

## Yttrande från Europeiska och sociala kommittén om "Private equity-fonders, hedgefonders och statliga investeringsfonders inverkan på den industriella omvandlingen i Europa"

(yttrande på eget initiativ)

(2010/C 128/10)

Föredragande: **Peter MORGAN**

Medföredragande: **Ion POP**

Den 26 februari 2009 beslutade Europeiska ekonomiska och sociala kommittén att i enlighet med artikel 29.2 i arbetsordningen utarbeta ett initiativytrande om

"*Private equity-fonders, hedgefonders och statliga investeringsfonders inverkan på den industriella omvandlingen i Europa*" (initiativytrande).

Rådgivande utskottet för industriell omvandling, som svarat för kommitténs beredning av ärendet, antog sitt yttrande den 10 september 2009.

Vid sin 457:e plenarsession den 4–5 november 2009 (sammanträdet den 5 november) antog Europeiska ekonomiska och sociala kommittén följande yttrande med 167 röster för, 1 röst emot och 3 nedlagda röster.

### 1. Slutsatser och rekommendationer

1.1 Syftet med detta yttrande är att granska effekterna på den industriella omvandlingen av statliga investeringsfonder och alternativa investeringsfonder. Alternativa investeringsfonder är *private equity-fonder* (riskkapitalinvesteringar i företag som inte är börsnoterade) och hedgefonder. EESK gav konsultfirman "Wilke Maack und Partner" (WMP) i uppdrag att granska frågan, och de har producerat en rapport på 87 sidor. Den som vill ha en mer detaljerad analys av de frågor som behandlas i detta yttrande hänvisas således till rapporten. Ett helt annat perspektiv på alternativa investeringsfonder och statliga investeringsfonder återfinns i "*The New Power Brokers*" som publicerats på McKinsey Global Institutes webbplats.

1.2 De fonder som granskats i detta yttrande påverkar den industriella omvandlingen på olika sätt. Statliga investeringsfonder är konventionella investerare som köper och säljer på marknaden. Hedgefonder köper och säljer aktier, mestadels som handlare, även om vissa hedgefonder är aktiva som ägare. Private equity-fondernas strategi omfattar ett aktivt ägarengagemang. Man kan inte uttala sig generellt om dessa tre investeringsätt eftersom de skiljer sig åt i hög grad. En Swot-analys från WMP för de olika fonderna återfinns i slutet av punkterna 3, 4 respektive 5.

1.3 Såväl erfarenheter som studier visar att alla sociala konsekvenser, inbegripet industriell omvandling, påverkas positivt av förbättrad information, bättre informationsspridning och framför allt öppenhet. EESK ställer sig helt bakom en förbättring av dessa tre aspekter i samtliga fall.

1.4 Private equity har tre viktiga grunddrag. Det har ett positivt inflytande genom att tillhandahålla riskkapital samt i finansieringen av kursomläggningar och omorganisationer samt familjeföretags tillväxt. Å andra sidan kan den senaste tidens aggressiva finansieringslösningar i samband med *leveraged buy-outs* (LBO, företagsförvärv med stor andel främmande kapital) leda till att många företag gör konkurs eller hamnar i svårigheter, med potentiellt allvarliga konsekvenser för alla aktörer, inbegripet de anställda. Det finns också en viktig social dimension som omfattar både förbättrade och försämrade sysselsättningsnivåer, inkomstnivåer och sociala rättigheter. På grund av svårigheter i samband med hur uppgifterna behandlas påpekar WMP att vi måste vara mycket försiktiga med att dra slutsatserna att företag som finansierats av private equity-fonder behandlats sämre eller drabbats hårdare i samband med den allt snabbare industriella omvandlingen och omstruktureringen under de två senaste årtiondena. Det finns många exempel på försämrade arbetsvillkor och arbetsmarknadsrelationer runt om i Europa där dessa fonder inte har varit inblandade.

1.5 I allmänhet påverkar inte hedgefondernas verksamhet den industriella omvandlingen, men det finns viktiga undantag. Hedgefonder köper i stor utsträckning osäkra fordringar. Det innebär att de är "köpare i sista hand" (*buyer of last resort*), och de kan därför spela en viktig roll när det gäller att rädda och omorganisera företag i riskzonen. De engagerar sig också på båda sidor i företagssammanslagningar och företagsförvärv. Detta skapar värden, men konsekvenserna för den industriella omvandlingen är inte alltid positiva. Den kortsiktiga inriktningen betraktas som en negativ faktor. Andra problem är bristande öppenhet och potentiell systemrisk, som förvärras av hävstångseffekter.

1.6 Det finns två viktiga aspekter på statliga investeringsfonders verksamhet. Dessa fonder är positiva eftersom de normalt sett är långsiktiga ägare och beredda att ställa upp som "köpare i sista hand". Det negativa är bristen på öppenhet och deras möjlighet att använda sina insatser i strategiska politiska syften.

1.7 Kapitalmarknaderna har internationaliserats i avsevärd utsträckning. De institutionella investerarna har satt samman globala aktieportföljer och främjat internationella företagssammanslagningar och företagsförvärv. Man har utövat påtryckningar på företagen och regleringsorganen om att överföra rösträtten från ledningen till aktieägarna. Hotet om företagssammanslagningar och företagsförvärv och aktieägarnas aktivism har fått företagsledningarna i EU att initiera en omfattande industriell omvandling. Detta har i viss mån underminerat förhållandet mellan företagsledning och aktieägare, och i allmänhet bidragit till att förkorta företagsledningens tidshorisont. Det är mot den bakgrunden som alternativa investeringsfonder och statliga investeringsfonder bedriver sin verksamhet.

