



**“Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών – Εξαγορές με Δανεισμό (ΚΕΣ – ΕΔ):
Ο Χρηματοοικονομικός Καπιταλισμός
Ως η Βασική Αιτία της Οικονομικής Κρίσης και Τρόποι Αντιμετώπισης ”**

Richard P. Nielsen

The Aristides Daskalopoulos Endowed Professor in Business Ethics, ALBA, Professor of Organization Studies, Wallace E. Carroll School of Management, Boston College, USA

Αναγνωρίζεται ευρέως ότι τα sub-prime (ή αλλιώς non-prime ή δεύτερης ευκαιρίας) ενυπόθηκα χρέη ήταν μία από τις βασικές αιτίες της κρίσης του 2008 (Barber, 2008). Λιγότερο γνωστό είναι πώς οι sub-prime εξαγορές χρεών και το επιχειρησιακό μοντέλο και ο χρηματοοικονομικός καπιταλισμός των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, ήταν επίσης ένας βασικός παράγοντας, και πιθανώς ακόμη πιο πρωτεύων, που οδήγησε στην κρίση (Johnson, 2008; Lattman, 2008; MacKintosh και Davies, 2008; Nielsen, 2008.) Αυτή η παρουσίαση εξετάζει κάποια δομικά προβλήματα και θέματα διατηρησιμότητας που προκύπτουν από αυτό το είδος χρηματοοικονομικού καπιταλισμού, καθώς και πιθανούς τρόπους αντιμετώπισης του φαινομένου.

Οι sub-prime οφειλές είναι οφειλές που έχουν πολύ λιγότερα εισοδήματα ή/και κεφάλαια ώστε να υποστηρίξουν τις αποπληρωμές των τόκων και του αρχικού κεφαλαίου, συγκριτικά με πιο ασφαλή είδη υποχρεώσεων, όπως τα κρατικά χρέη και οι με ακρίβεια αξιολογημένοι εταιρικοί τίτλοι. Υπάρχουν τόσο sub-prime καταναλωτικά χρέη όπως π.χ. οι sub-prime υποθήκες, όσο και sub-prime εταιρικά χρέη, όπως οι εξαγορές με δανεισμό. Στην περίπτωση των sub-prime ενυπόθηκων χρεών, ο δανειολήπτης μπορεί να μην έχει αρκετά εισοδήματα ή κεφάλαια ώστε να μπορέσει να αποπληρώνει τους τόκους και το κεφάλαιο που δανείστηκε όταν οι οικονομικές συνθήκες δυσκολέψουν. Αντιστοίχως, στις sub-prime εξαγορές με δανεισμό, οι νέοι διαχειριστές και ιδιοκτήτες των εξαγορασθέντων εταιριών μπορεί να μην έχουν αρκετά κέρδη και κεφάλαια ώστε να αντέξουν τις αυξημένες δόσεις των δανείων τους σε μη ιδανικές οικονομικές συνθήκες. Το 2007, υπήρχαν περισσότερες sub-prime εξαγορές με δανεισμό, περίπου 1,2 τρισεκατομμύρια δολάρια, από ότι sub-prime ενυπόθηκα χρέη, που ανέρχοντα περίπου στο 1 τρισεκατομμύριο δολάρια (Acharya, Franks, και Servaes, 2007; Arnott, 2008; Barber, 2008; MacIntosh, Guerrero, και Chung, 2008).



Και τα δύο είδη sub-prime υποχρεώσεων, τόσο οι εταιρικές όσο και οι καταναλωτικές, βρίσκονται στην καρδιά της οικονομικής κρίσης. Η κρίση επιδεινώθηκε εκθετικά εξαιτίας δύο ακόμα διαδικασιών υψηλής μόχλευσης χρηματοοικονομικού καπιταλισμού, την τιτλοποίηση (securitization) και τη μεταβίβαση των sub-prime υποχρεώσεων, και τη δημιουργία, διαπραγμάτευση και χρήση ασφαλιστικών συμβολαίων & προϊόντων (credit default swaps) επί αυτών των sub-prime υποχρεώσεων, που πάρα πολλές εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες χρησιμοποίησαν σαν να ήταν κεφάλαια - κάτι που αποδείχθηκε πως δεν ήταν έτσι όταν οι εκδότες των ασφαλιστικών προϊόντων, όπως η A.I.G., δεν μπορούσαν να καλύψουν τις απώλειες των sub-prime καταναλωτικών και εταιρικών υποχρεώσεων (Barber, 2008; Davies, 2008).

