

## Internationale conjunctuur

### Uiteenlopende ontwikkelingen in de VS

Juist nu de markten zo op zoek zijn naar duidelijke signalen waar het met de economie naar toe gaat, blijven de berichten rond de Amerikaanse economie wisselend. De index van inkopers bij het bedrijfsleven toonde met een stijging van 47 tot 47,6 de tweede stijging in successie, na het dieptepunt van 45,2 in augustus. Het niveau blijft echter voor de zesde achtereenvolgende maand onder de 50, hetgeen wijst op een naderende recessie. De exportorders ontwikkelen zich echter gunstig. Van de ondervraagden maakt 19% melding van een stijging, tegenover 8% die een daling melden. Uit het 'Tan Book', dat een belangrijke basis vormt voor het beleid van de Fed, blijkt dat de vraag naar duurzame consumentenproducten zwak blijft, maar de vraag naar de andere consumptiegoederen herstelde zich. De computer- en elektronica-industrie heeft het moeilijk, zo blijkt uit het rapport, terwijl ook de producenten van bouw- machines en zware trucks het moeilijker krijgen. De order- ontvangst voor kantoorapparatuur vlakkt af. Erg gunstig daarentegen zijn de ontwikkelingen in de vliegtuigindustrie en bij de producenten van landbouwwerktuigen. De werk- loosheid bleef in oktober 5,3%. Boven verwachting was echter het aantal nieuwe banen, dat 223.000 bedroeg. Deze groei was volledig te danken aan de groei van het aantal banen in de dienstensector met 236.000. In de industrie loopt het aantal arbeidsplaatsen al een tijdje terug, in oktober met 13.000. Overigens is de toename van het aantal banen mede het gevolg van het teruggelopen aantal stakingen, waardoor weer 47.500 werknemers op de loonlijsten terugkeerden.

In het derde kwartaal groeide de Amerikaanse econo- mie met 2,5% op jaarbasis. Over de eerste drie kwartalen komt de groei nu uit op 3,7% op jaarbasis. Een forse meevaller vormde daarbij de zogenaamde deflator, de over het volledige bnp berekende inflatie, die daalde tot 2,9%. In het tweede kwartaal bedroeg de deflator nog 4,6%.

### Amerikaanse politici besluiteloos

De Amerikaanse begrotingsproblematiek blijft de aan- dacht vragen. De noodzakelijke bezuinigingen uit hoofde van de Gramm-Rudman wet zijn nog steeds niet gehaald. De kans wordt daarmee steeds groter dat men, bij gebrek aan overeenstemming binnen de politiek, gedwongen wordt zich te onderwerpen aan de automatische bezuinig- ingen zoals die zijn vastgelegd in deze wet. Inmiddels wordt binnen de Amerikaanse politiek ook al gesproken over een accuut betalingsprobleem. Momenteel kunnen de noodzakelijke gelden niet worden geleend, daar men aan het wettelijke plafond zit. Dit was tijdelijk verhoogd tot \$ 28,7 mln, maar de periode waarvoor deze tijdelijke verho- ging gold is afgelopen en daardoor is het plafond nu weer terug op \$ 28 mln. Besluiten over een nieuwe, tijdelijke verhoging worden door de politieke partijen gekoppeld aan andere hete politieke hangijzers, met als gevolg dat er niets gebeurd en de Amerikaanse overheid voor het eerst in de

geschiedenis niet in staat zou zijn om aan zijn betalings- verplichtingen te voldoen.

Het Japanse handelsoverschot is in september voor de zevende maand in successie gedaald van \$ 8,8 mrd. vorig jaar tot \$ 7,8 mrd. dit jaar, dank zij een 4,1% hogere export en met 13,6% toegenomen importen (tot \$ 13,9 mrd). De teruggang in het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans was nog forser: van \$ 7,6 mrd tot \$ 5,2 mrd. De kapitaalrekening vertoonde een hoger tekort van \$ 10,6 mrd. Tegenover aanhoudend hoge Japanse investeringen in het buitenland, inclusief \$ 7,8 mrd. aan obligatie-aanko- pen stonden lagere aankopen van Japanse effecten door buitenlandse investeerders. Het Duitse handelsoverschot groeide in september verder tot DM 12,4 mrd. tegen DM 11,2 mrd. in augustus. Over de eerste drie kwartalen van dit jaar bedraagt het handelsoverschot DM 105 mrd, 15% meer dan in dezelfde periode van vorig jaar.