1.8 Konventionella institutionella fondförvaltare, sådana som har hand om pensionsfonder, försäkringsfonder och värdepappersfonder, har ständigt att göra med alternativa investeringsfonder. De gör stora investeringar i alternativa investeringsfonder, de säljer sina investeringar till private equity-fonder för lånefinansierade företagsköp (*leveraged buy-outs*, LBO), de köper portfölj företag när private equity-fonder avyttrar, deras investeringar i företag äventyras när hedgefonder på ett aktivt sätt söker påverka i samband med företagssammanslagningar och företagsförvärv och de är aktieägare som lånar ut aktier till hedgefonder så att dessa kan blanka. De står i slutändan bakom alla eventuella miljömässiga, sociala eller styresmässiga politiska åtgärder som de alternativa investeringsfonderna genomför. Konventionella institutionella fondförvaltare är motsvarigheten till förvaltare av alternativa investeringsfonder.

1.9 Mot bakgrund av diskussionen i WMP-rapporten och de andra synpunkter som detta yttrande omfattar kan EESK:s rekommendationer delas in i tre kategorier: reglering och öppenhet, förslag till ändringar i befintlig sociallagstiftning samt de konventionella institutionella fondförvaltarnas ansvar.

1.10 Regleringen av alternativa investeringsfonder är ämnet för ett förslag till EU-direktiv som EESK kommer att behandla i ett separat yttrande. Från EESK:s perspektiv är det viktigt att notera att alternativa investeringsfonder inte orsakade krisen, men att de har drabbats hårt av den. Det råder fortfarande stor osäkerhet om den roll som dessa fonder spelade och det är helt klart nödvändigt att öka öppenheten genom lämplig lagstiftning.

1.11 EESK ställer sig bakom de sex överordnade principer för regleringen av hedgefonder som den internationella sammanslutningen av börsinspektioner (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) föreslog i juni 2009 och som redovisas i korthet i punkt 4. EESK rekommenderar kommissionen att använda principerna som utgångspunkt och precisera dem ytterligare när det gäller regleringen av alternativa investeringsfonder i direktivförslaget. IOSCO har visserligen färdigställt en analys av riskerna med private equity-fonder för det finansiella

systemet, men inga lagstiftningsförslag har ännu utarbetats. EESK rekommenderar kommissionen att anpassa IOSCO:s principer för hedgefonder så att de passar private equity-fonderna.

1.12 Som påpekas i punkt 5 utgör Santiagoprincipen, som de statliga investeringsfonderna enats om, en grundval för ökad öppenhet i och bättre förvaltning av statliga investeringsfonder. Det finns emellertid mycket kvar att göra, och EESK uppmanar kommissionen att fortsätta att utöva påtryckningar på de statliga investeringsfondernas internationella arbetsgrupp (IWG) om att fortsätta den nödvändiga utvecklingen.

1.13 I vissa rättssystem betraktas inte hedgefonder och private equity-fonder som äger och kontrollerar företag som arbetsgivare, och de undantas därför från arbetsgivarnas rättsliga ansvar. EU-direktivet om förvärvade rättigheter, som skyddar arbetstagarernas villkor och förhållanden när ett företag köps upp, tillämpas inte generellt i samband med alternativa investeringsfonders förvärv eftersom de enbart köper aktierna, vilket innebär att arbetsgivarens identitet inte förändras. EESK rekommenderar att direktivet om förvärvade rättigheter 2001/23/EG <sup>(1)</sup> stärks när det gäller hedgefonders och private equity-fonders uppköp för att

- garantera de berörda arbetstagarernas rättigheter, inbegripet rätten till information och samråd,
- se till att överlåtelse av företag i form av aktieförsäljning också omfattas av direktivet,
- se till att dessa åtgärder respekterar nationell och europeisk lagstiftning.

1.14 För att den situation som har skapats av hedgefonder och private equity-fonder ska regleras korrekt föreslår EESK att rådets direktiv 94/45/EG <sup>(2)</sup> om inrättandet av ett europeiskt företagsråd och direktiv 2002/14/EG <sup>(3)</sup> om inrättande av en allmän ram för information till och samråd med arbetstagarare ska ändras för att säkerställa mer effektiva rättigheter vad avser samråd, med respekt för alla parter inställning, innan avtal som inbegriper private equity-fonder slutförts, under eventuella omvandlingsprocesser och före avyttring av företag.

1.15 Ett ökande antal pensionsfonder och försäkringsbolag har ägarandelar i hedgefonder och private equity-fonder, och eventuella konkurser skulle kunna påverka pensionsrättigheterna för dem som omfattas av pensionssystemet. EESK uppmanar kommissionen att se över direktiv 2003/41/EG <sup>(4)</sup> om verksamhet i och tillsyn över tjänstepensionsinstitut för att se till att

- arbetstagarare och fackföreningsrepresentanter rådfrågas om investeringar av pensionspengarna och sammanhängande risker och att deras synpunkter respekteras,

<sup>(1)</sup> EGT L 82, 22.3.2001, s. 16.

<sup>(2)</sup> EGT L 10, 16.1.1998, s. 22.

<sup>(3)</sup> EGT L 80, 23.3.2002, s. 29.

<sup>(4)</sup> EUT L 235, 23.9.2003, s. 10.

— medlemsstaterna använder bästa praxis för att garantera att arbetstagarnas tjänstepensioner skyddas från konkurs.

1.16 EESK uppmanar kommissionen att i nästa direktiv införa tydliga och otvetydiga bestämmelser som garanterar en öppen och insynsvänlig användning av fonder, inte minst genom direkt deltagande av företrädare för arbetstagare och arbetsgivare.