Ακόμα πιο σημαντικό ίσως είναι αυτό που αναφέρει η εταιρία χρηματοοικονομικών ερευνών Capital IQ: «Από τις 109 αμερικανικές εταιρίες που έκαναν αίτηση πτώχευσης φέτος με ενεργητικό μεγαλύτερο του 1 εκατομμυρίου δολαρίων, οι 67 ανήκαν σε οίκους εξαγορών ή εκμεταλλευόταν από τέτοιους οίκους (Lattman, 2008).» Τα ΚΕΣ - ΕΔ έχουν επίσης καταστρέψει οικονομικά βιώσιμες επιχειρήσεις. Κάποια στελέχη της βιομηχανίας που γνωρίζουν τα πράγματα εκ των έσω φαίνεται ότι αναγνωρίζουν το πρόβλημα. Για παράδειγμα, ο Luke Johnson (2008), CEO της εταιρίας Risk Capital Partners, ενός ομίλου επιχειρηματικών συμμετοχών, συμπεραίνει ότι **«Οι περισσότεροι οίκοι εξαγορών έχουν συνάψει συμφωνίες υπερτιμημένες και με υπερβολικό δανεισμό, κάτι που τις κάνει να «βουλιάζουν».** Τα παραδείγματα αφθονούν: EMI, Boots, Countrywide, Harrahs, Hilton, McCarthy & Stone, GMAC, Chrysler, Freescale, Gala Coral, Pilgrim's Pride κ.ο.κ. Για κάποιες από αυτές, οι τιμές των ομολόγων δείχνουν ότι δεν έχουν καμία αξία. Σε άλλες, οι επενδυτές έχουν αποκαλύψει τεράστιες υποτιμήσεις... Η πλήρης ρευστοποίηση εταιριών όπως της Linen 'n' Things και της Mervyns στις ΗΠΑ - που και οι δύο ήταν υγιείς επιχειρήσεις λιανικής όταν εξαγοράστηκαν - έχει δώσει τροφή σε κατηγορίες ότι οι διαχειριστές των εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών καταστρέφουν τις επιχειρήσεις με τον χειρότερο τρόπο... Ένα υπερβολικά υψηλό ποσοστό κερδών του 21^{ου} αιώνα έχει δημιουργηθεί από χρηματοοικονομικά τεχνάσματα παρά από την ανάπτυξη των πωλήσεων και τη βελτιωμένη παραγωγικότητα». Δείτε το Ghoshal (2005) για μια ανάλογη θεώρηση της κατάστασης.

Τόσο οι χρεωκοπίες εταιριών όσο και τα προβλήματα που προκύπτουν από τις δεύτερης ευκαιρίας οφειλές είναι δομικά συνδεδεμένες με το επιχειρηματικό μοντέλο των ΚΕΣ - ΕΔ που λειτουργεί ως εξής (Acharya, Franks, και Servaes, 2007; Baskin και Miranti, 1997; Errnst και Young, 2007; Kaplan και Stein, 1993; Nixon 2008; Wolf, 2007). Πρώτον, δημιουργούνται όμιλοι επιχειρηματικών συμμετοχών, συνήθως από πρώην στελέχη επενδυτικών τραπεζών και/ή διαχειριστές ταμείων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), που λέγονται «ομόρρυθμοι εταίροι». Δεύτερον, οι ομόρρυθμοι εταίροι αναζητούν επενδυτικά κεφάλαια από ευκατάστατους ιδιώτες και εύρωστους οργανισμούς όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, κληροδοτήματα και επιχορηγήσεις, κρατικά επενδυτικά κεφάλαια (π.χ. ομόλογα), κλπ., που ονομάζονται «ετερόρρυθμοι εταίροι». Αυτοί επιβαρύνονται περίπου με το 2% των επενδυμένων κεφαλαίων και το 20% των κερδών. Αυτό μπορεί να είναι εξαιρετικά επικερδές για τους ομόρρυθμους εταίρους. Για παράδειγμα, ο Stephen Schwartzman, Πρόεδρος και κύριος μέτοχος της Blackstone, έλαβε περίπου 1 δισεκατομμύριο δολάρια το 2006 και περισσότερα από 3 το 2007.