## Valuta's en rente

### Britse pond onderuit

Op de valutamarkten stonden de Amerikaanse dollar en vooral het Britse pond onder druk, al lijkt er enige bodem- vorming te bespeuren. De Duitse mark kon zich daarente- gen in een grote belangstelling verheugen en wist ook ten opzichte van andere traditioneel sterke valuta terrein te winnen. In dit verband valt te denken aan de yen en de Nederlandse gulden. De hoge rente die hieraan ten grond- slag ligt ondervindt ook in Duitsland zelf kritiek. De tegen- vallende inflatie, die in oktober opliep tot 3,3%, zal deze kritiek mogelijk enigszins ontkrachten. De berekening van de inflatie in Duitsland zal worden aangepast aan een meer bij deze tijd horend pakket producten, waarmee de inflatie iets lager uitkomt. Wel heeft het krappe monetaire beleid ertoe geleid dat de groei van de geldhoeveelheid inmiddels is teruggelopen tot onder het streefcijfer van de Bundes- bank van 5%.

Het Britse pond had het zwaar te verduren. Het pond maakte toch al moeilijke tijden door, doordat de inmiddels verstikkende rentetarieven de Britse economie nog nauwe- lijks hebben kunnen intomen. Met het aftreden van minister van Financiën Nigel Lawson kreeg het pond een nieuwe dreun. Lawson had blijkbaar genoeg van de beperkingen die hem werden opgelegd door premier Thatcher, die aan de mening van haar financieel adviseur meer waarde leek te hechten. Enkele dagen na zijn vertrek als minister hield Lawson in het Lagerhuis alsnog een vurig pleidooi voor de toetreding van het pond tot het EMS. Het huidige beleid komt er op neer dat de toetreding zo lang mogelijk wordt uitgesteld. Ook is Lawson voorstander van een veel grotere zelfstandigheid van de Engelse centrale bank. De nieuwe minister van Financiën, John Major heeft echter benadrukt

## Valutakoersen

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 23/10	Koers per 6/11
Amerikaanse dollar	2,30	1,99	2,10	2,09
Engelse pond	3,71	3,26	3,34	3,29
Duitse mark (100)	112,95	112,57	112,94	112,90
Zwitserse frank (100)	133,32	125,95	128,77	128,63
Japanse yen (10.000)	165,01	145,00	147,38	145,51

dat Engeland vasthoudt aan de eerder geformuleerde eisen alvorens wordt overgegaan tot toetreding tot het EMS: een verlaging van het Engelse rentepeil, afschaffing van de belemmeringen in het kapitaalverkeer binnen Europa, liberalisatie van de financiële dienstverlening en een versterkt Europees concurrentiebeleid. Vervolgens heeft Major nog eens het alternatieve plan van de Britten voor het tot stand komen van een Europese economische en monetaire unie toegelicht dat voorziet in een systeem van concurrerende nationale munten in plaats van de Ecu. Het plan dat haaks staat op het rapport van de commissie-Delors kan echter moeilijk anders worden opgevat dan een poging de discussie in Brussel te vertragen.

Ondertussen lijkt de Sovjetunie heel voorzichtig op weg naar een betere verhandelbaarheid van de roebel. In Moskou heeft de eerste deviezenveiling plaatsgevonden. Tot vijf dagen voor de veiling konden belangstellenden inschrijven, waarbij bij aankoop van deviezen een minimum van 10.000 roebel gold en voor verkoop een minimum van 50.000 roebel. De resultaten van de veiling zijn nog niet bekend gemaakt.