1.17 EESK uppmanar konventionella institutionella fondförvaltare att tillämpa principer för ansvarsfulla investeringar (PRI) i allt samröre med alternativa investeringsfonder. Dessa principer, som berör miljömässiga, sociala och styremässiga aspekter, utarbetades på initiativ av institutionella investerare i partnerskap med det finansiella initiativet inom FN:s miljöprogram (UNEPFI) och FN:s globala partnerskap. EESK rekommenderar att statliga investeringsfonder följer den norska pensionsfondens exempel och ansluter sig till principerna för ansvarsfulla investeringar.

1.18 Dessutom ställer sig EESK bakom de principer för ansvarsfulla investeringar i private equity-fonder som publicerats av PRI:s styrelse. Principerna syftar till att bistå konventionella institutionella fondförvaltare som investerar i private equity-fonder att vidarebefordra ansvaret för de miljömässiga, sociala och styremässiga principerna till de portfölj företag som de investerar i. EESK skulle välkomna utarbetandet av en liknande uppsättning principer för hedgefonder.

## 2. Ägare, förvaltare och investerare

2.1 De flesta företag i EU:s medlemsländer har privata ägare, ofta familjer. När familjen slutligen släpper kontrollen kan företaget köpas upp av ett annat företag (utförsäljning), säljas till ett private equity-företag (uppköp) eller omvandlas till offentligt företag genom ett första teckningserbjudande på börsen (börsnotering). Grundsynen i det familjeägda företaget präglas i allmänhet av långsiktighet i kombination med ägaransvar för intressenterna, i synnerhet arbetskraften.

2.2 Vissa företag vill ha private equity som stöd i de tidigaste skedena av företagets utveckling. *Såddkapital* används för att studera, utvärdera och utveckla ursprungskonceptet för varan eller tjänsten. *Startkapital* ges till företag för produktutveckling och inledande marknadsföring. Entreprenören måste vanligtvis lita till familj och vänner för att få detta spekulationskapital, men företagsänglar och riskkapitalbolag kan också bidra med investeringar. *Expansionskapital* används för att finansiera ett företags tillväxt. Det är inte ovanligt att riskkapitalföretag går in i detta skede.

2.3 Private equity-fonder investerar i privata företag via företagsförvärv (*buy out*). Detta kan innebära att den familj som grundat företaget helt avyttrar det (*exit*), eller att företaget tas från börsen och blir privat. I fråga om *företagsuppköp av företagsledningen* är det den nuvarande företagsledningen som är köpare, vanligtvis med stöd från private equity-fonder. I detta sammanhang finansieras också företagsuppköp av de anställda av equity-fonder. *Ersättningskapital* är köp av aktier i ett befintligt privat företag från en annan private equity-fond. Denna typ av transaktion ger den första fonden möjlighet att komma åt värden i tid – de flesta private equity-fonder existerar under en begränsad tid.

2.4 Företagssammanslagningar och företagsförvärv är en viktig faktor i företagsvärlden. Växande företag gör företagsförvärv som de vanligtvis finansierar med lån eller eget kapital. De företag som köps upp har ofta värdefulla tillgångar som ledningen inte utnyttjar på ett optimalt sätt.

2.5 När företag börjar visa tecken på konkurs eller problem kan de räddas. Eventuellt krävs emellertid extrema åtgärder som påskyndar en industriell omvandling som borde ha ägt rum tidigare, med påverkan på aktieägarnas, arbetstagarnas och andra aktörers sociala och ekonomiska intressen. Resultatet kan bli en kursomläggning från den nya ledningens sida, en räddningsaktion via förvärv, private equity-fonders uppköp eller en ombildning i samband med insolvens.

2.6 De flesta kapitalinvesteringar sker genom *börsnotering* – företagets aktier säljs på en aktiebörs. Kapitalmarknaderna har internationaliserats i avsevärd utsträckning. De som investerar på börsen påverkar den industriella omvandlingen genom börsen när de köper aktier som uppfyller förväntningarna och säljer aktier som inte gör det. Konventionella institutionella fondförvaltare tar ingen aktiv del i företagsförvaltningen. De för fram sina åsikter till företagsledningen och kan be styrelsen att byta ut företagsledningen, men i slutändan påverkar de den industriella omvandlingen genom att avyttra eller köpa aktier, och genom att stödja eller motverka företagsförvärv och företagssammanslagningar och transaktioner med alternativa investeringsfonder.

2.7 Investeringar i aktier är ett ganska riskabelt alternativ när det gäller investeringsmöjligheter. Investerare köper aktier eftersom de förväntar sig att dessa kommer att stiga i värde. Aktieportföljernas genomsnittliga värde stiger också med tiden, men både marknader och enskilda aktier går upp och ned i värde. Konventionella institutionella fondförvaltare köper och säljer i olika konjunkturlägen i en strävan att optimera innehavets värde, men investeringarna är utsatta för börsmarknadens nyckler.

2.8 Konventionella institutionella fonder förvaltar pensioner, försäkringsfonder och gemensamma fonder. Dessutom har personer med stor nettoförmögenhet avsevärda tillgångar, varav ca en tredjedel ingår i de andra fonder som förtecknas nedan. Alla konventionella investerare försöker minska nackdelarna med exponeringen på börsen. Ett sätt är att vända sig till förvaltare av alternativa investeringsfonder. Personer med stor nettoförmögenhet har finansierat hedgefondernas stora expansion.