Τρίτον, οι ομόρρυθμοι εταίροι αναζητούν δανειακές δεσμεύσεις από χρηματοοικονομικούς οργανισμούς για να στηρίξουν την εξαγορά εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο. Οι τράπεζες με τη σειρά τους συχνά τιτλοποιούν τα δάνεια και τα μεταβιβάζουν σε τρίτους, ενώ παίρνουν προμήθειες και/ή κρατούν τα δάνεια στα δικά τους βιβλία, συχνά ως στοιχεία εκτός ισολογισμού (off-balance sheet items). Η τιτλοποίηση των δανείων και η μεταβίβασή τους σε τρίτους με προμήθεια είναι πολύ διαφορετική από την παραδοσιακή τραπεζική όπου τα δάνεια παρέμεναν συνήθως στην τράπεζα μέχρι την αποπληρωμή τους και για αυτό οι τράπεζες ενδιαφέρονταν περισσότερο για την πιστωτική ποιότητα.

Τέταρτον, οι ομόρρυθμοι εταίροι πείθουν την ανώτατη διοίκηση των εταιριών στόχων ότι θα ήταν προς όφελός τους να προτείνουν στα Διοικητικά τους Συμβούλια να πουλήσουν την επιχείρηση στον όμιλο επιχειρηματικών συμμετοχών. Αυτό δημιουργεί θέματα σύγκρουσης συμφερόντων. Πέμπτον, οι ομόρρυθμοι εταίροι αγοράζουν ην εισηγμένη επιχείρηση και την ιδιωτικοποιούν.

Έκτον, μετά την εξαγορά της εισηγμένης επιχείρησης, οι ομόρρυθμοι εταίροι συνήθως αυξάνουν το χρέος της επιχείρησης από 3 έως 10 φορές εκδίδοντας νέα sub-prime ομόλογα και δανειζόμενοι χρήματα από τράπεζες, που στη συνέχεια τιτλοποιούν ξανά τα δάνεια και τα μεταβιβάζουν σε τρίτους ενώ κρατούν μέρος του χρέους στα βιβλία τους με τη μορφή στοιχείων εκτός ισολογισμού. Διάφορα είδη χρηματοοικονομικών οργανισμών, όπως η ασφαλιστική εταιρία A.I.G., εκδίδουν, πωλούν και διαπραγματεύονται ασφαλιστήρια συμβόλαια και προϊόντα για sub-prime χρέη που πολλές τράπεζες στη συνέχεια καταχωρούν ως κεφάλαιο. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και οι επενδυτές μπορούν να εκδώσουν και να διαπραγματευτούν ασφαλιστικά προϊόντα και συμβόλαια χωρίς να κατέχουν το υποκείμενο χρέος, κάτι που αυξάνει περαιτέρω τα προβλήματα δανεισμού. Το 2007, το συνολικό ποσό τέτοιων ασφαλιστικών προϊόντων που διαπραγματεύονταν στις χρηματαγορές ήταν περίπου 60 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Έβδομον, οι ομόρρυθμοι εταίροι πληρώνονται με μερίσματα σε μετρητά με αρκετό από το αυξημένο χρέος. Αυτό διαφέρει πολύ από τους παραδοσιακούς τρόπους εταιρικής χρηματοδότησης όπου το χρέος χρησιμοποιούνταν για να χρηματοδοτήσει τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και όχι πληρωμές μερισμάτων (Solomon, 1963). Όγδοο, οι ομόρρυθμοι εταίροι αναμορφώνουν την επιχείρηση πουλώντας περιουσιακά της στοιχεία και/ή απολύοντας υπαλλήλους, και μειώνοντας τα εισοδήματά και τις παροχές των υπαρχόντων υπαλλήλων με σκοπό να χρηματοδοτήσουν τις αυξημένες πληρωμές τόκων που απαιτούνται λόγω της μεγάλης αύξησης του χρέους (Sorkin, 2008). Ένατο, μέσα σε ένα έως τέσσερα χρόνια, ο όμιλος επιχειρηματικών συμμετοχών ξανά μεταβιβάζει την εταιρία ως εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο.