### Rente loopt verder op

Nadat de rentetarieven direct na de minicrash op de aandelenbeurzen medio oktober in veel landen even omhoog waren gekomen, is afgezien van de reeds hoge Australische tarieven de stijging weer vrijwel overal hervat. Dit geldt zowel voor de kapitaalmarktrente, als voor de tarieven op de geldmarkt. Daarbij bleef de handel op de obligatiemarkten beperkt, omdat de beleggers bij de heersende onzekerheden er de voorkeur aan geven hun middelen liquide te houden, temeer daar zij op de geldmarkt hogere rente vergoed krijgen.

Dat dit hele jaar voor de obligatiemarkten een niet al te best jaar wordt blijkt ook uit de activiteiten op de internationale emissie markt. Hier werd in de eerste 8 maanden van dit jaar voor een bedrag van \$ 285 mrd. geleend, 6% minder dan in de vergelijkbare periode van vorig jaar. Deze daling is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan een teruggelopen aantal emissies in de laagrentende valuta, zoals yen, Zwitserse frank en Duitse mark. Het volume van de Euro-emissies steeg in de eerste acht maanden van dit jaar overigens wel, namelijk met 12% tot \$ 178 mrd. Deze stijging was vooral toe te schrijven aan de met 90% gestegen emissies door Japanse ondernemingen, emissies die voor een belangrijk deel betrekking hebben op convertibles en leningen met warrants waar slechts een lage rente op behoeft te worden betaald. De uitgifte van dergelijke leningen door Japanse ondernemingen is van tijd tot tijd zelfs zo groot dat sommigen vrezen dat de markt wordt verstoord.

### Rente in Nederland mee omhoog

De rente in Nederland kon zich niet aan de internationale ontwikkeling onttrekken. In Duitsland liepen in reactie op de tegenvallende inflatiecijfers de geldmarkttarieven verder op. Daarbij stelde de Bundesbank te verwachten dat

de meevallende geldgroei niet meer dan een incident zal blijken te zijn. Met een koers van de Dmark die zich boven de f 112,90 bewoog volgde de geldmarkt bij ons deze trend. De tarieven voor interbancaire deposito's liepen hierdoor op tot tegen de 8,5%, bijna 1,5% hoger dan drie maanden geleden. Deze ontwikkeling versterkte de afwachterende houding op de obligatiemarkt, hetgeen zich onder andere uitte in een gemiddelde dagomzet van nog geen f 500 mln. De koersen brokkelden hierbij verder af waardoor de rendementen voor de langstlopende staatsleningen opliepen tot 7,6%. Het rendement op de leningen met een resterende looptijd van 3 tot 5 jaar ligt zelfs op 7,8%.

Onze oosterburen, waar de obligatiemarkt na die van Londen de grootste in Europa is, werden verrast met het afschaffen van de beursbelasting. Weliswaar zat deze al langer in de pen, maar de indicaties waren dat de afschaffing nog drie jaar op zich zou laten wachten. Nu zal 1990 het laatste jaar voor de Duitse beursbelasting zijn. Daarmee komt Nederland overigens wel steeds sterker in een uitzonderingspositie. Als het nieuwe kabinet de initiatieven, om de positie van Amsterdam als financieel centrum te versterken, serieus neemt heeft het geen andere keus dan dit voorbeeld spoedig te volgen. Zo niet, dan zal alleen al het verdedigen van de huidige positie een zeer zware opgave blijken te zijn.

## Internationale beurzen

### Afbrokkelende koersen

De aandelenbeurzen blijven zich vrij sterk roeren, met per saldo een afbrokkelend koerspeil. Alleen de beurs van Kopenhagen bevindt zich de laatste weken in de plus, maar verder zijn het veelal koersdalingen, oplopend tot een kleine 10% in een maand tijd, die het beeld bepaalden. Erg zwak waren Italië, Madrid, Oslo en vooral Londen. Tokio hield de schade beperkt, ook al zorgde de zwakke yen van tijd tot tijd voor druk op het koersniveau van de aandelen.

De beurs van Londen bleef onder druk staan. De jacht op Jaguar heeft er uiteindelijk in geresulteerd dat Ford Motors een bod uitbrengt van ruim 5 mrd. gulden. Daarmee hoopt Ford de fel begeerde entree te verkrijgen in het luxe segment van de markt. Verder was het kommer en kwel. De hoge rente en het zwakke pond vormden duidelijke negatieve factoren, maar ook de cijfers van ICI vormden alles behalve een stimulans. De 12% lagere kwartaalwinst voor belasting deed de aandelenkoers van ICI in een dag met 7% kelderen. Het onverwachte vertrek van minister Lawson versterkte slechts de negatieve stemming.

