

Mgmt.

SCOPE

Dossier

**Private
equity**

A MEETING OF MINDS

DOSSIER PRIVATE EQUITY

IN SAMENWERKING MET DE NVP

LUDO BAMMENS

PIETER DE JONG

JEROEN REGEUR

MARC STAAL

ARNOUD BOOT

OPLEIDINGEN

Één van de doelen van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen is het bijdragen aan verdere professionalisering van de private equity-sector. De trainingen van de NVP vormen dan ook een belangrijk onderdeel van de vereniging. Het opleidingsprogramma haakt in op de praktische aspecten van private equity-investeringen en bestaat uit een basisprogramma en een daaropvolgend advanced-traject. De docenten in het gehele opleidingsprogramma zijn zeer ervaren professionals en experts op hun vakgebied.

Het basisprogramma bestaat uit de 5-daagse NVP Essentials-cursus. De cursus geeft een introductie op alle relevante deelgebieden die gemeend zijn met private equity en venture capital. Voor professionals die meer ervaring hebben en verdieping zoeken biedt de NVP het Advanced-traject wat opleidt tot NVP Certified Private Equity Professional.

Het Advanced-programma biedt verdieping

Het Advanced-programma bestaat uit een achttal verdiepende 1- en 2-daagse cursussen die zich ieder concentreren op diverse relevante disciplines. Deze cursussen zijn een logisch vervolg op de verschillende modules van het basisprogramma NVP Essentials. Binnen het Advanced-programma wordt een verdiepingsslag in de theorie en praktische toepassing gemaakt. Veelal wordt vooraf relevante literatuur verstrekt.

2017

november **Waardering & Dealstructurering** advanced (module VIII)

2018

februari **Venture Capital Legal** cursus

april **Managementbeoordeling** advanced (module I)

NVP Essentials basiscursus

juni **Bankfinanciering** advanced (module II)

Fund Structuring cursus

september **Fiscaliteit in Private Equity** advanced (module III)

november **M&A Legal** advanced (module IV)

Voor inschrijven en het complete overzicht van evenementen en cursussen, ga naar www.nvp.nl



Inhoud



6. NEGATIEF IMAGO

Ronde tafel Ludo Bammens, Jeroen Regeur, Pieter de Jong, Marc Staal
De private equity-sector wil graag afrekenen met het negatieve imago. 'Wij zijn geen hedgefondsen, maar wat we wel doen communiceren we niet goed genoeg.'

12. HET RISICO VAN LEVERAGE, EN MEER

Infographic private equity
Wat is de toegevoegde waarde van private equity, los van alle emotie?

14. 'DE ALGEMENE BEELDFORMING IS VALS'

Interview Arnoud Boot
De hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten pleit ervoor de discussie over private equity te ontdoen van mythes. 'Zo ontstaat er ruimte om na te denken over *checks and balances*.'

COLOFON

Management Scope A meeting of minds is een uitgave van Scope Business Media, Amstelzijde 85a, 1184 TZ Amstelveen.

Directie Walter Vesters

Hoofdredactie Philip Willems

Eindredactie Nicole Gommers

Redactiecoördinatie Bobby Lisa Haighton, Timen Kraak

Abonnementen Roosmarijn Langeveld

Vormgeving Colette Korteweg

Online Rebecca Wijgman

Ontwerp cmk1.com

Medewerkers

Mark van den Brink, Gregor Servais, Shoot Media, Marike van Zanten

Interviewers

Herman Kaemingk, Tjarda Molenaar

Administratie en redactie

Postbus 23
1190 AA Ouderkerk aan de Amstel,
T 020 311 37 99
F 020 696 48 74

© 2017 Niets in deze uitgave mag worden vermenigvuldigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie of op welke andere wijze dan ook, zonder schriftelijke toestemming van de uitgever.

Houdt u ook zo van muziek?
Het Leerorkest geeft kinderen een
muziekinstrument in handen!



