

Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief

Managementsamenvatting

Versie: 11 februari 2017

Dr. J.E. Ligterink, Dr. J.K. Martin, Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. Dr. K. Cools RA, Dr. L. Phalippou

Inhoudsopgave

Inleiding en overzicht	3
1. Wat doet private equity?	4
2. Het belang van leverage	6
2.1. De invloed van leverage op het rendement op investeringen	6
2.2. Het effect van leverage op de beloning van de general partner	7
2.3. Effecten van gebruik van leverage	9
3. Private equity en waardecreatie	10
3.1. Nader begrip over het waardecreatie potentieel	10
3.2. Statistische problemen bij kwantificering	11
3.3. Rendementen voor private equity-investeerders (limited partners)	12
3.4. Operationele performance	13
3.5. Faillissementsrisico	13
4. Herverdelingen en mogelijke excessen	14
4.1. Investeringen, kortetermijnbeleid en asset stripping	14
4.2. Herverdeling en overheid: belastingarbitrage	16
4.3. Herverdeling ten koste van oude aandeelhouders: market timing en selectie	16
4.4. Herverdeling en werknemers	17
4.5. Herverdeling van limited partners naar general partners binnen het private equity-fonds	18
4.6. Uitstralingseffecten van private equity binnen de bedrijfstak	19
5. Ontwikkelingen in de markt voor private equity in Nederland	19
6. Inzichten uit empirie voor Nederland	22
6.1. Holding periode en deal-karakteristieken	22
6.2. Effect op de onderneming	23
6.3. Werknemersperspectief	23
6.4. Investeerdersperspectief	24
6.5. Belastingen	24
7. Inzichten uit de case studies	24
7.1. Attero	24
7.2. Action	25
8. Tot slot	26

Managementsamenvatting

Inleiding en overzicht

Private equity blijft de gemoederen bezig houden. Voorstanders van private equity wijzen op de positieve effecten die private equity kan hebben. Zij wijzen op het voordeel van private equity als een alternatieve bron van financiering, als een governance-model dat tot betere bedrijfsprestaties leidt, en op de toegevoegde waarde van private equity als beleggingscategorie. Critici daarentegen stellen dat er geen waardecreatie plaatsvindt, maar dat het rendement van private equity voortvloeit uit een herverdeling van waarde die ten koste gaat van andere belanghebbenden zoals werknemers, vreemd vermogenverschaffers, leveranciers en de fiscus. Zij wijzen daarbij ook op de gevaren van een overmatig gebruik van financiering met vreemd vermogen en de daaruit voortvloeiende hogere faillissementsrisico's. Dit zou tot kosten leiden die op de maatschappij worden afgewenteld onder meer via faillissementen en de daarmee samenhangende mogelijk negatieve invloed op de werkgelegenheid. Ook wijzen zij op een mogelijk te sterke focus op de korte termijn.

Private equity is risicodragend vermogen ingebracht door private equity-fondsen in een – uiteindelijk – niet-beursgenoteerde onderneming. De twee belangrijkste vormen zijn buy-outs en venture capital. Een buy-out is een overname van een volwassen bedrijf, waarbij het private equity-fonds doorgaans een meerderheidsbelang verkrijgt in een onderneming in ruil voor de inbreng van eigen vermogen, dat is verkregen van met name grote internationale (institutionele) beleggers. De transacties gaan gepaard met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen. Het eigendomsmodel van private equity is tijdelijk; een exit is meestal voorzien na 4 à 7 jaar. In het geval van venture capital wordt geïnvesteerd met risicodragend vermogen in start-ups of opkomende bedrijven.

Volgens de branchevereniging, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), hebben in 2015, 348 Nederlandse bedrijven voor 3,3 miljard euro aangetrokken van private equity-fondsen. Bijna 2 miljard euro is afkomstig van buitenlandse private equity-fondsen. Nederlandse private equity-firma's haalden in 2015 een recordbedrag op van 3,2 miljard euro voor het doen van nieuwe investeringen, waarvan 268 miljoen voor venture capital¹. De brancheorganisatie rapporteert dat in Nederland 1400 ondernemingen – met in totaal ongeveer 380.000 werknemers – een private equity-partij als aandeelhouder hebben.

De maatschappelijke discussie richt zich met name op de voor- en nadelen van buy-outs. Deze studie spitst zich hier op toe. De onderzoeksvragen zijn:

1. Wat is het belang van private equity in de Nederlandse economie over de periode 2007-2015? Draagt private equity bij aan economische groei? Zo ja, op welke wijze?
2. Wat is het effect van private equity op de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd? Wat is de toegevoegde waarde, en welke effecten heeft private equity op de stakeholders van die

¹ Bron: website NVP: <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/>.

bedrijven, inclusief de fiscus? En hoe onderscheiden deze effecten zich van andere bronnen van financiering?

3. Wat zijn de voor- en nadelen van deze financierings- en eigendomsvorm?

Het onderzoek beslaat een algemene literatuurstudie, een empirisch onderzoek naar de effecten van private equity in Nederland en een tweetal Nederlandse case studies. Het bouwt voort op eerder werk van De Jong, Roosenboom, Verbeek en Verwijmeren (2007) en Boot en Cools (2007).

De opzet van deze managementsamenvatting is als volgt. Paragraaf 1 beschrijft de werking van private equity en hoe een rendement wordt gemaakt op de ondernemingen waarin een private equity-fonds een belang neemt. Paragraaf 2 beschrijft de wijze waarop financiering met vreemd vermogen (leverage) het rendement en de beloning van de private equity-firma beïnvloedt en andere redenen waarom bij private equity buy-outs relatief veel vreemd vermogen wordt gebruikt. Vervolgens geeft paragraaf 3 inzicht in de wijze waarop private equity waarde kan creëren niet alleen voor de investeerders maar ook voor de maatschappij als geheel en bespreekt resultaten van het internationale empirische onderzoek hierover. Naast waardecreatie kan er bij private equity ook sprake zijn van een herverdeling van waarde van verschillende stakeholders naar de private equity-investeerders. Dit is het onderwerp van paragraaf 4. Vanaf paragraaf 5 focust dit rapport zich op de ontwikkelingen rond private equity buy-outs in Nederland. Paragraaf 5 schetst de ontwikkeling van private equity en buy-outs in Nederland in vergelijking met Europa en de rest van de wereld. Paragraaf 6 geeft de belangrijkste inzichten uit het kwantitatieve onderzoek dat is uitgevoerd naar de effecten van private equity in Nederland. Paragraaf 7 bespreekt de belangrijkste inzichten uit de Nederlandse case studies. Paragraaf 8 tenslotte geeft de belangrijkste conclusies.

1. Wat doet private equity?

Hoe werkt private equity? Een private equity-firma – participatiemaatschappij genoemd – creëert een investeringsfonds waaruit investeringen in een onderneming worden gedaan. Het investeringsfonds wordt ‘gevuld’ met een eigen inbreng van de private equity-firma als general partner² en daarnaast wordt vermogen opgehaald van limited partners, voornamelijk institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en soms welvarende individuen. Dit vermogen van het fonds wordt gebruikt om, onder leiding van de general partner, te investeren in meerdere overnames (buy-outs) van ondernemingen. Bij deze overnames wordt naast het eigen vermogen van de general en limited partners ook een aanzienlijke hoeveelheid vreemd vermogen gebruikt. De financiering met vreemd vermogen biedt belastingvoordelen, de rente is voor een bepaald deel aftrekbaar. Maar het zorgt er ook voor dat via een soort hefboom het rendement op het door de partners ingebrachte eigen vermogen extra snel stijgt bij een verbetering van de bedrijfsprestaties. Het is belangrijk in te zien dat leverage niet louter een belastingspel is, maar tot een meer resultaatgevoelige beloning leidt op het eigen vermogen van de partners. Heel kort door de bocht: als een investering wordt gefinancierd met 90% vreemd vermogen, dan betekent een verbetering van de waarde van de onderneming van, zeg 100 naar 105,

² De bijdrage van de general partner in het fondsvermogen is veelal ongeveer 1%.

een rendement van 50% op het eigen vermogen (het eigen vermogen was immers 10 bij 90% vreemd vermogenfinanciering – een waardestijging van 5 is dan gelijk aan een stijging van 50% van dat eigen vermogen). De eigen vermogenverschaffers hebben daardoor sterke prikkels om daadwerkelijk tot verbeteringen in de onderneming te komen. Daarnaast zorgt de hoge leverage voor disciplineren en een gevoel van urgentie binnen de onderneming om verbeteringen door te voeren. De hoge schuldenlast is immers riskant. In paragraaf 2 gaan we in detail in op het belang van leverage.

Ook wordt gewerkt met sterk prestatie-gerelateerde beloningen zowel binnen het private equity-investeringsfonds als binnen de overgenomen onderneming. De betrokkenheid bij de onderneming is hierdoor groot. De general partner van het private equity-fonds bemoeit zich eveneens actief met de onderneming.

Hoe genereert een private equity-fonds een rendement op zijn investering? Het rendement van het investeringsfonds komt veelal voort uit een combinatie van de volgende bronnen:

- Operationele verbeteringen: implementatie van maatregelen die de onderneming efficiënter maken (bijvoorbeeld een efficiënter gebruik van productiemiddelen in de onderneming, selectie van een beter management team, betere managementinformatiesystemen, verbeteringen in logistieke planning, meer gerichte R&D, etc.);
- Herziening strategische focus: implementatie van nieuwe/aangescherpte strategie, inclusief het beter benutten van groeimogelijkheden en optimalisatie van de corporate scope (bijvoorbeeld buy-and-build strategie³, afstoten van niet-kernactiviteiten, etc.);
- Governance-structuurversterkingen: meer in lijn brengen van de financiële belangen van het management met die van de aandeelhouder (door bijvoorbeeld het management medeaandeelhouder te maken), meer controle en toezicht (door sterkere prikkels en directere toegang tot informatie voor de aandeelhouders, etc.), via veranderingen in de Raad van Commissarissen (meer kennis, directere betrokkenheid, relevante netwerken aanboren), sterkere prikkels door optimalisatie van leverage (druk en prikkels verhogen door meer vreemd vermogensfinanciering);
- Financial engineering: optimaal benutten van belastingvoordelen (rentelasten mogen deels worden afgetrokken van de vennootschapsbelasting). De private equity-firma weet door zijn specifieke kennis en ervaring de vermogensstructuur van de onderneming zodanig te structureren dat dit met relatief veel vreemd vermogen gefinancierd kan worden zonder dat faillissementsrisico's navenant toenemen;
- Investeringsselectie en 'market timing': indien private equity-investeerders in staat zijn ondergewaardeerde ondernemingen op te kopen en deze weer op het juiste moment te verkopen kan hiermee een rendement voor de private equity-investeerder worden gegenereerd. De arbitrage kan voortkomen uit het vermogen beter ontwikkelingen in markten te kunnen inschatten (marktkennis), of potentieel door toegang tot betere informatie over de

³ Bij een buy-and-build-strategie laten de private equity-firma's de overgenomen onderneming hetzij organisch of via fusies en overnames groeien.

onderneming of door superieure deal making-capaciteiten (onderhandeling en betere toegang tot deals).

De belangrijkste conclusie uit bovenstaande is dat zaken ‘op scherp staan’ zodra er sprake is van private equity. In hoeverre sprake is van daadwerkelijke waardecreatie – en zo ja voor wie? – wordt hieronder nader uitgewerkt, maar allereerst een verdere uitwerking van het belang van leverage.

2. Het belang van leverage

Hieronder zullen wij in twee subparagrafen illustreren hoe het financieren met vreemd vermogen respectievelijk het rendement (maar ook het risico) op het eigen vermogen vergroot, en hoe het financieren met vreemd vermogen van invloed is op de vergoeding die de general partner ontvangt (de carried interest).