Εφόσον δημιουργούνται τόσες πολλές υποχρεώσεις σε δάνεια με την πάροδο του χρόνου, ο αυξημένος κίνδυνος των υποχρεώσεων προκαλεί μείωση στην αξία του χρέους, οι εκδότες των ασφαλιστικών προϊόντων δεν έχουν αρκετό κεφάλαιο για να πληρώσουν τη χαμένη αξία των sub-prime οφειλών, και ακολουθεί μία διαδικασία απαλλαγής από τις συσσωρευμένες υποχρεώσεις (de-leveraging). Σε αυτή τη διαδικασία, οι αξίες των οφειλών και του κεφαλαίου των χρηματοοικονομικών οργανισμών μειώνονται σημαντικά και ταχύτατα, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δεν μπορούν να δανείσουν χρήματα ή να λειτουργήσουν ομαλά, η οικονομία καταρρέει, οι επιχειρήσεις κλείνουν, η ανεργία αυξάνεται, και οι κεντρικές κρατικές τράπεζες αυξάνουν σημαντικά το δημόσιο χρέος ώστε να «ξελασπώσουν» τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς (Mackintosh και Davies, 2008; Rappaport και Lattman, 2008.) Το 2008, η κυβέρνηση των ΗΠΑ «Δεσμεύτηκε να ξοδέψει, επενδύσει ή δανείσει μέχρι και 10 τρισεκατομμύρια δολάρια για να στηρίξει ή να απαλλάξει από τις υποχρεώσεις τους τράπεζες, εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, καταθέτες και πολλούς άλλους (Hilsenrath, 2008).» Το συνολικό ΑΕΠ των ΗΠΑ ήταν περίπου 15 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007. Αυτό συνεπάγεται ένα δείκτη χρέους περίπου 50 προς 1 για την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, που θεωρείται πάρα πολύ υψηλός για τις Αμερικανικές επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες, και συνεπάγεται κάτι παραπάνω από διπλασιασμό του δημοσίου χρέους της χώρας. Και, όπως αναφέρθηκε παραπάνω σύμφωνα με στοιχεία της εταιρίας χρηματοοικονομικών ερευνών Capital IQ, οι περισσότερες από τις χρεοκοπημένες εταιρίας είχαν εξαγορασθεί με δανειακά κεφάλαια.

Αυτή η μορφή χρηματοοικονομικού καπιταλισμού των ΚΕΣ – ΕΔ είναι πολύ διαφορετική από άλλες μορφές καπιταλισμού, όπως ο καπιταλισμός των μικρών και μεγάλων οικογενειακών επιχειρήσεων, ο καπιταλισμός των διευθυντικών στελεχών, ή άλλες μορφές χρηματοοικονομικού καπιταλισμού όπως εκείνος των επενδυτικών τραπεζών, της αξίας των μετόχων, ή ακόμα και των διαχειριστών ταμείων αντιστάθμισης κινδύνου (Chandler, 1962, 1977; Nielsen, 2003, 2008; Useem, 1996). Σημαντικά θέματα ηθικής, βιωσιμότητας, αλλά και κοινωνικά θέματα, που συνδέονται με το είδος καπιταλισμού των ΚΕΣ – ΕΔ είναι τα εξής: (1) έλλειψη διαφάνειας, (2) συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ΚΕΣ – ΕΔ και παλαιότερων κατόχων του χρέους, υπαλλήλων, νέων ιδιοκτητών, παλαιών ιδιοκτητών και του χρηματοοικονομικού συστήματος, (3) «ηθικός κίνδυνος» όπου για να προστατευθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα οι υπερδανεισμένοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί απαλλάσσονται από τις υποχρεώσεις τους, (4) περιορισμένη διακυβέρνηση, και (5) θέματα οικονομικής και κοινωνικής βιωσιμότητας (European Parliament, 2007; Kane, 2008; Nielsen, 2008; Wisemann, 2007; Wolf, 2007). Πιθανοί τρόποι αντιμετώπισης του φαινομένου περιλαμβάνουν: (1) την απαίτηση για περισσότερη διαφάνεια (2) τον περιορισμό του υπερδανεισμού (3) τους περιορισμούς στη χρήση οφειλών για την πληρωμή μερισμάτων (4) την προστασία της επανάκτησης περιουσιακών στοιχείων, και, (5) τη θέσπιση φόρων και οφελών συνδεδεμένων με την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα.



Εν κατακλείδι, οι δύο κυριότεροι παράγοντες για τους οποίους τα ΚΕΣ – ΕΔ πρέπει να επανεξετασθούν είναι ότι υπάρχουν περισσότερες sub-prime οφειλές που συνδέονται με ΚΕΣ – ΕΔ από ότι με sub-prime ενυπόθηκα χρέη, και ότι οι περισσότερες χρεοκοπίες φέτος σχετίζονται με ΚΕΣ – ΕΔ. Κατά μια έννοια, αυτό είναι ακόμα χειρότερο από το πρόβλημα των sub-prime υποθηκών, μιας και καταστρέφονται οι επαγγελματικοί οργανισμοί οι οποίοι παράγουν τον πλούτο που οι άνθρωποι χρησιμοποιούν για να υποστηρίξουν τον κατασκευαστικό κλάδο.