INSTRUMENTENDEPOT



Breng muziek in uw organisatie
en steun het Leerorkest!

www.leerorkest.nl/sponsoring-en-donaties

CONSTRUCTIEVE DIALOOG

Voor u ligt de seminareditie van *Management Scope*. Een speciaal voor de NVP vervaardigd exemplaar van het private equity-dossier dat deze maand in *Management Scope* staat.

In dit dossier zoomen we in op de meest actuele ontwikkeling van het politieke debat omtrent de sector. De sociaal-economische studie naar de effecten van private equity op stakeholders als werknemers en bedrijven. Tijdens de hoorzitting van maart 2016 beloofde minister Dijsselbloem de Tweede Kamer hiermee te komen. Het onderzoek werd uitgevoerd door professor Boot van de Universiteit van Amsterdam. In april 2017 zond hij het onderzoek *Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief* naar het Parlement. Tijdens het seminar en in deze editie zal hij zijn bevindingen delen.

De onderzoekers stellen dat het belang van private equity blijvend is gestegen. Ook concluderen zij dat private equity een positief effect heeft op de operationele performance en groei van een bedrijf. Daarnaast worden enkele populaire mythes over de sector ontkracht. Faillissementsrisico's bij bedrijven in handen van private equity zijn in Europa niet hoger dan bij andere bedrijven. Het uitkeren van superdividenden en *asset stripping* zijn geen structurele verschijnsels. En private equity is niet slecht voor werknemers van portefeuillebedrijven.

Wel kaarten de onderzoekers aan dat er een potentieel conflict is tussen GP's en LP's wat betreft de onderhandelingen over de voorwaarden. Daarnaast stellen zij dat er excessen mogelijk zijn in aanloop naar de verkoop van een bedrijf. De zittende bestuurders zouden kunnen worden beïnvloed het bedrijf goedkoper van de hand te doen in ruil voor aantrekkelijke 'beloningen'. Tot slot stellen de onderzoekers dat onderzocht zou moeten worden of aandeelhouders

dersleningen zouden moeten worden behandeld als schuld. Met andere woorden, dat ze achtergesteld zouden moeten worden.

U leest het. In het onderzoek worden zowel positieve als kritiepunten belicht. Hiermee biedt het een goede feitelijke basis voor een constructieve dialoog over de sector. Gekwijt van emotie en onderbuikgevoel. Enkele grote leden trappen hier in deze seminareditie mee af. Ik zie het onderzoek dan ook als een zeer waardevolle bijdrage aan het debat.

Het is nu aan de sector om zich vol in te blijven zetten voor een verbetering van het imago

Dit brengt mij bij het belangrijkste punt. Een goede feitelijke basis voor een constructieve dialoog is pas het begin. Het is nu aan ons, de sector, om ons vol in te blijven zetten voor een verbetering van het imago van de sector. Dit kunnen we alleen bereiken als we met zijn allen meer en beter blijven communiceren over wie wij zijn, wat we doen en hoe we bijdragen. We mogen hier niet in verslappen.

Ook de NVP blijft zich actief inzetten voor haar sectorinitiatieven. Het communiceren, het actief promoten van de gedragscode en het document voor ondernemingsraden. Zo werken we samen toe naar een beter private equityklimaat.

Annemarie Jorritsma
Voorzitter NVP



Voorwoord





(Interviewer) Herman Kaemingk, Marc Staal, Pieter de Jong, Jeroen Regeur en Ludo Bammens

/// Ronde tafel //

HET SPROOKJE VAN DE SPRINKHANEN

Snelle jongens die willen *cashen* versus verantwoorde investeerders met aandacht voor duurzaamheid en de lange termijn: er gaapt een diepe kloof tussen de publieke opinie over private equity-investeerders en de manier waarop zij zichzelf zien. Een gesprek met vier specialisten uit een sector die waarde wil toevoegen, maar niet gewend is adequaat te communiceren over de eigen toegevoegde waarde. ‘We moeten beter naar onszelf kijken.’