2.1. De invloed van leverage op het rendement op investeringen

Het effect van leverage op het rendement kan het beste worden toegelicht met een gestileerd voorbeeld. Stel dat de waarde van de onderneming waarin het private equity-fonds wil investeren 100 is. Deze investering wordt eerst gefinancierd met 100% eigen vermogen, vervolgens met 50% eigen vermogen en tenslotte met 10% eigen vermogen⁴. Het resterende deel wordt telkens met vreemd vermogen gefinancierd. Stel dat het private equity-fonds voor 15% aan waarde (=15) weet toe te voegen, bijvoorbeeld via operationele verbeteringen of door groei. Wat is dan het rendement voor het private equity-fonds gegeven die drie verschillende financieringsverhoudingen? Aangezien de waardeverhoging toevalt aan de eigen vermogensverschaffers (het investeringsfonds) is het rendement op dat vermogen bij 100% eigen vermogenfinanciering 15%. In het geval met 50% vreemd vermogen, en dus 50% eigen vermogen, loopt dit op tot 30% ($15/50 \times 100\%$), en in het geval met 90% vreemd vermogen zelfs tot 150% (zie figuur 1).⁵

FIGUUR 1: Ontwikkeling van het rendement van de aandeelhouder bij een waardecreatie van 15.

	Waardestijging van 15		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	15	15	15

⁴ We hebben hier voor extreme waarden gekozen om het effect van vreemd vermogensfinanciering op het rendement inzichtelijk te maken.

⁵ We abstraheren in het voorbeeld gemakshalve van de kosten van vreemd vermogen. Indien deze in het bovenstaand voorbeeld bijvoorbeeld op 5% wordt gezet, leidt dit tot een rendement op het eigen vermogen van respectievelijk 15%, 25% en 105% bij de drie verschillende financieringsverhoudingen. De positieve hefboomwerking van leverage op het rendement op het eigen vermogen blijft bestaan zolang de kostenvoet van het vreemd vermogen beneden de 15% blijft in dit voorbeeld.

Rendement als % van het eigen vermogen	15%	30%	150%
---	------------	------------	-------------

Overigens is het van belang te benadrukken dat met meer leverage het rendement van de private equity-investeerder ook een grotere spreiding (dus risico) zal krijgen. Stel dat er twee mogelijke scenario's zijn: de waardetoevoeging is 15 of er is een waardedaling van 5. Wat is het extra rendement op het geïnvesteerde vermogen voor het private equity-fonds als sprake is van een waardedaling van 5? Als we wederom uitgaan van 100%, 50% of 10% eigen vermogen, dan is het rendement op het eigen vermogen respectievelijk -5%, -10% en -50% (zie figuur 2). Er geldt dus dat hoe hoger de leverage, hoe hoger de positieve maar ook de negatieve rendementen op het eigen vermogen. Dit geldt in het algemeen voor beleggingen in de financiële markten (zie de befaamde theorieën van Modigliani en Miller), maar duidt hier op iets anders. De extra rendementen die vastzitten aan herstructureringen of nieuwe groeistrategieën worden door de hefboom versterkt.

FIGUUR 2: Effect van (operationele) waardedaling van 5 op het rendement van de eigen vermogensverschaffer.

	Waardedaling van 5		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	-5	-5	-5
Rendement als % van het eigen vermogen	-5%	-10%	-50%

2.2. Het effect van leverage op de beloning van de general partner

De general partner van het private equity-fonds ontvangt een beloning in de vorm van een management fee en een aan de prestatie van het fonds gerelateerde fee (de zogeheten carried interest). Hier laten we zien wat de invloed is van de financieringswijze van de overname op de carried interest van de general partner. Neem aan dat er een hurdle is van 8% in het contract. Dit betekent dat de general partner zijn carried interest pas ontvangt als er door de limited partners tenminste 8% rendement is behaald op de investering. Indien deze 8% behaald is, krijgt de general partner vervolgens eerst al het vervolgenrendement totdat zijn 20% rendement behaald is (dit wordt aangeduid met de term catch-up). Eventueel verder behaald rendement wordt vervolgens via de 80% (voor de limited partners), 20% (voor de general partners) verhouding verdeeld. Het totaal van deze prestatie-afhankelijke variabele beloning voor de general partner is de carried interest.

Om het effect van leverage op de carried interest te laten zien, gaan we uit van het in paragraaf 2.1 gebruikte voorbeeld. Veronderstel een 20% carried interest op het, boven de hurdle van 8%, behaalde rendement. Hoewel in werkelijkheid de carried interest in de regel op het fondsniveau wordt berekend starten we er hier gemakshalve mee dat er maar één investering is gedaan vanuit het fonds en dat alle waarde in één jaar gecreëerd wordt. We veronderstellen een totale operationele waardecreatie binnen de onderneming van 15 op een ondernemingswaarde van 100. We laten de carried interest zien in drie gevallen; respectievelijk 100%, 50% en 10% eigen vermogen financiering.⁶

Neem als voorbeeld 100% eigen vermogenfinanciering. Eerst krijgen de limited partners een rendement van 8% over hun investering (=108). Vervolgens ontvangt de general partner een bedrag zodanig dat hij op basis van het tot dan toe uitgekeerde bedrag een rendement heeft van 20%. Dit is 25% van 8 is 2. Het restant ($15-8-2=5$) wordt verdeeld over de general partner en de limited partner conform de 20/80 regel. De general partner krijgt hiervan dus nog $0,2 \times 5 = 1$. In totaal krijgt de general partner bij 100% eigen vermogenfinanciering een carried interest (de prestatie-afhankelijke beloning van de general partner) van 3. Indien we dit voor de verschillende financieringsverhoudingen doen zien we dat in alle gevallen de general partner 3 ontvangt (zie figuur 3). Dit lijkt te suggereren dat de general partner indifferent is met betrekking tot de financieringsverhoudingen, maar dat is alleen als we naar één investering kijken. Door met meer vreemd vermogen te financieren kan hij echter, gegeven de omvang van zijn investeringsfonds, meer projecten financieren, en dus zijn totale compensatie, over alle projecten tezamen, verhogen. Stel dat zijn fonds een omvang van 100 aan eigen vermogen heeft dan kan er bij alleen eigen vermogenfinanciering één investering van 100 worden gedaan. Met 50% vreemd vermogen is er 200 om te investeren (100 eigen, en 100 vreemd vermogen), en dus kunnen er twee projecten van 100 worden gedaan, en dus twee keer een carried interest worden verkregen. Bij 90 % vreemd vermogen kunnen zelfs 10 van dergelijke projecten worden gedaan die elk bijdragen aan de carried interest van de general partner. We zien dus dat de totale carried interest kan stijgen naarmate de leverage toeneemt.⁷ Belangrijk is wel te onderkennen dat de carried interest op fondsniveau wordt berekend dus als er één investering geen goed rendement oplevert dit ten koste gaat van de totale carried interest.

Het is duidelijk dat er ook vanuit de general partner van het private equity-fonds een belang kan zijn om de investering in de onderneming zoveel mogelijk met vreemd vermogen te financieren. De totale carried interest die een general partner met zijn fonds kan behalen wordt hiermee positief beïnvloed.

⁶ We houden de management fee gemakshalve buiten beschouwing in dit voorbeeld.

⁷ In het voorbeeld in figuur 3 is aangenomen dat er een voldoende hoge cash flow is om zowel de hurdle als de catch-up uit te keren.

FIGUUR 3: Ontwikkeling van de carried interest van een project bij verschillende financieringsverhoudingen.

	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Operationele waardecreatie	15	15	15
Waarde eigen vermogen exit	115	65	25
Hurdle rate (8%)	108	54	10,8
Overwinst boven hurdle	7	11	14,2
Catch up GP (tot 20%)	2	1	0,2
Resterende carried interest GP	1	2	2,8
Totale Carried interest GP	3	3	3

2.3. Effecten van gebruik van leverage

Het gebruik van leverage in buy-outs is ingegeven door meerdere redenen. Het maakt het mogelijk 'meer' te doen met een beperkte hoeveelheid eigen vermogen en vergroot daarmee de slagkracht van een fonds (men kan meerdere overnames doen met hetzelfde vermogen). Het maakt een meer geconcentreerd aandeelhouderschap mogelijk (er hoeven minder andere aandeelhouders worden 'bijgezocht'). De eerder genoemde hefboom vergroot het rendement op de inspanningen van de private equity-investeerders, en dus de prestatie-gevoeligheid van de beloning van de general partner (de carried interest). Het leidt tot een sterkere disciplinerende en een gevoel van urgentie binnen de onderneming. En daarnaast heeft het de genoemde belastingvoordelen door de aftrekbaarheid van rente.

Private equity-fondsen kunnen de leverage verder opvoeren door zelf aandeelhoudersleningen te verschaffen. De rente op deze leningen is veelal hoog. Daarmee kunnen de met leverage samenhangende belastingbesparingen stijgen. Afhankelijk van de gekozen structuur zijn de rentebaten voor het private equity-fonds niet of relatief laag belast.

De met leverage samenhangende belastingvoordelen zijn door recente wetgeving ingeperkt. In Nederland is in 2012 de fiscale rente-aftrek via de overname holdingsmaatregel beperkt. Daarnaast is in het belastingplan voor 2017 de aftrekbaarheid van rente op aandeelhoudersleningen, via een aanpassing van artikel 10a van de Wet Vpb, afgeschaft.

De hoge mate van leverage wordt door critici vaak als onwenselijk gezien omdat het zou leiden tot ongewenste belastingbesparingen (bezien vanuit de overheid), en het de onderneming en haar stakeholders bloot stelt aan een hoger faillissementsrisico. Ook zou het een middel kunnen zijn om een onderneming 'leeg te zuigen' door haar een superdividend te laten uitkeren met de opbrengst van

nieuw aangetrokken vreemd vermogen. Dit zou tot grotere faillissementsrisico's kunnen leiden en het toekomstperspectief van de onderneming kunnen aantasten.

De general partners lijken echter de risico's van de hogere leverage goed te kunnen managen. Ze zitten dicht op de onderneming en brengen kennis en expertise in. Hierdoor hebben zij ook beter de mogelijkheid om tijdig de wenselijkheid en noodzaak van extra kapitaalinjecties in te schatten zodra er problemen ontstaan. Daarnaast is er nog een reputatie-argument. Private equity-firma's zetten regelmatig nieuwe fondsen op. Om limited partners te vinden is hun track record belangrijk. Dit reputatieargument speelt ook naar vreemd vermogenverschaffers. Omdat de private equity-firma's toekomstige buy-outs ook met veel vreemd vermogen willen financieren is hun track record naar de vreemd vermogenverschaffers van belang.

Voor wat betreft de belastingvoordelen die de private equity-partij genereert met leverage is van belang te onderkennen dat dit zeker niet de enige prikkel is voor het gebruik van leverage.

3. Private equity en waardecreatie

Private equity is een tijdelijke eigendomsstructuur die een scherpe financiële prikkel geeft tot actie. Het bewerkstellingen van een rendement voor de investeerders staat centraal. Maar hoe en waar worden extra rendementen gecreëerd? En hoe staat het met het faillissementsrisico van ondernemingen waar private equity in investeert? Allereerst bespreken wij het waardecreatie-potentieel van private equity als governance-model. Wat kan het, wat andere governance-structuren niet kunnen? Vervolgens gaan we in op de statistische problemen bij het meten van de performance van private equity. Daarna gaan we in op inzichten uit de internationale empirische literatuur over de performance van private equity, inclusief de gevolgen voor faillissementsrisico.