2.9 Uppgifter från *International Financial Services*, London, gör det lättare att se proportionerna på denna finansieringsform. De globala förvaltade tillgångarna 2007 (i miljarder amerikanska dollar) beräknades till följande:

Pensionsfonder	28,2	Statliga investeringsfonder	3,3
Försäkringsfonder	19,9		
Gemensamma fonder	26,2	Hedgefonder	2,3
Personer med stor nettoförmögenhet	40,0	Private equity-fonder	2,0

Hedgefondernas och private equity-fondernas relativa betydelse ökade både vad avser koncentration och hävstångseffekt. Statliga investeringsfonder har i stora drag samma mål som konventionella institutionella fonder, och investerar därför också i private equity-fonder och hedgefonder. Den absolut största andelen av de tillgångar som förvaltas av hedgefonder globalt kommer nu från konventionella institutionella fonder, och en tredjedel av dessa tillgångar härrör från pensionsfonder.

2.10 Avkastningen från alternativa investeringsfonder har konsekvent legat högre än konventionella börsinvesteringar. De har i allmänhet framgång i fråga om högrisk-/högvinststrategier. Många hedgefondförvaltare sysslar t.ex. med blankning. Hedgefonden lånar aktier i målföretaget. Dessa erhålls från aktieägaren av en mäklare mot en avgift. Hedgefonden säljer därefter aktierna eftersom man förväntar sig att priset kommer att falla. Så småningom måste hedgefonden köpa tillbaka aktierna för att återlämna dem till ägaren. Om aktiepriset har fallit gör fonden en vinst, som dock är begränsad till 100 % av den berörda summan. Om priset går upp finns ingen gräns för hur stor förlusten kan bli. Blankning är alltså en högriskinvestering.

2.11 Hedgefonder har också en roll i företagssammanslagningar och företagsförvärv, vanligtvis genom att köpa aktier i målföretaget och sälja köparens aktier. Eftersom det finns en risk för att transaktionen kan blockeras kan hedgefonder aktivt engagera sig i företagsledningen för att minska den risken. Förutom att engagera sig i transaktioner i samband med företagssammanslagningar och företagsförvärv kan hedgefonder också söka påverka företagsförvaltningen i syfte att framkalla en transaktion. Detta innebär stora risker.

2.12 När ett företag hamnar i svårigheter säljer konventionella investeringsfonder sitt innehav. Alternativa investeringsfonder är särskilt intresserade av osäkra fordringar, som ofta är mycket billiga. Dessa ger sedan de alternativa investeringsfonderna stort

inflytande i de efterföljande förhandlingarna. Ofta får fonden tillbaka pengarna, och mer därtill, i samband med konkursen. Om företaget ombildas kan fonden byta skulden mot aktiekapital som kan bli lönsamt om aktierna stiger i värde. En ombildning är bra för företagets aktieägare eftersom verksamheten kan fortsätta som tidigare. Investeringar i osäkra fordringar är helt klart riskabla. Fonden kan göra en vinst eftersom den är beredd att kliva in när alla andra försvinner.

2.13 En *leveraged buy-out* (LBO, lånefinansierat företagsköp) är en private equity-transaktion som präglas av hög risk. Investeringsfonden gör ett förvärv utan att själv stå för särskilt mycket av det kapital som krävs för affären. Transaktionen finansieras vanligen genom banklån och skräpobligationer med målföretagets tillgångar som säkerhet. Allt detta förutsätter att kassaflödet i målföretaget ska täcka räntebetalningar och amorteringar på lånet. I den nuvarande krisen har det visat sig att många sådana transaktioner inte fungerar som det var tänkt.

2.14 I detta avsnitt har bakgrunden till de alternativa investeringsfondernas funktionssätt redovisats. Den verksamhet som normalt sett bedrivs i alternativa investeringsfonder och statliga investeringsfonder beskrivs i följande avsnitt, även om fonderna i praktiken inte håller sig strikt till denna indelning. Private equity-fonder kan bedriva verksamhet på hedgefondernas område och omvänt. Statliga investeringsfonder investerar i båda.

### 3. Private equity-fonder

3.1 Private equity-fonder är privat förvaltade kapitalreserver som bildats för att göra investeringar i privata företag. Normalt sett är de kommanditbolag. Investeringsfokus för private equity-fonderna är riskkapital, ersättningskapital, osäkra fordringar och uppköp. En private equity-fond har en levnadstid på 7–10 år. Syftet med fonden är att avyttra innehavet med vinst innan den avslutas. Investeringstiden är normalt sett 3–5 år, men kan vara upp till 10 år. Ersättningskapital innebär att fonden kan avslutas innan alla dess investeringar är mogna.

3.2 Eftersom private equity-fonder har en stark inriktning mot sådd- och riskkapital och mot förvärv av osäkra fordringar och finansiering av uppköp är private equity en viktig drivkraft för industriell omvandling. I ett yttrande från senare tid <sup>(5)</sup> har EESK ställt sig bakom den roll som riskkapitalet har. Den stora ökningen av det kapital som samlats i private equity-fonder mellan 2004 och 2007 fick också avsevärda konsekvenser för den industriella omvandlingen i Europa, i synnerhet genom att tillhandahålla kapital för *leveraged buy-outs*, genom att finansiera företagssammanslagningar och företagsförvärv och genom uppköp av osäkra fordringar.

(5) EUT C 100, 30.4.2009, s. 15: Yttrande från EESK om kommissionens meddelande om avlägsnande av hinder för gränsöverskridande investeringar från riskkapitalfonder (KOM(2007) 853 slutlig).