De scherpe koersstijging in het Belgische fonds Raffinerie Tirlemontoise is inmiddels ook verklaard. De Duitse Südzucker neemt deze grootste suikerbietenverwerker van België over voor een bedrag van circa f 2 mrd.

### Tegenvallende Amerikaanse winstcijfers

New York bevond zich wat betreft de omvang van de koersdalingen in de middenmoot. Inmiddels heeft de kritiek op program trading ertoe geleid dat verschillende huizen wederom te kennen hebben gegeven hiermee te zullen stoppen. De Amerikaanse beurs blijft zich onverminderd vastklampen aan overnames. Deze keer was het onder meer de bieding van Georgia Pacific op Great Northern Nakoosa die de koers van het laatstgenoemde fonds in een keer met \$ 20 deed opveren tot \$ 62. Daarnaast was het United Airlines dat sterk fluctueerde en ruim \$ 11 steeg op het bericht dat nu de beleggersgroep Coniston interesse heeft.

Slecht nieuws blijft afkomstig van de elektronica- en computerindustrie. Compaq verraste de markt onaange-

## Beursindices

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 23/10	Koers per 3/11
VS (Dow Jones)	2791	2145	2663	2630
Engeland (FT-100)	2381	1783	2190	2173
Duitsland (Dax)	1658	1272	1523	1450
Nederland (CBS-koersindex)	211	167	200	190
Tokio (Nikkei)	35.690	30.184	35.586	35.495
Australië (All Ord)	1782	1413	1668	1657

naam met de mededeling dat de verwachtingen voor het vierde kwartaal in neerwaartse richting wordt bijgesteld. De koers tuimelde \$ 17 tot \$ 89. Wang meldde dat na het eerdere ontslag van 5.000 medewerkers nog eens 2500 arbeidsplaatsen zullen verdwijnen, terwijl ook activa tot een bedrag van \$ 800 mln. zullen worden verkocht. Ten gevolge van een eenmalige last van \$ 130 mln. voor belasting boekte Prime een verlies van \$ 105 mln. in het derde kwartaal. Zonder eenmalige lasten en baten zou \$ 12,5 mln. zijn verloren. De omzet daalde van \$ 391 mln. tot \$ 358 mln. Data General moest een verlies rapporteren van \$ 84 mln. na een eenmalige last van \$ 80 mln. Hier werd nog wel een 4% hogere omzet van \$ 357 mln. behaald, het hoogste niveau in 21 jaar. Ook bij Eastman Kodak was het de sector informatiesystemen die in de verliezen is beland, wat ertoe leidde dat het resultaat over het derde kwartaal scherp terugviel van \$ 435 mln. naar \$ 329 mln. IBM maakte al eerder een 30% lagere winst bekend. De omzet in computerwaarden was van tijd tot tijd bijzonder hoog. Uiteraard waren er ook positieve winstberichten, maar vanuit verschillende sectoren werden toch lagere winsten gerapporteerd. In dit verband moet de olie-industrie worden genoemd, maar ook een Sears dat 25% minder verdiende. Ook de belangrijke automobielsector kwam met lagere winsten. Door het toekennen van forse kortingen, ook al op de nieuwe modellen, wordt getracht de verkopen op gang te houden. Toen eind september met de kortingen werd gestopt zakten de verkopen direct met 20% in elkaar. In het derde kwartaal daalde de gezamenlijke winst van de grote drie Amerikaanse autoproducenten met 45% tot \$ 1 mrd.