3.1. Nader begrip over het waardecreatie potentieel

Private equity adresseert een belangrijke zorg van public equity, namelijk de disciplinerende van het management. Bij private equity is er een kleine groep aandeelhouders: de general partner(s) – veelal jong, deskundig en actief – met directe toegang tot het management en tijdige informatie. Dit maakt een standvastigere focus en strategie met een optimale afstemming tussen management en aandeelhouders gemakkelijker. Beursgenoteerde bedrijven kennen veelal een grotere afstand tussen management en aandeelhouders, en door de spreiding van het aandelenbezit ook 'free rider'-problemen. Dit laatste duidt op het 'naar elkaar kijken' van aandeelhouders. Wie gaat het management in de gaten houden? Elke individuele aandeelhouder zal blij zijn als iemand anders de moeite neemt, maar als iedereen daar van uitgaat doet niemand het.

De combinatie van maximale zeggenschap en minimale informatie-asymmetrie vermindert de typische agency-problemen, kenmerkend voor beursgenoteerd eigen vermogen. Daarnaast is er sprake van een zeer sterke gelijkgerichtheid van het belang van de aandeelhouders (private equity-fondsen) en het management via een beloningscontract met sterke financiële incentives en veelal een verplichting voor het management om aandelen te kopen. Deze laatste verplichting zorgt ervoor dat het management niet alleen profiteert als het goed gaat, maar ook de gevolgen ondervindt als het mis gaat. Het management kan normaliter haar investering niet verkopen voordat een exit heeft plaatsgevonden.

Deze illiquiditeit ontnemt het management de prikkel om bijvoorbeeld de kortetermijnresultaten te manipuleren (zie Kaplan en Stromberg 2009, p. 131). De horizon is het exit-moment dat een aantal jaren weg ligt. Private equity-fondsen zijn verder niet benauwd om slecht functionerend management in een vroeg stadium te vervangen (zie Acharya et al., 2009).

Een ander aspect van private equity dat bijdraagt aan een hoger rendement is de meer afstandelijke – klinische - blik, die een reorganisatie vergemakkelijkt. Daarnaast kan private equity ondernemingen helpen een verandering van strategische focus te bewerkstelligen door inbreng van financiële slagkracht, expertise en toegang tot een extern netwerk.

Private equity laat zich veelal adviseren door externe deskundigen met specifieke kennis over verschillende aspecten van de ondernemingsactiviteit. Deze kennis gebruikt de private equity-firma (het fonds, de general partner) in de selectie van – bij voorkeur ondergewaardeerde – ondernemingen en het bepalen van de strategische focus en de uitvoering hiervan. Deze uitvoering gaat vaak gepaard met afstoting van bepaalde niet kernactiviteiten en overnames om de kernactiviteiten te versterken. De corporate scope – en aanpassingen daarin – staan nadrukkelijk centraal bij private equity.

Het hierboven geschetste beeld geeft aan dat private equity een toegevoegde waarde heeft, en voordelen kan hebben als eigendomsvorm ten opzichte van andere eigendomsstructuren. Private equity heeft dus in potentie een meerwaarde. Dit zou tot uitdrukking moeten komen in een betere operationele performance en meer groei van de door private equity gefinancierde ondernemingen vergeleken met vergelijkbare, niet met private equity gefinancierde ondernemingen. Tevens suggereert dit dat private equity-investeerdere hogere voor risico gecorrigeerde rendementen kunnen behalen in vergelijking tot bijvoorbeeld public equity.⁸

3.2. Statistische problemen bij kwantificering

Wat gebeurt er met de onderneming na de buy-out? Welke veranderingen treden op? In de empirische studies die dit onderzoeken is het grootste probleem dat niet bekend is wat er met de onderneming gebeurd zou zijn als deze niet door private equity zou zijn opgekocht. De zogenaamde ‘counterfactual’ is niet bekend. Om deze ‘counterfactual’ te benaderen, wordt gezocht naar een zo relevant mogelijke vergelijkingsmaatstaf. Soms kiest men als vergelijking het gemiddelde van de bedrijfstak, of een verzameling ondernemingen uit dezelfde sector met vergelijkbare kenmerken als de door private equity gefinancierde onderneming. Hierbij kan al een eerste probleem van ‘selectiebias’ optreden; de door private equity gefinancierde ondernemingen zijn niet willekeurig gekozen maar zijn mogelijk juist die met het meeste verbeterpotentieel, groeimogelijkheden, etc. Bovendien moet het management van de onderneming open staan voor private equity. In private – niet beursgenoteerde – doelwitondernemingen is het niet zonder meer mogelijk om tegen de zin van het management en aandeelhouders als private equity-onderneming betrokken te geraken. Dit betekent dat er mogelijk ook hier een ‘selectiebias’ is. Ondernemingen die openstaan voor private equity zijn mogelijkwijs

⁸ Private equity-investeerdere krijgen door leverage automatisch hogere gemiddelde rendementen, maar dit gaat hand in hand met meer risico. Hogere voor risico gecorrigeerde rendementen voor zover niet veroorzaakt door onderwaardering op het instapmoment zouden moeten duiden op een betere performance van de onderneming (tenzij veroorzaakt door fiscale voordelen verbonden aan leverage).

afwijkend zelfs als wordt gecorrigeerd voor zichtbare verschillen. Dit maakt het moeilijk de twee groepen – met private equity gefinancierde ondernemingen en niet met private equity gefinancierde ondernemingen – te vergelijken en daaruit conclusies te trekken over het effect van private equity.

Een ander probleem bij empirisch onderzoek naar de effecten van private equity is dat veel van de benodigde data incompleet of zelfs in het geheel niet beschikbaar zijn, althans in publieke databases. En dit geldt al helemaal als ondernemingen niet beursgenoteerd zijn, zoals bedrijven die door private equity worden overgenomen. Voor de groep vergelijkbare ondernemingen worden dan ook vaak beursgenoteerde ondernemingen gekozen, die deze informatie wel openbaar maken. Dit zijn echter vaak relatief grote ondernemingen. Maar investeringen in private equity zijn veelal niet van een dergelijke grootte. Het is dan ook de vraag of de resultaten uit deze onderzoeken te generaliseren zijn naar de vaak kleinere buy-outs.

3.3. Rendementen voor private equity-investeerdere (limited partners)

Empirische studies laten zien dat historisch het netto rendement voor de limited partners van private equity-fondsen boven dat van een gediversifieerde aandelenportefeuille (een waardegewogen aandelenmarktindex) ligt. Dit geldt na aftrek van kosten en (aanzienlijke) fees. Maar de spreiding in rendementen is groot, en als gecorrigeerd wordt voor nadelige factoren zoals minder liquiditeit en hoger risico ten opzichte van de benchmark lijkt er geen wezenlijke outperformance voor de limited partners te zijn.

De fees die de general partners ontvangen zijn substantieel. Inschatting van Metrick en Yusadi (2010) op basis van een simulatie is dat de contante waarde van deze fees ongeveer 17% van het gecommitteerd kapitaal is.

Het is belangrijk te benadrukken dat het hogere rendement op private equity een gemiddelde betreft. De variatie in de tijd en tussen fondsen is groot. Selectie van fondsen en fondsmanagers lijkt van groot belang. Daarbij heeft niet elke institutionele belegger gelijke toegang tot private equity-fondsen. Met name de grote institutionele beleggers met een sterke reputatie zullen worden uitgenodigd door de meest succesvolle private equity-firma's te participeren in hun fondsen. Bovendien hebben zij de expertise in huis om de goede fondsen te selecteren en weten ze de kosten in de hand te houden. Een kleiner, minder professioneel pensioenfonds zal meer moeite hebben met het behalen van dergelijk hoge rendementen.

Maar zelfs indien daadwerkelijk deze hoge rendementen worden behaald, hoeft dit geen outperformance te zijn maar kan het compensatie zijn voor extra risico. Het risicoprofiel van een private equity-fonds is anders dan dat van een goed gespreide aandelenportefeuille, het betreft veelal kleinere ondernemingen (small firm effect) met een relatieve lage marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde (waardepremie), en in het algemeen minder liquide beleggingen. Indien voor deze extra exposure wordt gecorrigeerd vinden verschillende studies dat het hogere rendement van private equity voor het grootste deel is toe te schrijven aan deze factoren. Van wezenlijke outperformance van private equity bovenop een vergoeding voor exposure aan deze factoren is voor de limited partners dan geen sprake.

3.4. Operationele performance

Op basis van bestaand internationaal onderzoek kunnen we voorzichtig concluderen dat de effecten van private equity op de operationele performance en groei van de onderneming gemiddeld positief zijn. De onderneming haalt in de meeste studies gemiddeld een hogere EBITDA-marge en hogere omzet. Tegelijkertijd concluderen recente studies dat deze voordelen over de tijd zijn afgenomen (zie onder meer Guo, Hotchkiss en Song, 2011). Hierbij passen belangrijke disclaimers. Op de eerste plaats is het de vraag in hoeverre de positieve effecten niet zijn veroorzaakt door het selecteren van minder presterende ondernemingen. Dit zou wijzen op een selectie-effect en niet zo zeer een positieve bijdrage van private equity per sé. Als tweede speelt dat door overnames en afstotingen van onderdelen (die vaak samengaan met private equity-investeringen) geheel andere ondernemingen kunnen ontstaan die weinig meer van doen hebben met de originele benchmark.

Als gekeken wordt naar hoe het rendement is opgebouwd vinden studies dat de drie belangrijkste componenten zijn: operationele verbeteringen en groei, market timing en selectie, en voordelen van hoge leverage. Acharya et al. (2013) vinden voor een steekproef van 395 Europese buy-out-transacties, dat operationele verbeteringen en groei voor 35% bijdragen aan het rendement, market timing en selectie voor 15%, en voordelen van hogere leverage voor 50%.

3.5. Faillissementsrisico

Een ander belangrijk element van de performance van private equity is de invloed die het heeft op risico, en faillissementsrisico in het bijzonder. Internationaal onderzoek voor de Verenigde Staten laat inderdaad zien dat het aantal faillissementen licht stijgt als gevolg van de toegenomen leverage onder private equity. De stijging is echter beperkt. Het onderzoek van Hotchkiss, Smith en Stromberg (2014) voor de VS is wellicht het meest uitgebreide onderzoek dat de rol van private equity en faillissementsrisico en -afwikkeling onderzoekt. Zij onderzoeken meer dan 2000 ondernemingen tussen 1997 en 2007 in de VS. Zij vinden een 4,9% kans op faillissement van door private equity-ondersteunde ondernemingen ten opzichte van een 3,6% kans bij niet door private equity ondersteunde ondernemingen. Europese studies, bijvoorbeeld Tykvova en Borell (2012) voor een steekproef van Europese private equity-ondernemingen en Wright et al. (2014) voor een groep ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk, vinden geen verschil in de faillissementskans. Harford en Kolasinski (2013) vinden daarnaast dat de mate waarin private equity herfinancieringen gebruikt om dividend uit te keren, geen invloed heeft op de kans op faillissement van een door private equity ondersteunde onderneming.

Empirische studies laten derhalve zien dat risico op faillissement van een met private equity gefinancierde onderneming gemiddeld amper hoger is dan vergelijkbare niet door private equity ondersteunde ondernemingen.⁹ Dit suggereert dat private equity-fondsen kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen.¹⁰ De niet heel veel hogere faillissementskans beperkt ook de verwachte maatschappelijke kosten (ontslagen, waardevernietiging in een faillissementsprocedure, etc.).

⁹ De studies zijn niet eenduidig; sommige studies vinden een stijging, andere studies vinden geen verandering in de kans op faillissement ten opzichte van een vergelijkbare groep ondernemingen.