3.3 Uppköp är huvudinriktningen för private equity-fondernas verksamhet. Det finns många metodproblem när det gäller att bedöma konsekvenserna av private equity-fondernas uppköp för den industriella omvandlingen. Som WMP har påpekat finns frågan om "det kontrafaktiska". Vad skulle ha hänt med det berörda företaget om private equity-fonderna inte hade trätt in? Vi har uppgifter om företagets resultat, men mot vilka referenspunkter ska det mätas? Hur förklarar vi att de företag som köpts upp av private equity-fonder inte är en slumpmässigt utvald samling?

3.4 Det normala är att jämföra konsekvenserna av uppköp i förhållande till en grupp liknande företag som inte köptes upp. En korrekt jämförelse borde emellertid omfatta en grupp jämförbara företag som genomgått företagsförvärv. Det skulle förvåna om företagsförvärvet ledde till en industriell omvandling som var mindre radikal än den som skedde i samband med private equity-uppköpet, eftersom syftet med ett företagsförvärv alltid är att öka köparens inkomster. På samma sätt kan man också förvänta sig radikal industriell omvandling efter en konventionell kursomläggning till följd av ett utbyte av företagsledningen.

3.5 Åren 2005–2007 präglades av mycket stora *leveraged buy-outs*. Bankerna lånade ut mycket lättvindigt. Historiskt sett har lånedelen i en *leveraged buy-out* legat på mellan 60 % och 90 %. Denna belåning hamnade nu på balansräkningarna i private equity-fondens portföljföretag i stället för i själva private equity-fonden. Belåningen är mycket spridd och utgör inte någon systemrisk i sig. IOSCO har emellertid slagit fast att många portföljföretag med hög belåningsgrad i private equity-fonder kan gå omkull, vilket skulle påverka långivare, skuldköpare och private equity-fondens partner som t.ex. pensionsfonder. Med avseende på industriell omvandling riktas det största hotet mot aktörerna i de berörda företagen. Omorganisation och rekonstruktion av dessa företag bör i så hög grad som möjligt ske med berörda parter medgivande.

3.6 WMP har undersökt beläggen i fråga om fem aspekter av private equity-fondernas inflytande på den industriella omvandlingen på bolagsnivå. De lyckades inte komma fram till några definitiva slutsatser på grund av metodologiska problem och andra begränsningar i analysen.

3.7 Om man ser till företagets resultat, vinster och värdeskapande är resultatet helt tydligt positivt. En viktig slutsats när man ser på undersökningsresultaten i fråga om private equity-fondernas inflytande på det genomsnittliga mervärde som tillförs målföretagen är dock att resultaten inte förklarar i vilken mån den värdeökning som observerats beror på att värde verkligen skapats snarare än att värde fångats ("value appropriation").

3.8 När det gäller sysselsättningen är effekten på antalet anställda i målföretagen den mest omstridda frågan i den

pågående debatten om private equity-fonderna. Det finns en mängd motstridiga studier gjorda ur både private equity-branschens och fackföreningarnas perspektiv. Enligt en studie som Harvard gjort för Världsekonomiska forumets räkning och som citeras av WMP, ledde private equity-investeringar till större förluster av arbetstillfällen än i kontrollgruppen. Eftersom private equity-fonder ofta tar över svagare företag, där sysselsättningsnivån förmodligen redan var ohållbar, är det dock möjligt att omstrukturering och friställningar ändå hade varit nödvändiga.

3.9 Harvardstudien visar också att företag som kontrolleras av private equity-fonder är mer benägna till "kreativ förstörelse" och att det är dubbelt så vanligt med förvärv, försäljning, nya anläggningar och nedläggningar i dessa företag än i andra företag. Under de två första åren efter det att en private equity-fond tagit över ett företag påverkas 24 % av arbetstagarna av detta. Detta är inte förvånande i de fall där det sker en omstrukturering och en omorganisation.

3.10 När det gäller utvecklingen av löner och arbetsvillkor är private equity-fondernas inverkan återigen mycket omstridd. Det finns belägg för båda sidornas argument, men WMP har på grund av bristen på systematisk datainsamling inte lyckats komma fram till någon definitiv slutsats.

3.11 När det gäller dialogen mellan arbetsmarknadsparterna, informationen och samrådet på företagsnivå har det knappast bedrivits någon betydande forskning. Empiriska belägg visar att befintliga arrangemang och förhållandena till fackföreningarna i vissa fall respekteras och i andra inte. Ett stort problem är att relevanta EU-direktiv på arbetsmarknadsområdet inte alltid är tillämpliga när företag köps upp av private equity-fonder.

3.12 När det gäller ledningsmetoder, företagskultur och styrning har Harvard också gjort en insats. WMP drar slutsatsen att private equity-fonderna har som främsta effekt att de ökar uppföljningen av företagets resultat samt friställer arbetstagare och lägger ned anläggningar som inte når upp till prestationskraven. WMP citerar också Europeiska fackföreningsinstitutet, som förklarar att private equity-fonderna med sin snäva inriktning på att uppnå operationella mål inte har vare sig en ideologisk eller sentimental inställning till kollektivförhandlingar och medbestämmande.