Βιβλιογραφικές αναφορές

- Acharya, V.V., Franks, J. and Servaes, H. 2007. Private equity: Boom and bust? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 4: 44-53.
- Arnold, M. 2007. Unions vow to fight the 'cancer' of hedge funds. *Financial Times*, March 17: 4.
- Arnold, M. 2008. IPO made Blackstone chief one of the world's richest bosses. *Financial Times*, March 13:16.
- Arnott, R. 2008. Why its crucial to invest debt wisely. *Financial Times*, December 12: 14.
- Barber, L.. 2007. Europe must rein in the power of private equity. *Financial Times*, March 16: 11.
- Barber, L. 2008. How gamblers broke the banks. *Financial Times*, December 16: 1.
- Baskin, J.B. & Miranti, P.J. 1997. *A history of corporate finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Beaud, M. 2000. *A History of capitalism: 1500-2000*. New York: Monthly Review Press.
- Berman, D.K. & Sender, H. 2006. Backstory of Kinder LBO underscores web of ethical issues such deals face. *The Wall Street Journal*, September 29: C1.
- Bradford, F.A. 1936. *Money and banking*. New York: Longmans, Green and Co
- Chandler, A. D. 1962. *Strategy and structure*. Cambridge: MIT Press.
- Chandler, A.D. 1977. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: Harvard University Press.
- Cohan, W. 2008. Why Wall Street has to alter its financial incentives. *Financial Times*, February 25: 9.
- Cox, R., Vise, D. & Cass, D. 2007. The LBO Boom's real fuel: Executive greed is driving current spate of deals, say street's legal minds. *The Wall Street Journal*, March 31: B14.
- Davies, P.J. 2008. High noon chimes for collateral with no name. *Financial Times*, October 10: 2.
- Ernst and Young. 2007. How do private equity investors create value? www.ey.com
- European Parliament. 2007. Hedge funds and private equity – A critical analysis. www.europari.europa.eu
- Financial Times*. 2007. Invading the privacy of private equity: Bigger buy-outs should be matched by greater disclosure. February 24: 6.
- Ghoshal, S. 2005 Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4, 1: 75-91.
- Guerrera, F. Politi, J. & Freeland, C. 2006. Blackstone chief warns on pay gap.



- Financial Times*, December 21: 16.
- Hadas, E. 2008. The great deleveraging. *The Wall Street Journal*, February 19, C10.
- Hilsenrath, J. 2008. The key numbers behind the bailouts. *The Wall Street Journal*, December 13: A3.
- Jackson, T. 2006. Bond and equity holder conflict has reached new heights. *Financial Times*, May 16: 30.
- Johnson, L. 2008. Private equity must now prove its value. *Financial Times*, December 24: 9.
- Kane, E.J. 2008. Regulation and supervision: An ethical perspective. *Oxford handbook of banking*. N.Y.: Oxford University Press.
- Kaplan, S.N. & Stein, J.C. 1993. The evolution of buyout pricing and financial structure (Or, what went wrong) in the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 1: 72-88.
- Lattman, P. 2008. Carlyle's bet on telecom in Hawaii ends badly. *The Wall Street Journal*, December 2: B 1.
- Mackintosh, J. & Davies, P.J. 2008. Loans for buy-outs plunge in value. *Financial Times*, February 5: 25
- Nielsen, R.P. 2008. The private equity-leveraged buyout form of finance capitalism: Ethical and social issues, and potential reforms. *Business Ethics Quarterly*, 18, 4: 379-404.
- Nielsen, R.P. 2003. Organization theory and ethics: Varieties and dynamics of constrained optimization. In Tsoukas, H. & Knudsen, C. (Eds.) *The Oxford Handbook of Organization Theory*. Oxford: Oxford University Press.
- Nixon, S. 2008. LBO shops at crossroads. *The Wall Street Journal*, February 28: C14.
- Oakley, D. 2008. Leveraged loan prices hit new European lows. *Financial Times*, December 12: 22.
- Rappaport, L. & Lattman, P. 2008. Why leveraged loans that financed buyouts are causing bottleneck. *The Wall Street Journal*, February 6: C1-C2.
- Sender, H., Davies, P.J. & Hughes, C. 2008. Credit squeeze threatens to crush buy-outs. *Financial Times*, February 5: 20.
- Sorkin, A.R. 2008. Private equity buyouts get split review of job losses. *International Herald Tribune*, January 26: 13.
- Solomon, E. 1963. *The Theory of Financial Management*. New York: Columbia University Press.
- Useem, M. 1996. *Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*. New York: Basic Books
- Wisemann, G. 200). Germany to halt sell-offs to private equity. *Financial Times*, July 3: 21.
- Wolf, M. 2007. Barbarians at the gates: the balance of pros and cons. *Financial Times*, February 28: 15.