¹⁰ Een alternatieve verklaring is dat via covenant arme leningovereenkomsten private equity-spelers een sterke positie hebben naar crediteuren, en deze laatste daardoor bij problemen eerder bereid zijn tot concessies.

Overigens treden private equity-fondsen ook op als kopers van (onderdelen van) failliete bedrijven en maken daarmee potentieel een efficiëntere resolutie van faillissementsprocedures mogelijk. Hierdoor is het makkelijker levensvatbare onderdelen van failliet gegane bedrijven te continueren. Ook op de overnamemarkt is de rol van private equity tegenwoordig substantieel. Het vormt daarbij een belangrijk onderdeel van overdracht van ondernemingen; bijvoorbeeld bij opvolging, of bij herstructurering en rationalisatie van bedrijfsactiviteiten. Het verschaft daarbij liquiditeit aan de overnamemarkt waar die anders minder (of niet) beschikbaar zou zijn.¹¹

4. Herverdelingen en mogelijke excessen

Naast echte waardecreatie kan het rendement dat private equity maakt, duiden op een herverdeling richting investeerders in het fonds en ten koste gaan van een of meerdere stakeholders. Het acteren van private equity kan andere partijen bij de onderneming schaden. Werknemers verliezen mogelijk hun baan, of worden onder druk gezet een lager salaris te accepteren. Toeleveringsbedrijven worden mogelijk tot concessies gedwongen. En ook crediteuren kunnen onder druk worden gezet om vorderingen te verminderen. Indien private equity het risicoprofiel van de onderneming verhoogt, kan ook via een hoger faillissementsrisico schade aan andere partijen worden toegebracht.

Onderstaand bespreken we allereerst mogelijke negatieve gedragingen van private equity, met name de vaak genoemde kortetermijnfocus en agressieve ‘asset stripping’ (het verkopen van de onderliggende activa van de onderneming na de overname). Vervolgens gaan we in op mogelijke herverdelingseffecten richting overheid (belastingarbitrage), ‘oude’ aandeelhouders en werknemers, en tussen general partner en limited partners in het fonds. Tenslotte bespreken we de mogelijke uitstralingseffecten van private equity op een bedrijfstak of de economie als geheel.

4.1. Investerings, kortetermijnbeleid en asset stripping

Leidt private equity tot een grotere fixatie op de kortere termijn? De resultaten van internationaal onderzoek lijken de conclusie van meer kortetermijngedrag van private equity-ondernemingen (ten opzichte van vergelijkbare niet private equity-gefinancierde ondernemingen) slechts zeer beperkt te ondersteunen. Studies naar de effecten van private equity in de jaren tachtig vonden dat private equity-gefinancierde ondernemingen minder investeren. Dit zou kunnen worden opgevat als een meer kortetermijnfocus. Echter, de logica hiervan was dat er toen veelal sprake was van private equity dat gericht was op herstructurering van inefficiënte conglomeraten. Dit kan moeilijk als een bias naar de korte termijn worden gezien. De betrokkenheid van private equity in de afgelopen decennia is meer gericht op groei, en over die periode worden geen teruglopende investeringen gevonden. Recente studies laten zien dat het niveau van de investeringen in R&D niet daalt onder private equity, maar wel meer gefocust wordt.

‘Asset stripping’ en superdividenden – en andere winstuitkeringen – zouden een onderneming kunnen ‘leegzuigen’ en het toekomstperspectief kunnen aantasten. Asset stripping en de uitbetaling van superdividend zijn echter geen structureel verschijnsel in door private equity overgenomen

¹¹ Dit zijn belangrijke constatering. Private equity dreigt soms veroordeeld te worden omdat het faillissementen kan veroorzaken (wat zo is bij een onverantwoorde aanpak), terwijl het vaak zorgt dat bedrijfsonderdelen uit faillissementen of reorganisaties (Imtech bijvoorbeeld) gered worden.

ondernemingen. Hoewel superdividenden incidenteel worden waargenomen en zouden kunnen wijzen op het leegzuigen van de betreffende onderneming, laat onderzoek van Cohn, Mills en Towery (2014) zien dat zelfs voor ondernemingen die op het te 90^{ste} percentiel van hoogste dividenduitkeringen zitten deze slechts 0,1% in het eerste jaar en 1,7% in het tweede jaar van de transactiewaarde bedragen. En dit betekent dat ze zelfs lager waren dan vóór de buy-out. Wel vinden ze dat bij ondernemingen (buy-outs) waar de cash flow laag is, dividenden iets hoger zijn en vice versa. Het effect is economisch echter zeer gering.

De mogelijkheden om superdividenden uit te keren zijn overigens door overheidsbeleid enigszins teruggedrongen. Wereldwijd zijn in wetgeving maatregelen verankerd om excessieve winstuitkeringen en 'asset stripping' in de meest pure zin¹² te voorkomen. In Nederland valt dit onder de bestuurdersaansprakelijkheid (Artikel 2:216 BW) en de AIFM-richtlijn met verankering in de wetgeving (Artikel 4:37v Wft). Conform Artikel 2:216 BW moeten bestuurders bij voorgenomen winstuitkeringen handelen vanuit het vennootschappelijk belang. Zij dienen op basis van realistische prognoses te toetsen of de onderneming door de uitkering niet in continuïteitsproblemen komt. In het geval van faillissement kan het bestuur persoonlijk aansprakelijk worden gehouden als deze toetsing onvoldoende (of niet) heeft plaatsgevonden. Indien aandeelhouders uitkeringen hebben gekregen en de onderneming failliet gaat, kunnen schuldeisers het ten onrechte uitgekeerde bedrag verhalen op de aandeelhouders. In de AIFM-richtlijn (Artikel 30) is een anti-asset stripping-maatregel opgenomen waarin onder meer staat dat private equity-fonds beheerders met een controlerend belang in een onderneming zich de eerste 24 maanden moeten onthouden van steun of medewerking aan handelingen die het vermogen van de betrokken onderneming aantast. Dit moet voorkomen dat een private equity-fonds waardevolle activa verkoopt en via dividenduitkeringen aan zichzelf laat toevallen.

Een andere bron van zorg is dat met een hoge leverage teveel druk wordt gezet op het management waardoor 'bochten worden afgesneden'. Zo zou een sterke sturing op het realiseren van cash flows om de lasten van de hoge leverage te kunnen dragen – of het te kunnen terug dringen – kunnen uitnodigen tot uitholling van de kwaliteit van producten. Matsa (2011) laat inderdaad zien dat dit zich kan voordoen. Hij constateert dat in sterk met vreemd vermogen gefinancierde private equity-transacties in de Amerikaanse supermarktsector concessies worden gedaan aan de kwaliteit van de producten. De reden hiervoor is dat zodoende sneller aan cash flow-verplichtingen kan worden voldaan. Hier lijkt dus wel een effect van een kortetermijnfocus op te treden: op de langere termijn kost een dergelijke strategie de onderneming waarschijnlijk klandizie en omzet. Het onderzoek is echter te incidenteel om hier grote conclusies aan te verbinden.

Bovenstaand onderzoek nuanceert het beeld dat private equity-partijen een kortetermijnfocus hebben, althans in vergelijking met aandeelhouders van een controlegroep vergelijkbare ondernemingen. Er is geen reden aan te nemen dat gewenste investeringen achter blijven. Wel zijn R&D-investeringen meer gefocust. Slechts in incidentele gevallen worden superdividenden in een vroeg stadium uitgekeerd.

¹² 'In pure zin' slaat op het verkopen van activa met vervolgens winst- of superdividenduitkeringen die crediteuren en werknemers achterlaat met een 'lege' onderneming.

Vraag blijft hoe representatief deze resultaten zijn, gegeven de verschillende selectieverstoringsen. Zo is eerder aangegeven dat het onderzoek zich vooral richt op relatief grotere ondernemingen omdat daar publieke data over beschikbaar zijn.¹³

4.2. Herverdeling en overheid: belastingarbitrage

Private equity gaat hand in hand met relatief veel vreemd vermogen. Dit leidt tot belastingbesparingen via een hoge renteaftrek. Hierdoor loopt de overheid belastinginkomsten mis. Dit heeft ertoe geleid dat in veel landen regelgeving is ontwikkeld om de fiscale aftrekbaarheid bij overnames te beperken. In Duitsland is dit bijvoorbeeld beperkt tot 30% van EBITDA. Nederland heeft beperkingen gesteld aan de renteaftrek met de overnameholdingsbepaling uit 2012. In art. 15ad Wet Vpb. 1969 is met ingang van 1 januari 2012 vastgelegd dat alleen de rente op het gezonde deel van de overnameschuld aftrekbaar is. Het gezonde deel wordt gesteld op 60% van de overnameprijs. Dit wordt in een periode van zeven jaar volgend op de overname met 5%-punt per jaar afgebouwd tot 25%. De aftrekbeperking kent een MKB-franchise van 1 miljoen euro rente per jaar. Dat betekent dat overnamerente tot dat bedrag zonder meer kan worden afgetrokken. De renteaftrek geldt ook voor aandeelhoudersleningen en is van toepassing op alle overnames, dus niet alleen overnames van private equity-fondsen.¹⁴

Belastingarbitrage kan ook plaatsvinden door het in rekening brengen van management fees op het niveau van de onderneming. Deze management fees zijn (deels) fiscaal aftrekbaar. Afhankelijk van waar deze management fees neerslaan, worden deze al dan niet (of minder) belast.

Het belastingvoordeel van leverage is substantieel. Knauer et al. (2014) vinden bijvoorbeeld voor Duitsland een waarde van de belastingbesparing tussen de 16 en 20% van de ondernemingswaarde. Dit leidt tot lagere belastinginkomsten voor de overheid. Dit voordeel gaat gepaard met hogere prijzen die betaald worden bij een overname en lijken zo met name deels ook terecht te komen bij de uitgekochte aandeelhouders van de overgenomen ondernemingen (zie Jenkinson en Stucke, 2011).

Maar zoals aangegeven leverage wordt zeker niet alleen gekozen in private equity transacties vanwege de fiscale voordelen. Het is onderdeel van een breder krachtenveld waarin prikkels, disciplineren en het bewerkstelligen van herstructureren centraal staan. Het (verder) terugbrengen van de fiscale voordelen zal dan ook het relatief hoge gebruik van leverage in private equity niet teniet doen. Wel zal het voor enige correctie zorgen.

4.3. Herverdeling ten koste van oude aandeelhouders: market timing en selectie

Een alternatieve (deel)verklaring van het positieve rendement voor private equity-investeerders is de mogelijkheid van timing en/of selectie. Indien het private equity-fonds alleen goed is in de selectie van ondergewaardeerde ondernemingen die vervolgens tegen een hogere prijs worden verkocht, is er 'slechts' sprake van een waardeoverdracht van de aandeelhouders van de overgenomen onderneming naar die van het private equity-fonds. In dat geval komt het rendement voort uit het wegnemen van de

¹³ Het net aangehaalde onderzoek van Cohn et al. (2014) is een uitzondering. Zij baseren hun onderzoek op belastingaangiften en hebben zodoende ook data van kleinere, en dus meer vergelijkbare bedrijven.

¹⁴ Voor een verdere bespreking van de fiscale aspecten van private equity zie Van der Streek (2016). In het recente Belastingplan 2017, is de renteaftrek van aandeelhoudersleningen overigens afgeschaft.

onderwaardering, maar niet uit meer waardecreatie. Dit kan ook betrekking hebben op de selectie van ondernemingen met ondergewaardeerde activa, die dan vervolgens in stukken worden verkocht (asset stripping).