## Amsterdamse beurs

### Terughoudende stemming

De Amsterdamse effectenbeurs gaf blijk van weinig vertrouwen. De tendens was duidelijk neerwaarts gericht. De stijgende rentetarieven en de toegenomen nervositeit op de aandelenbeurzen waren hier niet vreemd aan. Opvallend was dat bedrijfsberichten in het algemeen vrij negatief werden geïnterpreteerd. Over de tussentijdse mededeling van Wessanen dat de zaken tegen zitten, schrok de beurs erg. De koers van Wessanen ontwikkelde zich al geruime tijd relatief zwak, maar niettemin leverde het bericht een koersval van ruim  $f$  15 op tot  $f$  59, waar slechtes een zeer bescheiden herstel op volgde. De omzetten in aandelen en opties Wessanen waren daarbij bijzonder groot. Alle paniek werd veroorzaakt door de mededeling dat Wessanen voor de tweede helft van dit jaar een winst verwacht in dezelfde orde van grootte als in de eerste helft. De jaarwinst komt daarmee op  $f$  80 mln, ca 13% minder dan vorig jaar. Door uitbreiding van het aantal uitstaande aandelen zal de winstdaling per aandeel 17% bedragen. Deze mededeling kwam als een grote verrassing na het

halfjaarbericht, waarin melding werd gemaakt van een 10% hogere winst. De omslag moet dus scherp zijn. Vooral hogere grondstofprijzen worden als boosdoener genoemd. Tegen de achtergrond van de stabiele winstgroei over een lange reeks van jaren kan de beursreactie niet geheel verwonderen.

### Chemiewaarden lager

Ook de cijfers van AKZO stelden de beurs teleur, zo moet worden geconcludeerd uit de koersreactie met bijna  $f$  4 tot ruim  $f$  129. DSM werd met de goede resultaten beter beloond, al werd de koerswinst met de koersdaling voor AKZO weer grotendeels prijsgegeven.

Bij DSM steeg het bedrijfsresultaat in het derde kwartaal een fractie. Dank zij lagere rentelasten en een hogere bijdrage van de niet-geconsolideerde deelnemingen steeg het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening met 12%. Substantieel lagere buitengewone lasten, waaronder voorzieningen voor reorganisaties, leidden uiteindelijk tot een flinke stijging van de netto winst. Per aandeel nam het resultaat toe van  $f$  4,10 tot  $f$  6,70. Over de eerste negen maanden verdubbelde de winst per aandeel bijna tot  $f$  24,90.

Bij AKZO steeg het bedrijfsresultaat met 16% al moet dit voor een deel worden toegeschreven aan verschuivingen uit de post deelnemingen. Ook hiermede rekening houdend lijkt er echter sprake van een autonome stijging van het bedrijfsresultaat. Deze stijging is opgebouwd uit een teruggang in de chemie, waar vooral de bulkchemie debet aan is en een vooruitgang in de andere sectoren. Daarbij valt de verbetering bij de vezels ten opzichte van de slechte resultaten vorig jaar op.

Gemeten naar de koersreactie had de beurs van AKZO betere cijfers verwacht. De resultaten van AKZO moeten echter worden gezien tegen de achtergrond van het beleid dat gericht is op een geleidelijke vermindering van de conjunctuurgevoeligheid. De kwetsbaarheid is hierdoor duidelijk teruggelopen. Ook dit jaar hebben het beleid en de acquisities in dit teken gestaan.

Ook de cijfers van KLM voldeden niet aan de wensen van de beurs, al bleef de koersdaling hier beperkt tot circa  $f$  1,50. Deze is desondanks opvallend, omdat de trendmatige ontwikkeling bij KLM niet lijkt te zijn doorbroken door de tot  $f$  162 mln. gedaalde kwartaalwinst tegenover  $f$  180 mln. in dezelfde periode vorig jaar. Het bedrijfsresultaat nam in het tweede kwartaal evenals in het eerste kwartaal toe met 19%. Vooral een lager positief saldo van bijzondere baten en lasten, een hogere belastingdruk en toegenomen financieringslasten waren debet aan de winstdaling.