Normaal zitten ze aan tafel met bestuurders en commissarissen om te praten over de overname van ondernemingen. Nu zitten vier van de grootste private equity-investeerdere aan tafel met elkáár: **Ludo Bammens** (van het Amerikaanse Kohlberg Kravis Roberts ofwel KKR), **Jeroen Regeur** (van de Zweedse investeringsmaatschappij EQT), **Pieter de Jong** (van het Britse 3i) en **Marc Staal** (van AAC Capital Partners). Samen zijn ze goed voor honderden miljarden euro's aan investeringen: geld dat wordt aangewend voor het overnemen van bedrijven (buy-outs) en wordt ingebracht door de private equityhuizen zelf en (vooral institutionele) beleggers als pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen.

HANDS-ON AANDEELHOUDERS

Aanleiding voor de discussie tussen de vier vermogensverschaffers: het kabinetsonderzoek naar private equity, uitgevoerd door UvA-hoogleraar Arnoud Boot, in opdracht van het ministerie van Financiën (Zie ook 'De ratio moet terug in het debat' op pagina 34). Het onderzoek verscheen dit voorjaar en ontkracht een aantal mythes rond private equity, met als bekende voorbeelden een kortetermijnfocus en het 'leegzuigen' van bedrijven door bijvoorbeeld *asset stripping* – het 'opknippen' van bedrijven en de onderdelen met winst verkopen, het uitkeren van superdividenden en het opzadelen van de balans met een torenhoge schuldenlast. Private equityhuizen financieren overnames vaak voor een (flink) deel met geleend geld, omdat ze de rente kunnen aftrekken. De grote hoeveelheid vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen creëert een 'hefboomeffect' (*leverage*): die kan de resultaten in goede tijden sneller doen stijgen, maar in slechte tijden ook sneller doen dalen.

De genoemde misstanden zijn slechts incidenten, aldus het onderzoek. Over het algemeen zorgen private equity-investeerdere juist voor waardecreatie op de lange termijn. Ze helpen als betrokken aandeelhouder bij het genereren van groei met kapitaal en *hands-on* management en verkopen het bedrijf pas weer na gemiddeld vier tot zeven jaar.

MAATSCHAPPELIJK VERGROOTGLAS

De conclusies van het kabinetsrapport staan in schril contrast met het negatieve beeld van de private-equity-sector bij politiek, pers en het grote publiek. Zo leidde het faillissement van V&D, eigendom van het Amerikaanse Sun Capital, tot veel maatschappelijke commotie. Het was indirect de aanleiding voor het kabinetsonderzoek. De verkoop van HEMA, in de week na deze rondetafelde discussie in de etalage gezet door private-equityhuis Lion Capital, zal ongetwijfeld eveneens onder

een maatschappelijk vergrootglas komen te liggen. De retailer wordt immers nog meer dan V&D als nationaal erfgoed beschouwd en raakt met de rookworst en tompoezen aan het hart van de Nederlandse identiteit. Aan de sector de uitdaging om de Nederlandse samenleving in Jip-en-Janneke-taal de toegevoegde waarde van private equity uit te leggen.

Wat vindt u van het kabinetsonderzoek?

Staal: 'Een belangrijke uitkomst is dat de private-equity-sector een positief effect heeft op de groei van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Dat heeft volgens het rapport vooral te maken met actief eigenaarschap. Dat klopt ook: als investeerdere zitten wij dicht op de participaties. Bij beleggers in beursgenoteerde ondernemingen is de afstand ten opzichte van het management een stuk groter. Verder blijkt het faillissementsrisico niet groter te zijn dan bij andere eigendomsvormen, ondanks de hogere inzet van vreemd vermogen. Ook dat is een belangrijke uitkomst, vanuit reputatie-oogpunt.'