Het blootleggen van de onderwaardering kan overigens wel degelijk echte effecten hebben. Zo is het bewerkstelligen van een juiste waardering vaak goed omdat hiermee een meer optimale allocatie van vermogen wordt bereikt. Juiste waarderingen geven een beter signaal over waar kansen liggen en dus investeringsmogelijkheden, en dat leidt tot een betere allocatie van middelen. De op market timing en asset stripping gerichte strategieën waren met name in de jaren tachtig populair bij de opsplitsing van conglomeraten. Overigens was hier niet alleen sprake van onderwaardering, maar vaak ook van onderprestaties waarbij delen van het conglomeraat hun eigen falen konden verbergen als onderdeel van het geheel. Opsplitsing zorgde er voor dat falende activiteiten werden aangepakt, en bood op die manier mogelijkheden voor echte waardecreatie.

Een minder mooi voorbeeld van onderwaardering bij private equity-transacties is als deze bewust is gecreëerd om tot lucratieve transacties te komen ten koste van de zittende aandeelhouders. Het management zou beïnvloed kunnen zijn door het private equity-fonds. Het zou in het voortraject benaderd kunnen zijn en op basis van beloftes ten aanzien van haar rol na de overname, al kunnen handelen in het belang van het private equity-fonds in plaats van in het belang van de zittende aandeelhouders en eventueel andere stakeholders. Enig bewijs hiervan is bijvoorbeeld zichtbaar in het onderzoek van Mao en Renneboog (2015), die laten zien dat in management buy-outs in het jaar voorafgaand aan de transactie meer neerwaartse winstmanipulatie plaatsvindt. Dit zou kunnen impliceren dat het zittende management de waarde van de onderneming in negatieve zin tracht te beïnvloeden, om zo de aanschafprijs voor het private equity-fonds te drukken. Hiermee is er een groter waarde stijgingspotentieel na de transactie waar het management, dat vaak aandeelhouder wordt, van profiteert. Andere voorbeelden zijn het toezeggen van excessieve afscheidsregelingen voor het management bij instemming met een overname waardoor het oude management mogelijkerwijs de aandeelhouders adviseert te snel en op basis van een te lage prijs de onderneming te verkopen.¹⁵ Dit gaat ten koste van de oude aandeelhouders en pleit voor een actieve rol van de RvC van de verkopende partij bij een overname.

4.4. Herverdeling en werknemers

Het effect van private equity op de werkgelegenheid in een onderneming is gemiddeld genomen in de eerste jaren na de buy-out negatief, maar herstelt zich vervolgens gemiddeld genomen in de jaren daarna (zie Cressy, Munari en Majlipiero, 2007; Wilson, Wright, Siegel and Scholes, 2012; Boucly, Sraer en Thesmar, 2011). In private equity-transacties gericht op herstructurering is te verwachten dat het aantal werknemers terug zal lopen. Om de efficiëntie van de onderneming te verhogen wordt selectief in bestaande banen gesneden. Hiertegenover staat dat ruimte wordt geschapen voor nieuwe banen. Er

¹⁵ Dit belangenconflict komt uiteraard ook bij reguliere overnames voor. Mannesmann in Duitsland is een mooi voorbeeld. Het management kreeg daarin een goudgerande pensioenregeling. Aangezien private equity-investeerders gespecialiseerd zijn in overnames, hebben ze mogelijk een grotere 'trukendoos' om snel de loyaliteit van het management 'te kopen'. Dit soort problemen kunnen zich dan vaker bij door private equity geïnitieerde overnames voordoen.

kan sprake zijn van een uiteindelijke groei in het aantal banen volgend op de strategische heroriëntatie (met mogelijk daarop volgende fusies en overnames van de onderneming). Er lijkt derhalve sprake te zijn van 'creative destruction' waar herstructurering onder private equity sneller en harder wordt doorgevoerd in vergelijking met de vorige eigenaren. Dit schept dan weer ruimte om verder te groeien.¹⁶ De meest uitgebreide studie naar werkgelegenheidseffecten in door private equity gefinancierde ondernemingen is Davis, et al. (2014). Zij analyseren een zeer uitgebreide dataset van 3200 buy-out-ondernemingen over de periode 1980-2005 en concluderen dat de buy-outs tot een beperkt *netto* baanverlies leiden (minder dan 1%), maar dat sprake is van grote *bruto* baancreatie. Er is dus sprake van zowel het verdwijnen van een aanzienlijk aantal banen, als het creëren van een groot aantal nieuwe banen (resultierend in een klein netto verlies).

Met betrekking tot de salarissen per werknemer is het beeld meer diffuus, sommige internationale studies vinden een lichte daling, andere studies vinden juist gemiddeld een stijging. Hoewel het enigszins gissen blijft naar de precieze redenen voor de niet eenduidige resultaten, lijken een tweetal effecten een rol te spelen. Private equity zet een neerwaartse druk op de salarisniveaus in het algemeen¹⁷, maar tegelijkertijd is er mogelijk een verschuiving naar zwaardere functies. Studies laten verder zien dat het krachtenveld rond werknemers in het algemeen (vakbondslidmaatschap, werkveiligheid, carrièreperspectieven, klachtenprocedures, interne promoties etc.)¹⁸ niet fundamenteel verandert. Er lijkt dan ook geen systematisch bewijs van een indirecte overdracht van waarde van werknemers naar investeerders.

4.5. Herverdeling van limited partners naar general partners binnen het private equity-fonds

Het beloningscontract van de general partner (met de management fee en de carried interest) is erop gericht zoveel mogelijk de belangen van de general en de limited partners met elkaar in overeenstemming te brengen. Toch blijft er ruimte voor belangenconflicten. Deze hebben vooral betrekking op het feit dat de general partners een sterk belang hechten aan de grootte van de fondsen terwijl het bij de limited partners primair gaat om het rendement op de investeringen. De prikkel om de omvang van het fonds (en die van de volgende fondsen) als doel te gaan zien kan er met name aan het einde van de looptijd van een fonds toe leiden dat de general partner minder optimale investeringen onderneemt. De reputatie van de general partner en een goede screening door de limited partners van private equity-fondsen moeten dit gedrag in de hand houden. Daarnaast kan de general partner allerlei andere fees in rekening brengen zoals bijvoorbeeld een management fee bij de onderneming. Getracht wordt dergelijke fees tegenwoordig standaard op te nemen in de limited partner overeenkomsten van het fonds. Transparantie naar vooral kleinere investeerders blijft echter een zorg. Marktkrachten kunnen hier mogelijk enige discipline voor afdwingen. Momenteel is echter door een relatief

¹⁶ Voor de maatschappij is dit niet alleen positief. Als er sprake is van een zware uitstoot van oudere werknemers met weinig perspectief op de arbeidsmarkt, kan dit leiden tot kosten die langdurig worden afgewenteld op de maatschappij.

¹⁷ Een mogelijk mechanisme hiervoor is dat het financieren met veel vreemd vermogen en de daaruit voortkomende druk op de onderneming, de onderhandelingspositie van werknemers niet sterker maakt; zie voor een uitvoerige theoretische discussie hierover Perotti en Spier (1993).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld de survey van EVCA/CMBOR (2008).

overaanbod van vermogen er een ‘vragersmarkt’ waardoor general partners meer macht hebben en marktdiscipline onder druk staat.

4.6. Uitstralingseffecten van private equity binnen de bedrijfstak

Recent hebben een beperkt aantal studies (zie Bernstein et al., 2010; en Lubbers, Von Eije en Westerman, 2015) gekeken naar de invloed van private equity op meso (bedrijfstak)niveau. Bernstein et al. (2010) vinden dat in bedrijfstakken waar in de afgelopen vijf jaren private equity-fondsen actief zijn geweest er relatief meer groei is in werkgelegenheid en er sprake is van meer investeringen. Dit kan er op wijzen dat er spill-over-effecten zijn van de aanwezigheid van private equity-fondsen naar concurrenten in de bedrijfstak.¹⁹ Concurrentie stimuleert ook niet met private equity gefinancierde ondernemingen om de productiviteit te verhogen en ondernemingsprocessen te verbeteren.

Het is te vroeg om op basis van deze studies sterke conclusies te trekken. De studies zijn te incidenteel hiervoor. Wel is duidelijk dat het goed mogelijk is dat er positieve effecten op andere bedrijven in de bedrijfstak zijn door de aanwezigheid van private equity-financiering. Het onderzoek in deze richting is echter nog pril.

5. Ontwikkelingen in de markt voor private equity in Nederland

De markt voor private equity-investeringen was in 2007 op haar hoogtepunt, zowel wereldwijd als in Nederland. Afgezien van de ‘oververhitting’ toen, en de correctie hierop in de kredietcrisis – met name in 2009 – is over de afgelopen drie decennia bezien private equity alleen maar in omvang toegenomen.

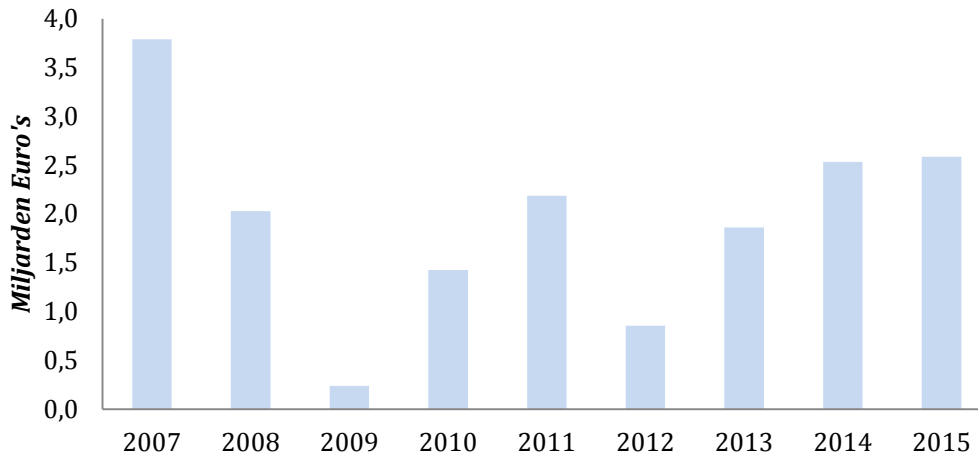
De markt ontwikkelt zich echter in golfbewegingen die sterk beïnvloed worden door de mate waarin vreemd vermogen op een bepaald moment te verkrijgen is en het gemak waarmee exits mogelijk zijn. En dat laatste is sterk afhankelijk van het beursklimaat: al dan niet gunstige omstandigheden voor een beursgang of overnames.

Door de relatief hoge rendementen in het verleden – althans vergeleken met een goed gespreide aandelenindex – is private equity een populaire beleggingscategorie voor institutionele beleggers geworden. ABP bijvoorbeeld belegt vanaf 2005 voor ongeveer 5% van haar totale portefeuille in private equity. Het toenemende aanbod van vermogen voor private equity is ook een gevolg van de relatief hoge omvang van exits uit eerdere private equity-fondsen die vermogen vrijspelen voor herbelegging. Dit alles zorgt ervoor dat de markt op dit moment veel fondsen kent met relatief veel gecommiteerd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal (zogeneten ‘dry powder’). Dit is de ‘vragersmarkt’ waar we al naar verwezen. De jaarlijkse private equity-investeringen in Nederland tussen 2007 en 2015 bedroegen

¹⁹ Enige voorzichtigheid is hier op zijn plaats. Hoewel getracht wordt zo goed mogelijk te ‘controleren’ voor reversed causality is dit iets wat niet volledig uitgesloten kan worden. In een studie naar de rol van private equity in de restaurant industrie in de VS vinden Bernstein en Sheen (2016) hier meer direct bewijs van; met name franchise organisaties van door private equity overgenomen organisaties in de nabijheid van private equity-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden.