### Nieuwe emissies

Verschiedende emissies werden aangekondigd. De aandelenemissie van Hagemeijer, die in verband met de minicrash was opgeschort, vindt nu tegen een lagere uitgifteprijs alsnog plaats. Stad Rotterdam wil voor  $f$  100 mln. aan nieuw kapitaal aantrekken, waarbij men tegelijkertijd meedeelde voor dit jaar, overeenkomstig de resultaten over de eerste drie kwartalen, een winststijging met 18% te verwachten. Daarnaast kondigde West Invest een opmerkelijke achtergestelde converteerbare obligatielening met winstbewijzen aan. Interessant was ook de emissie van DIM-warrants (deep in the money) door Furness. Fokker kwam met een dubbele emissie van converteerbare obligaties, één in Zwitserse franken en één in guldens, maar de condities leken te scherp gesteld in het huidige klimaat van dalende aandelen- en obligatiekoersen.

Op de boekwinst van  $f$  70 mln. die Bührmann-Tetterode behield bij de verkoop van haar tissue-activiteiten reageerde de beurs niet, hoewel het een bedrag is dat ten substantieel van de jaarwinst van  $f$  164 mln. over 1988 toch substantieel is. Deze reactie lijkt tekenend voor de stemming op het Damrak.

De leveraged buy-outs (LBO's) duiken de laatste maanden weer regelmatig op in de financiële markten. Het niet doorgaan van de financiering van de LBO van United Airlines en de reactie hiervan op de koersen van de junk bonds werd zelfs aangewezen als een van de grote boosdoeners, die de mini-crash van 13 oktober op Wall Street veroorzaakten.

De overname van RJR Nabisco door Kohlberg, Kravis en Roberts, voor een record bedrag van \$ 25 mrd, bracht de term LBO eind vorig jaar op ieders lippen. Toch zijn de LBO's niet iets van het laatste jaar, maar is er gedurende het lopende decennium al sprake van een groeiende stroom LBO's. Nog afgezien van genoemde overname van Nabisco is hiermee dit jaar al een bedrag gemoeid van rond \$ 30 mrd, terwijl dit vorig jaar ruim \$ 40 mrd. was. Het ontzag voor de mammoettransacties maakt inmiddels plaats voor toenemende zorgen bij verschillende instanties. Hierbij gaat het vooral om de mogelijke negatieve consequenties van LBO-financiering. Dit blijkt onder meer uit recente uitspraken van de Fed en uit de hoorzittingen in het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden over dit onderwerp.

Een LBO is een bedrijfsovername waarbij slechts een klein deel met nieuw eigen vermogen wordt gefinancierd. Het overgrote deel van de aandelen van het over te nemen bedrijf wordt gefinancierd met leningen. Met banken en andere financiers wordt afgesproken dat, wanneer de zeggenschap over de onderneming wordt verkregen, leningen beschikbaar komen waarmee de huidige aandeelhouders worden uitgekocht. Eigen vermogen van de onderneming wordt bij een LBO in hoge mate vervangen door vreemd vermogen. Door de relatief bescheiden behoefte aan eigen vermogen neemt het potentieel aantal overnames toe, maar tevens stijgt de risicograad. Na de transactie maakt het eigen vermogen veelal nog slechts 10 tot 15 procent van het totale vermogen van de onderneming uit. Verder wordt de onderneming met schulden gefinancierd. Door de hogere risico's verbonden aan deze leningen ligt de rente hoger dan de rente op leningen van bedrijven met normale vermogensverhoudingen. De uitgevende instellingen noemen ze dan ook wel hoogrentende leningen, maar meer wordt de term junk bonds gebruikt.

Een LBO kan door verschillende partijen worden geïnitieerd. Bij een management buy-out (MBO) worden de aandelen door het zittende management gekocht. Deze kan maar hoeft niet altijd het karakter van een LBO te hebben. In de meeste gevallen zal het management niet al het benodigde eigen vermogen kunnen ophoesten en wordt de hulp ingeroepen van speciale LBO fondsen. In de VS zijn het vooral pensioenfondsen die in dergelijke fondsen deelnemen. Ook in Engeland en Frankrijk zijn dergelijke LBO-fondsen opgezet. Ook is er de vorm van management buy-ins. Bij de buy-ins wordt de bieding uitgebracht door een groep die niet alleen het eigendom overneemt, maar ook het bestuur over de vennootschap zelf ter hand neemt.

