringede arbejdsvilkår, som følge af kapitalfondenes værdiudtræk af virksomhederne.

Indenfor de offentlige forsyningsvirksomheder, bl.a. telekommunikation, har vi set nye opkøbsbølger, som omfatter bl.a. danske TDC, irske eircom og bulgarske BTC. Det har tydeligt svækket konkurrence- og investeringsevnen. Det står i klar modstrid med EU's vedtagne Lissabon-strategi inkl. Europas overgang til informationsamfundet.

I "Lisbon Agendaen 2010 Information Society Initiative" fra juni 2000 fastslås EU's tre hovedprioriteter:

- at etablere et europæisk informationsforum med konkurrencedygtige teletjenester.
- at styrke innovation og investering i ikt-forskning (information, kommunikation og teknologi)
- at skabe et sammenhængende europæisk informationsamfund, der fremmer beskæftigelsen og en bæredygtig udvikling.

Men Europa er kommet bagud i bl.a. udvikling af bredbånd og 3D-mobiltjenester, som følge af færre ny-investeringer!

De negative konsekvenser af kapitalfondenes lånefinansierede opkøb med overdreven gældssætning bør begrænses gennem:

1. Nye initiativer, der kan sikre de offentlige – service- og forsyningsvirksomheders udvikling og konkurrenceevne i lyset af den fælles IT-målsætning.

2. Bedre beskyttelse af virksomhedernes medarbejdere ved kapitalfondsovertagelser. Direktiv 2001/23/EF om varetagelse af arbejdstagernes rettigheder i forbindelse med overførsel⁴ bør omgående revideres således, at medarbejdere og deres bestyrelsesrepræsentanter i virksomheder, der bliver overtaget af kapitalfonde har den samme forhåndsinformations- og konsultationsrettigheder, som det er tilfældet i traditionelle fusioner og virksomhedsovertagelser.

3. Grænser for kapitalfondes gældssætning af virksomheder

"Kapitaldirektivet" (Direktiv 77/91/EF), (jf. Annex) bør udvides, således det fastlægger et passende, maksimalt gælds niveau i virksomheder, overtaget af kapitalfonde, evt. ved hjælp af benchmarks. I tillæg til en sådan grænse bør kommissionen opfordre medlemslandene til at indføre skattemæssige konsekvenser (herunder fjernelse af skattefradrag) efter bedst praksis i de enkelte medlemslande.

4. Grænser for udtyndning af kapitalen i virksomheder overtaget af kapitalfonde

"Kapitaldirektivet" (Direktiv 77/91/EF) bør tilpasses med henblik på at fastsætte en minimumsgrænse af egenkapital under hensyntagen til virksomhedernes langsigtede konkurrencekraft. Kommissionen bør også uden forsinkelse foreslå regler, der kræver af direktionen i målvirksomheder, at alle kapitalbevægelser ud af

4

virksomheden (herunder særlige aktieudbytter) er i overensstemmelse med virksomhedens langsigtede interesser. Især direktiv 1978/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabsformer bør revideres med henblik på at opnå dette resultat.

6. EU-kommissionen bør tage et nyt initiativ til styrkelse af virksomhedernes social ansvar.

IV. Interessekonflikter

Kapitalfondenes og hegdefondenes aktiviteter rejser en række problemer om interessekonflikter:

- Mellem kapitalfondene som opkøber, investeringsbanker som lånefinansiel formidler og rådgiver for virksomheder – og den opkøbtes virksomheds daglige ledelse.
- Mellem kapital- og hegdefonde – og investeringsbanker, der på én og samme tid formidler lån til dem og får en betragtelig del af deres indtjening herved.
- Mellem kreditvurderingsbureauerne og de kunder, de betjener.
- Mellem markedsadgang og et magtkoncentreret finansmarked, præget af hedge- og kapitalfondene og investeringsbanker.

Følgende EU- initiativer bør iværksættes:

1.Kapitalfonde

Kommissionen bør udforme regler, som håndterer interessekonflikter mellem kapitalfondspartnerne og den daglige ledelse af den virksomhed, der opkøbes - og andre aktører, som har betydelig indtjening på opkøbet fx låneformidlere (investeringsbanker). De nye regler bør omfatte informationspligt om alle honorarer, bonusordninger, aktieoptioner og incitamentsprogrammer, der modtages af daglig ledelse og bestyrelse.

2.Kreditvurderingsbureauer

Kommissionen bør udforme regler, der kan håndtere de indbyggede interessekonflikter i kreditvurderingsbureauernes forretningsmodel, og deres samspil mellem kapital- og hedgefonde, inkl. banker og andre aktører på finansmarkederne.

3.Investeringsbanker (prime brokers) kapital- og hedgefonde

Kommissionen bør – i tilknytning til de foreslåede omstrammede krav om kapitalfondsreserver – vurdere, hvordan den risiko for interessekonflikt kan begrænses:

- a.Mellem investeringsbanker (prime brokers) og hedgefonde, hvor långivning ofte smittes/påvirkes af udsigten til betydelige honorarer fra hedgefondene.
- b.Mellem kreditbanker og kapitalfondene, hvor bankens rådgivning ofte påvirkes af udsigten til betydelige honorarer fra kapitalfondene (via serviceaftaler i tillæg til virksomhedsopkøb).
- c.Kommissionen bør udforme nye effektive bestemmelser for hermetisk adskillelse (såkaldte "Chinese Walls") mellem investeringsbankens låneformidling til kapitalfonde – og deres øvrige rådgivning, værdipapirhandel etc.

4.Markedsadgang og konkurrencebegrænsning

Kommissionens generaldirektorat for konkurrence bør lancere en undersøgelse af markeds- og magtkoncentrationen på det finansielle marked inden for følgende sektorer: kapital- og hedgefonde, investeringsbanker og kreditvurderingsselskaber.

V. Off-shore skatteunddragelse

På grundlag af de nye regler om åbenhed og gennemsigtighed iværksætter Kommissionen en første analyse af de voksende skatteunddragelser fra EU's velfærdsstater, der følger af kapital- og hedgefondenes placering offshore.

EU's indre finansmarked er i dag iblandt verdens stærkeste – det indre markedes økonomiske rolle er de facto 10 pct. større end USA's .

Realøkonomisk har EU derfor et betydeligt potentiale for at tage initiativet til en ny og bedre regulering, der kan skubbe til et åbent og gennemsigtigt finansmarked. Det vil samtidig kunne danne grundlag for et fremtidigt realistisk samarbejde med USA og andre globale aktører.