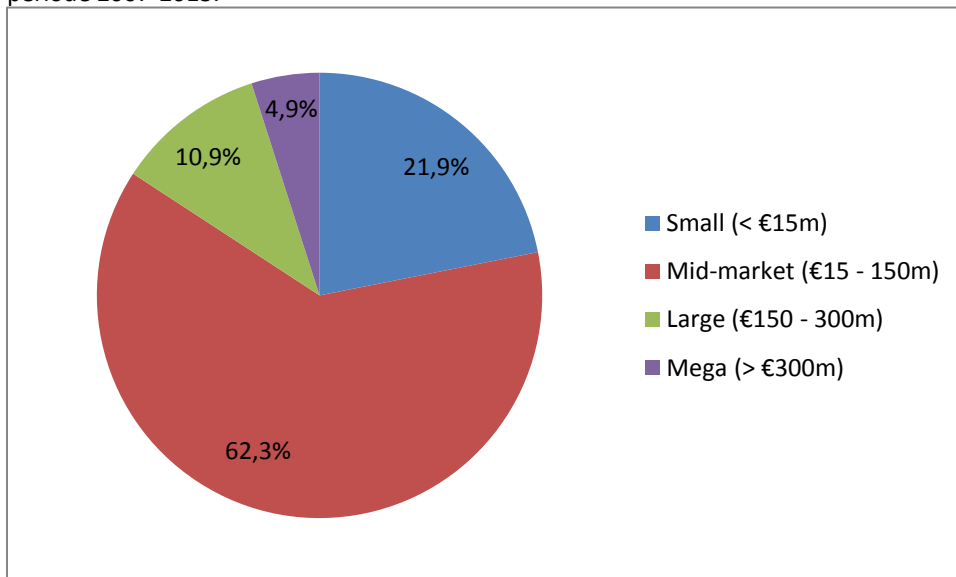
tussen 0,14 en 0,75% van het BBP, en tussen de 1 en 20% van de totale waarde van alle overnames in Nederland.²⁰

FIGUUR 4: Overzicht ontwikkeling buy-out-investeringen in Nederland door private equity-fondsen (opgave Europese PE fondsen); in miljarden euro's.



Bron: Invest Europe country tables, 2007-2015, table 26.

FIGUUR 5: Indeling in grootte van financiering in buy-outs door private equity-fondsen, gemiddelden over de periode 2007-2015.



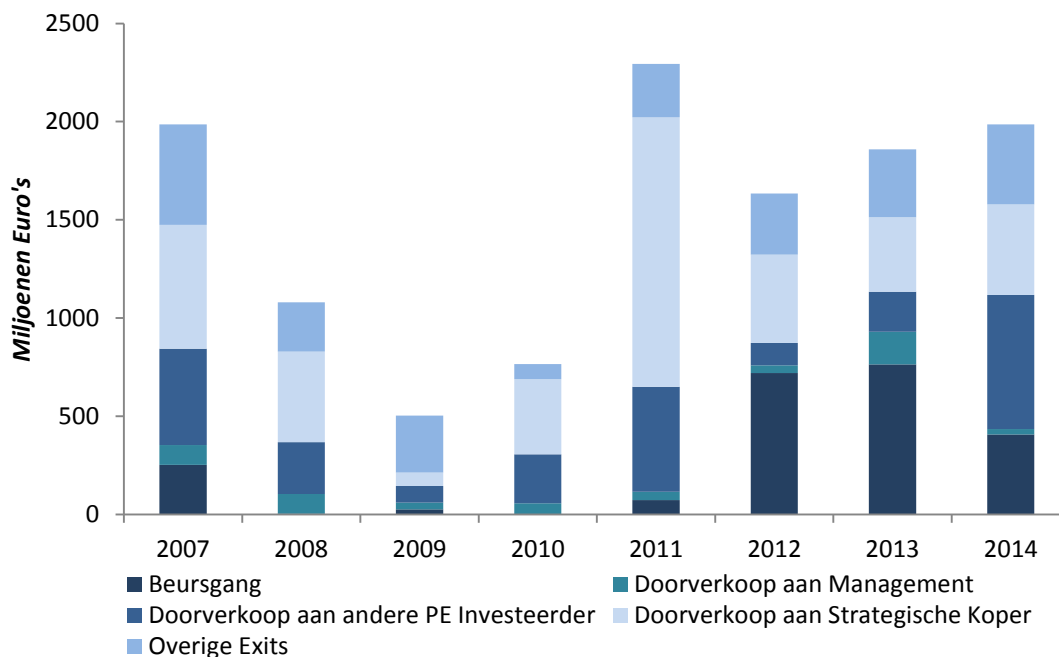
Bron: Invest Europe country tables 2007-2015.

²⁰ Door de relatief hoge mate van vreemd vermogenfinanciering is de slagkracht van private equity groter dan de eigen vermogeninbreng (en eventuele aandeelhoudersleningen). De gemiddeld genomen hogere leverage na een buy-out is hiervan een reflectie. Na de crisis is er bij door private equity gehouden bedrijven sprake van ruim 60% vreemd vermogen, voor de crisis lag dit gemiddeld nog een stuk hoger. Dit betreft de all-in leverage (dus zowel de leverage op het niveau van de overnameholding als binnen de onderneming).

Het grootste deel van de private equity-investeringen valt in de categorie mid-market, met een investering aan eigen vermogen tussen 15 en 150 miljoen euro (62%), 22% zijn kleinere deals, en de overblijvende 15% zijn grote transacties (zie figuur 5). Over de periode 2007-2015 werd gemiddeld 46% van het totale volume door buitenlandse private equity-firma's geïnitieerd. Syndicering, waarbij meerdere private equity-partijen betrokken zijn, komt regelmatig voor; gemiddeld over de periode van 2007-2014 in 29% van de gevallen.

Private equity-fondsen houden hun investering gemiddeld ongeveer vijf jaar aan. Over de periode 2007-2015 is verkoop aan een strategische partij de meest gebruikte manier waarop een onderneming wordt afgestoten (33%). Doorverkoop aan een ander private equity-fonds (secondary buy-outs) neemt 20% voor haar rekening, en een exit via een beursnotering 12%. Het belang van secondary buy-outs neemt toe. Dit is niet alleen in Nederland zo, maar ook wereldwijd. De toename van deze secondary buy-outs wordt deels verklaard door het grote aanbod van private equity-vermogen waardoor er partijen zijn die aan het einde van hun investeringstijd zitten (veelal de eerste 5 jaar van een fonds) maar nog investeringen moeten doen, of juist aan het einde van hun fondslooptijd zitten en dan van hun investeringen af moeten. Doorverkopen (secondary buy-outs) kan verder uit het oogpunt van waardecreatie optimaal zijn als sprake is van complementaire vaardigheden in opeenvolgende buy-outs; bijvoorbeeld via een herstructurering in de eerste ronde naar een groeistrategie daarna.

FIGUUR 6: Desinvesteringen (exits) van private equity in Nederland gedurende de periode 2007-2014 ingedeeld naar type exit.



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015.

6. Inzichten uit empirie voor Nederland

Hoewel governance modellen tussen landen verschillen – vergelijk het Rijnlandse en het Angelsaksische model bijvoorbeeld – is de uitwerking veel meer overeenkomstig dan lijkt (zie Boot, 2009). Voor het private equity-model geldt dit nog veel sterker. Private equity als governance model werkt wereldwijd vrij standaard en kent weinig fundamentele verschillen. Het is dan ook een sterk internationaal georiënteerde activiteit. Nederlandse fondsen investeren in Nederland en in het buitenland, en hetzelfde geldt voor het ophalen van de fondsen (zowel uit binnen- als buitenland). Ook zijn er in Nederland veel buitenlandse private equity-fondsen actief. De inzichten uit de internationale empirische studies uit paragraaf 4 zijn hierdoor ongetwijfeld relevant voor Nederland.

Naast het inventariseren van deze inzichten, is in deze studie ook specifiek naar Nederland gekeken. Op basis van twee elkaar aanvullende steekproeven is getracht inzicht te krijgen in de werking van private equity buy-outs in Nederland. De eerste steekproef is op basis van een publieke database (Zephyr van Bureau van Dijk, verder aangeduid met BvD). Op basis hiervan zijn voor de periode 2007-2015 uiteindelijk 595 private equity buy-outs gevonden. De resultaten van deze buy-outs zijn vergeleken met twee controlegroepen. Een controlegroep bevat telkens 10 vergelijkbare Nederlandse ondernemingen in grootte en bedrijfstak, en een andere bestaat uit steeds 10 Europese ondernemingen vergelijkbaar in grootte en bedrijfstak. Op basis hiervan kijken we naar de ontwikkeling van bepaalde cijfers vanaf één jaar voor de buy-out tot drie jaar erna, dan wel tot het moment van exit. Doordat het vaak gaat om ondernemingen waarvan data beperkt beschikbaar zijn wordt de uiteindelijke steekproef aanzienlijk kleiner en verschilt de omvang ervan per aspect dat wordt bekeken. Zo blijft er minder dan 5% van de oorspronkelijke steekproef over voor bepaalde cijfers over omzet, vreemd vermogen, aantal werknemers en belastingen. Dit kan de representativiteit aantasten en betekent dat de resultaten zeer voorzichtig geïnterpreteerd dienen te worden.

De tweede, veel kleinere steekproef – met 31 waarnemingen – is afkomstig van een private equity-investeerder en bevat meer gedetailleerde gegevens waarmee aanvullende analyses mogelijk zijn. Deze database zullen we aanduiden als de PE-database (naast de eerdere BvD-database). De PE-database bevat gegevens over de omvang van de investeringen en de karakteristieken van de betrokken ondernemingen, en dat voor het jaar van de overname tot en met de exit voor zover deze al heeft plaatsgevonden.

De belangrijkste inzichten zijn als volgt.

6.1. Holding periode en deal-karakteristieken

De mediaan holdingperiode voor beide steekproeven ligt op 4 jaar voor de bedrijven die een exit hebben gerealiseerd in de periode 2007-2016. Dit is vergelijkbaar met wat gevonden wordt op Europees niveau. Overigens hebben slechts 192 van de 595 bedrijven een exit gerealiseerd. Dit hangt zeer waarschijnlijk samen met de invloed van de crisis. Dit betekent dat de feitelijk periode dat een onderneming gemiddeld genomen in handen is van private equity langer is.

Private equity-fondsen kopen in verreweg de meeste gevallen een meerderheidsbelang (90,3% in de PE-database). In 16% van de gevallen is er sprake van co-investeerders – limited partners die mee

investeren – en in bijna 10% van de gevallen participeren private equity-fondsen samen in een deal. Voor wat betreft de initiële investering geldt dat private equity-fondsen in 33% van de gevallen kopen van een strategische verkoper, in 42% van een ander private equity-fonds, en in 25% van de gevallen direct van familie of ondernemer. Private equity-fondsen kiezen bij een exit een strategische koper in 38% van de gevallen, een ander private equity-fonds (39%), een beursemissie (3%), en familie, ondernemer of management, ook 3%. In 18% van de gevallen wordt de onderneming afgeschreven.