3.13 Här följer en swot-analys av private equity-fonderna, med kommentarer av föredraganden:

	Starka sidor	Svaga sidor
Mikrodimension	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Säddkapital, riskkapital i allmänhet</li> <li>— Sakkunskap/nätverkskunskap</li> <li>— Ledningsstruktur</li> <li>— Finansiella resurser för fusioner och förvärv och tillväxtstrategier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— -Ofta överdrivna vinstförväntningar, men i proportion till riskerna</li> <li>— Finansiella kostnader / externa effekter <i>Vid leveraged buy-outs</i></li> <li>— Inriktning endast på medellång sikt</li> <li>— Stark inriktning på finanser/aktieägare</li> <li>— Ofta högriskstrategi <i>Det är ett affärsområde med risker och belöningar</i></li> </ul>
Bredare dimension	<p><b>Möjligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Värdeskapande</li> <li>— Ökad konkurrenskraft</li> <li>— Tillväxt och nya arbetstillfällen</li> <li>— Ökad flexibilitet</li> </ul>	<p><b>Hot</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Belåningsstrategi – <i>vid mycket stora leveraged buy-outs</i></li> <li>— Finansiell återförsäkring - <i>dito</i></li> <li>— Risk för stabil utveckling – <i>dito</i></li> <li>— Sysselsättning och arbetsvillkor <i>kom ihåg det kontrafaktiska</i></li> <li>— Bristande långsiktighet</li> <li>— Konkurs – <i>vid mycket stora leveraged buy-outs</i></li> </ul>

#### 4. Hedgefonder

4.1 Hedgefonderna är kommanditbolag. Portföljen förvaltas av en investeringsförvaltare. Övrig verksamhet delegeras till en *prime broker* (PB) och en administratör. Många fonder har sitt säte i finansiella centrum i utlandet, t.ex. på Caymanöarna, för att värdeökningen på fonderna inte ska beskattas. Investeringarna beskattas på vinsterna i sina hemländer. Investeringsförvaltarna, som för det mesta är baserade i USA eller London, betalar skatter på sina höga avgifter i de länder där de är baserade.

4.2 I en artikel i Sveriges riksbanks tidskrift Penning- och valutapolitik 2009:1 beskrivs tillväxten på hedgefondsmarknaden från 1996, när det fanns 2 000 fonder över hela världen som förvaltade tillgångar till ett värde motsvarande cirka 135 miljarder US-dollar, till slutet av 2007, när det fanns 10 000 fonder som förvaltade 2 000 miljarder US-dollar.

4.3 *Prime brokerage* är den generiska benämningen på tjänster som tillhandahålls av investeringsbanker och värdepappersföretag och som hedgefonderna inte skulle kunna klara sig utan. Det handlar bland annat om globala depåtjänster för fondens tillgångar, utlåning av värdepapper för blankning, finansiering av belåning och tekniska tjänster. Med tanke på vilken central roll *prime brokers* spelar på hedgefondsmarknaden anser många iakttagare att de uppgifter som behövs för att övervaka systemrisken borde inhämtas från det begränsade antalet *prime brokers* och inte från varje enskild hedgefond.

4.4 Cirka 20 *prime brokers* täcker in 90 % av den sammanlagda hedgefondssektorn. 30–40 % av världens alla *prime brokers* är baserade i London. Av hedgefonderna befinner sig 60 % i USA, 20 % i London och 20 % i resten av världen. London är hembas för mellan 80 och 90 % av hedgefondsmarknaden i EU. Tillsynen över förvaltarna vid de alternativa investeringsfonderna i London utövas av UK Financial Services Authority (FSA).

4.5 Hedgefonderna erbjuder en absolut avkastning på investeringar med förhållandevis låg volatilitet i stort sett oavsett om en enskild investeringsmarknad går upp eller ned. De gör detta genom *hedging* (riskgardering). De genomför sina strategier med hjälp av derivatkontrakt och brukar öka avkastningen genom att ta ökade lån som sedan investeras.

4.6 De använder sig av ett brett spektrum av färdigheter och strategier, från de mest banala till de mest riskabla. De använder sig av en rad olika strategier för att ta globala positioner när det gäller bland annat marknader, valutors, råvarors och räntesatsers utveckling. Dessa gör att handeln växer utan att den industriella omvandlingen påverkas direkt. Vissa använder sig av överlägsen forskning och förmåga att välja ut de bästa aktierna för att köpa de bästa idéerna och blankar sedan dem som de tror kommer att prestera mindre bra. Andra använder datasystem för att beräkna det "verkliga" värdet på en tillgång jämfört med en annan för att därefter blanka den ena och köpa den andra.

4.7 Blankning är alltså ett centralt inslag i hedgefondernas verksamhet. Brittiska FSA förklarade i september 2008 att blankning är "en laglig investeringsteknik under normala marknadsförhållanden". Blankarna är ekonomiska aktörer. De pekar ofta på en obehaglig sanning om den finansiella ställningen hos de bolag vilkas aktier de säljer – att de inte är lika värdefulla som människor tror att de är. I detta avseende är de finansmarknadernas motsvarighet till pojken som påpekade att kejsaren inte hade några kläder på sig. Under vissa omständigheter skulle blankning kunna förstärka problem som annars skulle vara kortsiktiga för välmående företag och därför kunna leda till att företaget skulle genomföra industriell omstrukturering. Den kan också komma att fördjupa börskriser med följder för hela börssystemet på grund av effekten av marknadsvärderingsregeln. Myndigheterna införde ett förbud mot blankning av bankaktier när den finansiella krisen började breda ut sig. Att införa ett förbud är fortfarande ett politiskt alternativ för tillsynsmyndigheterna när de anser att marknadsförhållandena är anormala.

4.8 Det är med *händelsedrivna* strategier som hedgefonderna har eller kan ha ett stort inflytande på industriella omvandlingar. Hedgefonderna söker rätt på investeringsmöjligheter i samband med företagshändelser. Innehavet brukar i sådana situationer ofta vara mellan ett och tre år. Ett exempel är arbitrage vid företagsfusioner. Ibland blir hedgefonderna proaktiva och tar en liten spekulativ risk för att provocera fram en händelse, såsom hände med ABN AMRO. När investeringen är betydande och fonden har ett aktivt ägarengagemang kommer detta oundvikligen att leda till snabbare industriella omvandlingar. Medan det finns viktiga belegg för att hedgefondernas investeringar ökar värdet på målföretagen finns det ingen eller endast begränsad forskning om effekterna på sysselsättningen och de sociala effekterna. Hedgefonderna är de största köparna av värdepapper i krisbolag, ett annat händelsedrivet tillfälle.