### Zware rente- en aflossingsverplichtingen

De lasten van rente en aflossing zijn na de LBO erg hoog. Aanvankelijk koos men voor LBO's ondernemingen met een hoge stabiele cash flow of met veel goed verkoopbare activa of veel liquide middelen. Het risico dat men niet aan de financiële verplichtingen zou kunnen voldoen nam hierdoor af. Wanneer activa verkocht worden, kan de opbrengst worden gebruikt voor het terugbrengen van de schuldenlast. Veel LBO's waren aanvankelijk te vinden in de sector grootwinkelbedrijven en de voedings- en genotmiddelenindustrie. Tussen 1981 en 1988 vonden voor \$ 74

mrd. (exclusief RJR Nabisco) aan leveraged buy-outs in de consumentenindustrie plaats. Dikwijls werd getracht om de cash flow te verhogen. Naast het afstoten van activa kan dit ook gebeuren door in de kosten te snijden. In toenemende mate blijken de financieringslasten na de LBO's te hoog. Heel wat transacties blijken uiteindelijk toch een mislukking te worden, iets dat de betrokkenen uiteraard zoveel mogelijk buiten de publiciteit trachten te houden. In sommige gevallen wordt een reddingsoperatie ondernomen door een financiële herstructurering door te voeren. Een recent voorbeeld vormde Campeau, de Canadese vastgoedgroep die recent Allied Stores en Federated Department Stores overnam. In september jl. bleek dat men teveel hooi op de vork had genomen. Een enorme koersval voor de uitgegeven hoogrentende obligaties was het gevolg.

Beleggers en financiers worden huiveriger voor de financiering van LBO's. Vooral bij een afzwakkende groei van de economie, die kan leiden tot mindere resultaten bij de bedrijven, kunnen de zware financieringslasten zich tegen het bedrijf keren. Anderzijds is de hoge rente, die veelal 3 punten hoger ligt dan op eerste klas obligaties, veel beleggers lang blijven lokken. Nu de koersen van de junk bonds, door onder andere de problemen bij Campeau, steeds meer afbrokkelen worden de beleggers echter met de risico's geconfronteerd. Instellingen die toezeggingen hadden gedaan voor de financiering van LBO's, met de bedoeling de verstrekte leningen later door te stoten, zitten nu vaak vast aan de aangegane verplichtingen. Dit geldt ook voor verschillende banken die zich in toenemende mate hebben gericht op de financiering van LBO's. Sommige Amerikaanse banken hebben inmiddels al bedragen die groter zijn dan hun totale eigen vermogen vastgelegd in dergelijke risicovolle leningen. Zo besloot Moody's recentelijk om de kredietwaardigheid van Credit Suisse First Boston terug te brengen van AA naar AAA. Credit Suisse First Boston is in hoge mate betrokken bij problematische LBO's, zoals die van Campeau en Ohio Matras.

### Ook in Europa

Overigens is Amerika niet het enige land waar LBO's plaatsvinden. In Europa komen deze ook voor. Vooral de MBO's kunnen zich in een toenemende belangstelling verheugen. Steeds meer directeuren vragen zich af of zij de onderneming waar zij werken niet kunnen overnemen. Dit speelt vooral bij ondernemingen die in de tijd van de diversificatie door grotere bedrijven zijn overgenomen, maar daar nu met de toenemende concentratie op de kernactiviteiten eigenlijk niet meer thuishoren. In Engeland hebben in de tachtiger jaren tot vorig jaar al een kleine 2500 LBO's plaatsgevonden. In Frankrijk is het aantal de laatste jaren sterk stijgende en inmiddels betreft het aldaar circa 300 MBO's. Voor de zogeheten 'rechats d'entreprises par les salariés' heeft men zelfs een speciale belastingfaciliteit geschapen. Nederland is in Europa nummer drie met rond 200 LBO's tot vorig jaar.

De LBO's passen in een klimaat waarin wij ons veel meer ondernemend opstellen dan in de zeventiger jaren. Per definitie is er bij een LBO echter sprake van een toenemende kwetsbaarheid van de betreffende onderneming. Waar de afgelopen jaren de grenzen voortdurend zijn verlegd, is het juist nu zaak om deze risico's verbonden aan de leveraged buy-outs goed in te schatten.