6.2. Effect op de onderneming

Op basis van de BvD-database zien we voor de eerste drie jaren onder private equity dat de mediaan groei van totale activa en omzet ten opzichte van de controlegroepen hoger is.²¹ Dit suggereert dat de private equity-fondsen in staat zijn snel groeiende ondernemingen te selecteren dan wel in staat zijn ondernemingen snel te doen groeien. Het is belangrijk de eerdergenoemde disclaimers ook voor deze resultaten te herhalen. Indien de positieve effecten voortkomen door het selecteren van voorheen minder snel groeiende ondernemingen, zou dit wijzen op een selectie-effect en niet zo zeer een positieve bijdrage van private equity per sé. Als tweede speelt dat door overnames en afstotingen van onderdelen (die vaak samengaan met private equity-investeringen) geheel andere ondernemingen kunnen ontstaan die weinig meer van doen hebben met de originele benchmark. Dat dit laatste van belang is blijkt bijvoorbeeld uit de BvD-database waar 57% van de portefeuille-ondernemingen betrokken waren bij fusie- en overname-activiteiten in de periode onder private equity-eigendom.

Ten opzichte van het jaar vóór de overname hebben private equity-ondernemingen meer vreemd vermogen.²² Dit daalt aan het einde van de looptijd voor dat deel dat vervolgens al een exit heeft gehad.

Andere resultaten laten zien hoe belangrijk het is te corrigeren met een controlegroep. Zo laat het bedrijfsresultaat van de private equity-ondernemingen een negatieve trend zien, maar deze is positief ten opzichte van de controlegroepen. Ondernemingen met private equity als investeerder doen het dus beter. Ook hier blijkt overigens dat ondernemingen die een eerdere exit hebben gehad, probleemkinderen zijn: de mediaan groeivoet is negatief ten opzichte van de controlegroepen.²³

6.3. Werknemersperspectief

Voor wat betreft het aantal werknemers zien we een stijging bij de ondernemingen in de grote BvD-database van een jaar voor tot drie jaar na de overname. Maar de controlegroepen tonen een nog sterkere stijging. Het verschil in groeivoet van het aantal werknemers met de controlegroepen is niet

²¹ Het is wel opmerkelijk dat de groeivoet voor ondernemingen met een exit, gemeten vanaf een jaar voor de overname tot en met het jaar van de exit, lager ligt dan die van de controlegroepen. Het aantal observaties van deze steekproef is wel een stuk minder en de verschillen zijn niet statistisch significant.

²² De hoeveelheid vreemd vermogen is hier waarschijnlijk nog onderschat aangezien een deel van de schuld vaak nog in de overname holding zit en deze niet in de cijfers uit de database zijn te achterhalen.

²³ Voor de PE-database vinden we een sterke groei van de omzet en een stijgende ondernemingswaarde. Verder zien we een lichte daling in EBITDA en vreemd vermogen ten opzichte van het jaar van aankoop (we hebben hier niet de gegevens van het jaar vóór de aankoop).

significant. Ook voor ondernemingen met een exit is de stijging van het aantal werknemers niet significant verschillend dan in de controlegroepen. Het aantal observaties is hier echter zeer beperkt.²⁴

De voorzichtige conclusie hieruit is dat private equity weldegelijk werkgelegenheid op peil houdt, maar bezien over een periode van drie jaar een kleinere uiteindelijke groei in werkgelegenheid laat zien dan in de controlegroepen. Dit in combinatie met de eerder gerapporteerde hogere groei in totale activa en omzet vergeleken met de controle groep, betekent dat private equity er in slaagt te groeien zonder navenante groei in arbeidsinzet.

6.4. Investeerdersperspectief

Alleen voor de kleine PE-database hebben we gegevens over het behaalde rendement. Het mediaan rendement (IRR) dat behaald is, bedraagt 24% voor alle ondernemingen tezamen; voor de ondernemingen met een exit bedraagt deze 22%. Het betreft hier rendementen zonder correctie voor de fees die in rekening worden gebracht door het private equity-fonds.

6.5. Belastingen

Voor de grote BvD-database zien we een daling in de betaalde belastingen van ondernemingen van een jaar voor de buy-out tot drie jaar na de buy-out of tot het moment van exit. De daling in betaalde belastingen is echter minder groot in vergelijking met de controlegroepen die een grotere daling laten zien (met name in de vergelijking met de ondernemingen met een exit). Deze daling kan deels te maken hebben met de invloed van de crisis.

Zoals eerder gesteld zijn de bovenstaande resultaten gebaseerd op een klein aantal observaties, en bovendien is vaak sprake van majeure wijzigingen in de samenstelling van de betrokken ondernemingen (zie de eerder besproken disclaimers). Voorzichtigheid in interpretatie en gebruik van deze resultaten is dan ook een must.

7. Inzichten uit de case studies

Naast het empirisch onderzoek zijn twee case studies gedaan naar de werking van private equity. Daarbij hebben we ons gericht op de overname van Attero door het private equity-fonds van Waterland in 2014 en op de overname van Action in 2011 door 3i. Beiden worden vaak genoemd in de financiële pers. Attero wordt genoemd door zeer vroege omvangrijke dividenduitkeringen en de suggestie dat er te weinig aan de oude verkopers is betaald. Action wordt gezien als een succesverhaal van private equity met een zeer sterke groei na de overname.

7.1. Attero

In 2014 verkopen Nederlandse provincies en gemeenten hun aandelen in Attero aan het Nederlandse private equity-fonds Waterland voor een bedrag van 170 miljoen euro. Na iets meer dan een jaar na de overname heeft Attero een dividend van 183 miljoen euro aan het private equity-fonds uitgekeerd.

²⁴ In de kleine PE-database zien we eveneens een stijging van het aantal werknemers gemeten drie jaar na de buy-out; of op het moment van exit als dat eerder is. Dit is dan relatief tot het eerste jaar na de buy-out omdat gegevens over het jaar vóór de buy-out ontbreken.

Het beeld dat uit deze casus naar voren komt is dat Waterland aanzienlijke verbeteringen heeft kunnen doorvoeren, en daardoor waarde heeft kunnen creëren. Het betreft hier een relatief conservatief gefinancierde buy-out; met relatief weinig vreemd vermogen. De ratio netto schuld/EBITDA bleef onder 1 hetgeen verhoudingsgewijs laag is. Dit is door de verkopende aandeelhouders in afspraken vooraf vastgelegd door het begrenzen van deze ratio. De mogelijkheid vroeg veel dividend uit te keren was zeker deels te danken aan de opleving van de industrie (leidend tot meer import) en hiermee samenhangende stijgende prijzen voor afvalverwerking. Attero is een voorbeeld van private equity waar de private equity-firma zowel door efficiencyverbeteringen en een herziene strategische focus het bedrijf winstgevender weet te maken. Daarnaast is het mogelijk een voorbeeld van market timing en de selectie van een ondergewaardeerde onderneming. De indruk bestaat wel dat Attero tegen een relatief lage prijs is verkocht. Wordt de markt onderschat waardoor het mogelijk tegen een te lage prijs is verkocht? Of is Waterland beter in staat geweest het waardepotentieel in te schatten in vergelijking met de verkopers (en andere mogelijke kopers)? De dividenduitkeringen waren mogelijk door hogere efficiency, betere marktomstandigheden en door een vrijval in specifieke voorzieningen (met name voor risico's van het afdichten van stortplaatsen), zonder dat de onderneming daardoor teveel werd uitgehold.

Kijkend naar de werknemers is er ook sprake van ontslag van 20 werknemers (van de in totaal 690 werknemers), maar dat is gegaan in goed overleg met vakbonden en OR op basis van een sociaal plan. Investeringen zijn qua focus verlegd, en er lijkt weldegelijk in de lange termijn te worden geïnvesteerd – onder meer wordt er voor 100 miljoen geïnvesteerd in een nieuwe centrale in Moerdijk. Ook geeft Waterland aan dat zij eventueel met verdere kapitaalinjecties groei wil financieren (Waterland, 2015).

Een bijkomend aspect is dat Waterland niet alleen aan het management maar ook aan alle werknemers aandelenparticipaties heeft aangeboden. Dit is niet ongebruikelijk, en kan gezien worden als een middel om werknemers te motiveren om mee te doen aan de veranderingen.

7.2. Action

In het najaar van 2011 koopt private equity-firma 3i via een van haar investeringsfondsen een meerderheidsbelang in Action, voor 117 miljoen euro. Vier jaar na de aankoop heeft het private equity-fonds haar investering al in dividenduitkeringen terugverdiend. Er was sprake van een sterke groei van de operationele kasstroom, en hoge dividenduitkeringen die deels met vreemd vermogen werden gefinancierd. Daarnaast is de waarde van Action in een periode van vier jaar ongeveer verzevenvoudigd.

Action is een voorbeeld van een succesvolle internationale groeistrategie die mogelijk werd gemaakt door het inbrengen van de specifieke kennis die hiervoor nodig is en door professionalisering van de governancestructuur. De groei maakte dividenduitkeringen mogelijk zonder dat de onderneming daardoor in haar handelen werd beperkt. Er werd gebruik gemaakt van een behoorlijke mate van leverage met daarbij in eerste instantie ook een omvangrijke aandeelhouderslening van 254 miljoen euro. De verhouding vreemd vermogen ten opzichte van de ondernemingswaarde meteen na de overname was 48% exclusief de aandeelhouderslening; met aandeelhouderslening 86%. De aandeelhouderslening werd overigens binnen 3 jaar afgelost.

Het aantal werknemers is hard gegroeid: van 9500 in 2011 tot 30.000 in 2015. In deze casus lijkt dus sprake van een succesverhaal zonder evidente herverdelingen.

8. Tot slot

Dit rapport tracht de rol van private equity in buy-outs te duiden. De investeringen van private equity-fondsen stegen sterk in de aanloop naar de financiële crisis mede gevoed door gunstige marktomstandigheden (lage rente, gunstige kredietvoorwaarden en goede mogelijkheden voor het verkopen van ondernemingen). In de periode daarna vond een neerwaartse correctie plaats, maar herstel zette spoedig in. Geconcludeerd kan worden dat in Nederland net als in de rest van de wereld het belang van private equity blijvend is gestegen.

Een belangrijk karakteristiek van private equity is de gebruikte leverage, financiering met vreemd vermogen dus. Naast het eigen vermogen ingebracht door private equity-investeringsfondsen wordt namelijk vreemd vermogen aangetrokken ter financiering van buy-outs. Dit zorgt ervoor dat de leverage in de overgenomen ondernemingen stijgt. Hoe gunstiger de marktomstandigheden, hoe meer deze overnames worden gefinancierd met vreemd vermogen. Op het eerste gezicht maakt de toegenomen leverage de onderneming gevoeliger voor faillissementsrisico, een belangrijk zorgpunt in de discussie over de invloed van private equity. Echter omdat een private equity-fonds door zijn directe betrokkenheid (en onderhandelingspositie ten opzichte van banken) eventuele toekomstige problemen beter kan opvangen is het effect van leverage op het faillissementsrisico beperkt.

De hoge gebruikte leverage leidt wel tot minder belastinginkomsten bij de overheid. De Nederlandse overheid heeft (net als in andere landen) stappen gezet om de rente-aftrek op deze schulden in te perken.

Private equity-investeerders hebben naast dit belastingvoordeel nog andere belangrijke redenen om overnames met relatief veel vreemd vermogen te financieren. Zo zorgt het voor een hefboom op de inspanning van de private equity-investeerder (inspanningen worden door de hefboom beloond met een hoger rendement op het eigen vermogen), het zet aan tot urgentie (de hoge leverage 'vereist' actie, met name van belang bij herstructurerings), het maakt het mogelijk meer investeringen te doen met een gegeven hoeveelheid eigen vermogen (dit heeft onder meer een positieve invloed op de beloning van de private equity general partners), en het kan de onderneming helpen in onderhandelingen met andere stakeholders (door de druk en lasten van de leverage zijn deze mogelijk eerder bereid tot concessies). Dit laatste kan wijzen op voordelen die ten koste van andere partijen worden behaald, en duidt op een herverdeling van waarde en niet zo zeer op een waardeverhoging van het geheel. Private equity heeft dus zowel herverdelingseffecten als een effect op de totale waarde, en leverage speelt hierbij een rol. Dit geldt ook voor de fiscale voordelen die duiden op een afwenteling op de maatschappij. Hoewel de gebruikte leverage op dit moment enigszins beperkt is, kan worden verwacht dat met het verbeteren van marktomstandigheden, het gebruik van vreemd vermogen weer zal stijgen. Het beperken, of zelfs afschaffen van de rente-aftrek zal dit slechts gedeeltelijk beïnvloeden.