4.9 Federal reserves räddning av hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) 1998 med motiveringen att den var "för stor för att misslyckas" har lett till att hedgefonderna kommit att betraktas som en potentiell systemrisk, även om räddningen så här i efterhand betraktas som mindre välbetänkt. Sedan dess har *prime brokers* fått upp ögonen för riskerna i förbindelserna med hedgefonderna, och i slutändan var det Lehman Brothers fallissemang, en reglerad bank, som förorsakade kollapsen. Hedgefonderna var inte på långa vägar så skuldsatta som de reglerade bankerna.

4.10 I artikeln i Penning- och valutapolitik (som nämns ovan) undersöks den roll som hedgefonderna spelar i finansiella kriser och framför allt idén att de skulle agera i samförstånd för att skapa vågor. Man har inte kunnat finna några belegg för detta i den europeiska valutakrisen (1992), Asienkrisen (1997) eller i IT-bubblan (2002). När det gäller den rådande krisen har denna påverkat fonderna mer än vad fonderna påverkat krisen.

4.11 I studien undersöktes också om hedgefonderna utgör ett större hot mot den finansiella stabiliteten än andra investerare. Man kom fram till att enskilda fonders inflytande på marknaden som helhet är begränsat, inte minst eftersom hedgefondernas tillgångar är fördelade på 10 000 fonder. Sannolikt bidrog de dock

tillsammans med alla andra institutionella investerare till att framkalla krisen.

4.12 Medan hedgefonderna har ett mindre påtagligt inflytande på den industriella omvandlingen än private equity-fonderna finns det fortfarande anledning att vara orolig över deras potentiella inflytande, inte minst på grund av bristen på insyn i deras strategier, deras investeringar och deras säte. EESK ställer sig därför bakom de sex överordnade principer som nämns i IOSCO:s nyligen (juni 2009) publicerade rapport om regleringen av hedgefonder, som utarbetades som ett stöd till G20-initiativet. Det handlar om följande principer:

- Obligatorisk registrering av förvaltare/rådgivare vid hedgefonder.
- Rättsliga krav avseende organisatoriska normer, intressekonflikter, rapportering och tillsynsbestämmelser.
- Obligatorisk registrering av, reglering av och tillsyn över *prime brokers*.
- Hedgefonderna/*Prime brokers* ska tillhandahålla relevanta upplysningar för att systemrisken ska kunna bedömas.
- Tillsynsmyndigheterna ska ge vägledning om bästa praxis.
- Internationellt samarbete mellan tillsynsmyndigheter.

Fördelen med en internationell överenskommelse är att det motverkar "tillsynsarbitrage".

4.13 Här följer en swot-analys för hedgefonderna, *med kommentarer* av föredraganden:

	Starka sidor	Svaga sidor
<b>Mikrodimension</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Värdökning för noterade bolag</li> <li>— Inriktning på effektiva marknader</li> <li>— Köpare "i sista hand"</li> <li>— Förvärv av riskabla tillgångar / värdepapper i krisbolag</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Kortsiktighet <i>de har ingen roll på lång sikt</i></li> <li>— "Flockmentalitet"/"flockbeteende" <i>har inte bevisats eller konstaterats</i></li> <li>— Öppenheten om riskerna</li> <li>— Externa effekter</li> </ul>
	Möjligheter	Hot
<b>Bredare dimension</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Likviditet på de finansiella marknaderna</li> <li>— Övervinna marknadsmisslyckanden (i fallet med aktiva investerare)</li> <li>— Finansiella innovationer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Belåning/systemrisk</li> <li>— <i>har inte bevisats</i></li> <li>— Manipulering av marknader</li> <li>— <i>Absolut inte</i></li> <li>— De finansiella reserverna uttöms <i>Mer ett problem för private equity-fonderna</i></li> <li>— Fokusering på finansieringslösningar</li> <li>— Högriskstrategi – <i>med stor belöning</i></li> </ul>

## 5. Statliga investeringsfonder

5.1 En statlig investeringsfond är inte en alternativ investeringsfond. Det är en statligt ägd penningreserv som investeras i en portfölj av finansiella tillgångar. Dess främsta uppgift är att stabilisera landets ekonomi genom diversifiering och att generera välstånd för framtida generationer. Det finns för närvarande 20 större fonder med ett sammanlagt innehav på uppskattningsvis över 3 triljoner US-dollar i tillgångar. De statliga investeringsfonderna finansieras i allmänhet med antingen vinster från försäljning av råvaror, t.ex. olja och gas i Mellanöstern, eller överskott i bytesbalansen, som i Kina. Om man ser på den globala ekonomin ur ett makroperspektiv har de statliga investeringsfonderna helt klart två viktiga uppgifter. De för tillbaka medel till OECD-ländernas ekonomier och rättar på så sätt till globala obalanser, och genom att hålla sina överskott borta från den inhemska ekonomin minskar de risken för inhemska inflation.

5.2 De största statliga investeringsfonderna är enligt WMP följande:

Land	Fond	Tillgångar i miljarder US-dollar
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627
Saudiarabien	SAMA Foreign Holdings	431
Kina	SAFE Investment Company	347
Norge	Statens pensjonsfond – Utland	326
Singapore	Gov't Investment Corporation	248
Ryssland	Statliga reservfonden ( <i>Gosudarstvennyj rezervnyj nakopitelnyj fond</i> )	220
Kuwait	Kuwait Investment Authority	203

5.3 De investerar på lång sikt och i de flesta fall utan belåning. De brukar ha högre risktolerans och förväntar sig större avkastning än de traditionella officiella reserverna, som förvaltas av de monetära myndigheterna. De är i allmänhet passiva investerare men kan ha stort inflytande. Den norska pensionsfondens investeringar underkastas t.ex. en etisk prövning i enlighet med principerna för ansvarsfulla investeringar.

5.4 De statliga investeringsfondernas framväxt är ett tecken på en större förskjutning i strukturen på de globala finansmarknaderna. Enligt prognoser från Internationella valutafonden kommer de statliga investeringsfondernas sammanlagda förmögenhet inom fem år att uppgå till 6–10 triljoner US-dollar. De statliga investeringsfonderna har gjort en rad större investeringar i finansiella institutioner som hamnat i svårigheter under krisen. Dessa fonder framväxt är en central faktor i de internationella investeringarna, och när tillsynsfrågorna lösts kommer fonderna att spela en stor roll vid utformningen av den globala ekonomin.

5.5 Många OECD-länders regeringar har framhållit vikten av att man övervakar och möjligen reglerar de statliga investeringsfonderna. Det finns en oro för att de statliga investeringsfondernas investeringar utgör ett hot mot den nationella säkerheten, och bristen på insyn i dem har underblåst denna debatt. Detta framkallar i sin tur protektionism och ekonomisk nationalism bland mottagarländerna. En annan källa till oro är att det inte finns någon redovisningsskyldighet, vilket kan leda till att de statliga

investeringsfonderna snedvrider eller destabiliserar finansmarknaderna. Denna oro skulle minska om mer information spreds om styrningen. Genom att skapa en informationsmekanism som präglas av öppenhet, trovärdighet och pålitlighet skulle den mesta oron minska.

5.6 Det finns inga verkliga belegg för att de statliga investeringsfonderna har politiska eller strategiska skäl för sina investeringar.

Strategiska åtgärder som vidtagits av vissa utvecklingsländer verkar ha vidtagits av statsägda företag snarare än av statliga investeringsfonder. Gazproms förvärv är ett typexempel, liksom Chinalcos misslyckade bud på andelar i Rio Tinto. Kina försöker låsa energireserver över hela världen genom att erbjuda lån till olika länders regeringar genom sina två politiskt viktiga banker – China Development Bank och Export-Import Bank of China.

5.7 2008 inleddes ett dubbelt internationellt initiativ för att reglera förbindelserna mellan fonderna och OECD-länderna. OECD har utarbetat riktlinjer för mottagarländerna, medan Internationella valutafonden har arbetat med den internationella arbetsgruppen (IWG) för att utveckla Santiagoprinciperna, som handlar om

- den rättsliga ramen och målen för fonderna,
- den institutionella ramen och styrstrukturen, och
- ramen för investeringar och riskhantering.

5.8 För att de statliga investeringsfondernas investeringar helt ska kunna bidra till OECD-ländernas ekonomier, måste de öka öppenheten och informationen, framför allt i fråga om styrning, strategier och investeringsmål. De kommer återigen att behöva bekräfta sitt engagemang för marknadsekonomin för att få frihet att investera. Deras regeringar måste vara beredda att godta ömsidiga investeringar från OECD-länderna.

5.9 Vid den internationella arbetsgruppens möte i Kuwait i april 2009 inrättade de statliga investeringsfonderna ett forum med ständiga representanter som ska fortsätta gruppens arbete. Medan principerna är ett viktigt steg framåt kommer mer att behöva göras när det gäller

- förbindelserna med mottagarländerna,
- informationskrav och informationsnormer, och
- normer för efterlevnad, referensvärden och sanktioner.

Utan denna ökade öppenhet skulle de statliga investeringsfonderna kunna bli en destabiliserande faktor i makroekonomin.

5.10 På företagsnivå är de statliga investeringsfonderna inte direkta aktörer för industriell omvandling även om de indirekt är viktiga investerare i alternativa investeringsfonder. Med sin allt större ekonomiska makt håller de dock på att bli viktiga aktieägare i ledande bolag. EESK anser därför att de statliga investeringsfonderna bör följa den norska pensionsfondens exempel och ansluta sig till principerna för ansvarsfulla investeringar.



5.11 Här följer en swot-analys för de statliga investeringsfonderna, med kommentarer av föredraganden:

---

<b>Mikrodimension</b>	<b>Starka sidor</b>	<b>Svaga sidor</b>
	<ul style="list-style-type: none"><li>— Långsiktighet</li><li>— Köpare "i sista hand"</li><li>— Ökade finansiella resurser</li><li>— Starkare band till de industriella marknaderna</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>— Bristande autonomi hos nationella intressenter</li><li>— Bristande insyn</li><li>— <i>Santiagoprinciperna ska tillämpas i båda fallen</i></li></ul>
	<b>Möjligheter</b>	<b>Hot</b>
	<ul style="list-style-type: none"><li>— Inriktning på intressenterna</li><li>— Sunda finansieringslösningar</li><li>— Inträde på nya marknader</li><li>— <i>Potentiellt inflytande på alternativa investeringsfonder</i></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>— Fokusering på politiska mål – osäkra avsikter på lång sikt</li><li>— Rikedom koncentreras som undgår demokratisk kontroll</li><li>— <i>Tas delvis upp i Santiagoprinciperna</i></li></ul>

---

Bryssel den 5 november 2009

Europeiska ekonomiska och sociala kommitténs  
ordförande  
Mario SEPI

---