Historisch gezien heeft private equity een rendement gegenereerd voor haar investeerders (limited partners) dat boven dat van een goed gespreide aandelenportefeuille uitkomt, ook na aftrek van kosten en (aanzienlijke) fees. We hebben het dan over de limited partners die als beleggers van buiten participeren. Deze geschiedenis is tevens de belangrijkste reden dat de limited partners graag in private equity beleggen. Maar de spreiding in rendementen is groot, en als gecorrigeerd wordt voor nadelige factoren zoals minder liquiditeit en hoger risico ten opzichte van de benchmark lijkt er geen wezenlijke outperformance voor de limited partners te zijn.

Het rendement dat private equity fondsen op hun portefeuille ondernemingen behalen komt voort uit een aantal bronnen:

- Operationele verbeteringen inclusief aanpassing van strategische focus en het faciliteren van groei;
- Verbeteringen in de governancestructuur; door belangencongruentie en verbeterd toezicht;
- Verhoging van de leverage en daaruit volgende voordelen: hoger verwacht rendement en belastingbesparingen;
- Investeringsselectie en market timing; private equity-firma's gebruiken veel adviseurs en sectorspecialisten om ondergewaardeerde overnamekandidaten op te sporen en hiervan te profiteren door later tegen een hogere prijs te verkopen.

Private equity heeft een toegevoegde waarde als tijdelijke eigendomsstructuur, veelal met als horizon ongeveer 4-7 jaar. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door de leverage) zet het aan tot actie om verbeteringen in een doelwit onderneming door te voeren. Het biedt een meer afstandelijke blik op de onderneming, waarbij teruggevallen kan worden op de financiële slagkracht, expertise en netwerk van de private equity firma. Het ondervangt vaak ook potentiële agency problemen doordat men dichter op het management zit en niet onderhevig is aan free-rider problemen die beursfondsen kenmerken door het gespreid bezit van de aandelen. Al deze factoren dragen bij aan een betere allocatie van middelen.

Het rendement voor de private equity-investeerder is niet altijd echte waardecreatie maar kan evenzeer - zoals aangegeven - gebaseerd zijn op herverdelingseffecten die ten koste gaan van andere stakeholders binnen (en buiten) de onderneming. Dit is een belangrijk zorgpunt in de discussie over private equity, en wijst op mogelijke belangenconflicten. De belangrijkste potentiële conflicten van een private equity-fonds met andere stakeholders zijn:

- Een prikkel om zwaar in te zetten op snelle reorganisaties, mogelijk weinig investeringen te doen, hoge dividenden uit te keren, en meer in het algemeen, mogelijk (te) opportunistisch te werk te gaan. Dit kan ten koste gaan van werknemers, leveranciers en afnemers.
- Een te extreme verhoging van leverage. Dit kan ten koste gaan van verschaffers van vreemd vermogen, met name ook de leveranciers (via ongunstigere voorwaarden van het leverancierskrediet) en uiteindelijk ook werknemers en afnemers.

Onze conclusie is dat deze conflicten zich ongetwijfeld ooit voordoen, maar dat dergelijke excessen incidenteel zijn. Ook is de kans op faillissement maar iets hoger dan voor bedrijven waar geen sprake is van betrokkenheid van private equity. Wij vinden ook geen systematisch bewijs dat private equity slecht is voor de werknemers en andere stakeholders.

Er kunnen ook belangenconflicten ontstaan tussen de general en limited partners in het private equity-fonds. De general partner heeft een belang bij de grootte van het fonds en hierdoor mogelijk andere overwegingen dan de limited partner alsmede in de selectie van investeringen. Ook de fee-structuur kan leiden tot een mogelijk belangenconflict tussen de general en de limited partners. Het gevaar van belangenconflicten moet niet worden gebagatelliseerd. Hoewel general partners gebaat zijn bij een goede reputatie richting limited partners – zij hebben ze immers ook weer in de toekomst nodig – mag hier niet te veel waarde aan worden gehecht. Er is ten principale een potentieel conflict. General partners zitten er dicht op en halen aanzienlijke fees binnen. Meer druk van limited partners is wenselijk, en transparantie in limited partnerovereenkomsten zou hierbij kunnen helpen. Invloed wordt overigens uitgeoefend (zie bijvoorbeeld de recente richtlijnen ontwikkeld door PGGM), maar het is niet duidelijk hoe effectief dit is, en in hoeverre het voor de gehele sector geldt. Van belang is wel te onderkennen dat zowel binnen de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd als binnen de organisaties van waaruit de limited partners komen (institutionele beleggers met name) dit bedrijfsbeslissingen zijn waarover men zelf verantwoordelijkheid heeft en de overheid in principe terughoudend zou moeten zijn. Het is niet de rol van de overheid om bedrijfsbeslissingen te verbieden. Overigens kan van de limited partners in de huidige vragersmarkt niet teveel worden verwacht. Zij zullen zich conformeren aan internationale marktstandaarden (die relatief weinig bescherming bieden) en geneigd zijn zich niet te moeilijk op te stellen, en in veel gevallen blij zijn dat zij het geld dat zij alloceren voor private equity in fondsen met goede reputatie kunnen investeren.

Daarnaast zijn excessen mogelijk vóór het moment van de overname door private equity. Bestaande bestuurders kunnen worden beïnvloed. In het bijzonder heeft de private equity-investeerder er belang bij de aandelen in het over te nemen bedrijf zo goedkoop mogelijk in handen te krijgen. Aangezien het management door de private equity-partij mogelijk wordt bespeeld met de belofte van een aandelenpakket, kan zij er ook belang bij hebben de aandelenkoers vóór de transactie omlaag te krijgen. Dit is schadelijk voor de 'oude' aandeelhouders. Dit vraagstuk is gerelateerd aan de problematiek van de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders waarin centraal staat dat grotere aandeelhouders via het nastreven van specifieke eigen belangen kleine aandeelhouders kunnen benadelen. Bij buy-outs (en private equity) kan dit op deze manier ook spelen, maar staat daarnaast centraal de zorg dat nieuwe aandeelhouders (waaronder mogelijk het management) zo goedkoop mogelijk aan de aandelen willen komen, hetgeen aanleiding kan geven tot ongewenst gedrag bij het management. Overigens is dit niet exclusief voorbehouden aan private equity. Transacties rond ondernemingen en bedrijfsonderdelen brengen deze zorgen met zich mee. De juiste positionering van de RvC is van groot belang om de eigen belangen van het management zelf in toom te houden, en daarmee de bestaande aandeelhouders te beschermen.

Wetgeving en contracten tussen de verschillende partijen moeten helpen deze belangenconflicten in de hand te houden. Het blijft echter wel zaak alert te blijven. De effectiviteit van huidige regelgeving – zie onder meer de wetgeving op het gebied van bestuurdersaansprakelijkheid, de AIFM-richtlijn, en de wisselwerking met de faillissementswet (en de rol van curatoren) – zou hiertoe regelmatig gemonitord moeten worden.

Ook aandeelhoudersleningen zijn hierbij een aandachtspunt. Deze worden frequent gebruikt, en vormen op zich een legitieme financieringsbron. De vraag roept zich wel op of deze leningen niet als eigen vermogen zouden moeten worden behandeld en dus zouden moeten worden achtergesteld ten opzichte van de claims van andere crediteuren. Dit voorkomt mogelijk misbruik.²⁵

Uit de empirie en de internationale empirische literatuur blijkt dat de effecten van private equity op de performance van ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd over het algemeen licht positief zijn. De ondernemingen groeien iets harder en zijn iets meer winstgevend ten opzichte van een relevante controlegroep. Ook de ontwikkeling in het aantal werknemers reflecteert deze groei.

Ons eigen onderzoek wijst in dezelfde richting. De dataproblemen zijn echter groot waardoor absolute conclusies over de positieve invloed van private equity niet getrokken kunnen worden. Voor een te beperkte groep ondernemingen zijn voldoende data beschikbaar waardoor representativiteit niet gegarandeerd is. Het komen tot betere databases is dus een absolute must; veel data zal handmatig verzameld moeten worden. In ieder geval zijn ook case studies wenselijk. Dit kan een beter gevoel geven voor de type inbreng die private equity levert. In deze studie is hiertoe naar een tweetal casussen gekeken.

Het is belangrijk te onderkennen dat zelfs dan eenduidige resultaten niet te verwachten zijn. Zo zijn de eerdergenoemde groei en rendementen mogelijk gebaseerd op een selectie-effect waarbij private equity juist hoge groeiers heeft weten te selecteren, dan wel ondergewaardeerde ondernemingen heeft geïdentificeerd. Daarnaast is het van belang hoe de groei is bewerkstelligd. Groei die gecreëerd is door een betere aansturing door private equity, dan wel gefaciliteerd is door de beschikbaarheid van private equity financiering, moet worden onderscheiden van groei die ontstaat door fusies en overnames. Private equity-firma's laten namelijk de door hen overgenomen ondernemingen vaak fuseren, dan wel overnames doen, waardoor automatisch groei wordt gemeten. De vraag is echter of private equity bijdraagt aan groei en rendementen die extra ontstaan bovenop simpele optellingen door fusies of overnames. De fusie en overname-activiteiten (maar ook de afstotingen) van de betrokken

²⁵ Voor zover er nog sprake is van een fiscale aftrekbaarheid van de rente op deze leningen, is dit ongewenst. Het is niet alleen storend vanwege de afwenteling richting andere belastingbetalers, maar vooral ook problematisch voor het verkeerde gedrag dat het uitlokt. De rente-aftrekbaarheid op deze leningen is in het belastingplan 2017 afgeschaft.

ondernemingen zouden moeten worden meegenomen in toekomstig onderzoek. Ook hier ligt een grote uitdaging om deze data te verkrijgen.²⁶

Uiteindelijk is de vraag of private equity bijdraagt aan een efficiëntere allocatie van vermogen in de economie, en een efficiëntere en effectievere aansturing van ondernemingen. Dit hoeft geen groei te betekenen, maar kan evenzeer een (tijdiger) inkrimping van activiteiten inhouden. A la Schumpeter is 'creative destruction' vaak nuttig: het voorkomt een jarenlange verspilling van middelen en schept juist ook nieuwe kansen. Maar er is dan zeker niet alleen sprake van winnaars. Zo zijn de versnelde reorganisaties die private equity veroorzaakt vaak slecht voor oudere werknemers die hierdoor lang, zo niet permanent, naast het arbeidsproces komen te staan.

²⁶ De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen zou hieraan iets kunnen doen door bijvoorbeeld het initiatief van de BVCA (British Venture Capital Association) te volgen om een representatieve database te creëren. In een poging om de transparantie en verslaggeving op het gebied van private equity te vergroten rapporteren zij over de effecten van een representatieve steekproef op jaarlijkse basis. Zie BVCA (2015) Annual Report on the Performance of Portfolio Companies, VIII). Hierin wordt informatie verschaft over een representatieve steekproef van ondernemingen waarin private equity heeft geïnvesteerd. Deze gegevens worden verstrekt voor een langere periode. Een belangrijke toevoeging in een dergelijke analyse zouden de fusie-, overname- en afstotingsactiviteiten moeten zijn.