Bammens: 'Heel goed dat er nu een gedegen onderzoek ligt. Het rapport concludeert dat private equity een belangrijke motor is van de economie, al wijst het rapport ook op de mogelijkheid van excessen. Die excessen hebben geleid tot allerlei beweringen, speculaties en negatieve emoties rond private equity. Met het kabinetsonderzoek ligt er nu een feitelijke basis voor een meer gefundeerd politiek en maatschappelijk debat.'

De Jong: 'Precies, die incidenten, met name V&D, hebben geleid tot veel ophef in de media, terwijl er de afgelopen jaren bijvoorbeeld meerdere retailketens failliet zijn gegaan die géén eigendom waren van private equityhuizen. Het onderzoek geeft trouwens aan dat private equity-investeerdere veel beter naar zichzelf moeten kijken. We zouden het onszelf een stuk gemakkelijker

'AkzoNobel kan beter worden overgenomen door private equity dan door een branchegenoot'

MARC STAAL

'Door beter te communiceren over wat we doen, zouden we het onszelf makkelijker maken'

PIETER DE JONG

maken als we beter zouden communiceren over wat we doen: uitleggen dat private equity bedrijven weer elan en groeikansen kan geven en werkgelegenheid kan creëren.'

Regeur: 'Door die waardecreatie speelt private equity ook vanuit een breder economisch en maatschappelijk perspectief een belangrijke rol. Ook in indirecte zin, via het rendement dat private-equityfondsen creëren voor pensioenfondsen en verzekeraars. Momenteel investeren de grote institutionele beleggers nog relatief weinig in private equity, in vergelijking met andere activaklassen zoals aandelen en obligaties. Maar dat zal de komende jaren toenemen.'

Het onderzoek bevat ook kritische opmerkingen. Zo bestempelt het rapport de hoge leverage, ofwel de grote hoeveelheid vreemd vermogen, als een zorg.

Staal: '*Leverage* is een middel, geen doel. Als investeerdere en ook bij AAC zetten we vooral in op acceleratie van omzet en winstgevendheid. Bovendien zijn private-equityhuizen ervaren in het managen van financiële risico's en heeft het belang van een goede reputatie een disciplinerende werking. Geen enkel private-equityhuis wil dat de onderneming failliet gaat.'

Regeur: 'Wij kijken bij EQT altijd samen met het managementteam naar de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen die het best past bij het bedrijf. Daarbij zeggen we steeds vaker: we hebben groeiplannen, dus we willen niet meer dan dit percentage als *leverage*.'

Bammens: 'KKR heeft onlangs in een bedrijf geïnvesteerd met alleen inbreng van equity. Dat bedrijf wilde een conservatieve financiële structuur en wij zagen veel potentieel om dat bedrijf te laten groeien. Je ziet steeds meer overnames die met minder vreemd vermogen worden gefinancierd. De echte belastingvoordelen van een hoge *leverage* zijn inmiddels ook grotendeels verdwenen. Recent onderzoek in de UK onderzoekt de redenen voor de substantieel hogere *equity return* bij investeringen door private equity, vergeleken met een gelijkaardige beursgenoteerde onderneming. De studie besluit dat dit in belangrijke mate te danken is aan strategische en operationele factoren.'

De Jong: '3i maakt meestal gebruik van minder vreemd vermogen dan de banken ons zouden willen verstrekken. De incidenten waar de laatste tijd over geschreven is, zijn vaker een gevolg van veranderde consumentenvoorkeuren of veranderende marktomstandigheden, dan sec de hoogte van de schuld.'



PIETER DE JONG (1964)

is partner en managing director van 3i Benelux. Hij begon zijn loopbaan bij industrieel concern Stork in de VS, waarna hij overstapte naar corporate-financebureaus de Van den Boom Groep. Daar werd hij als partner verantwoordelijk voor de fusie- en overnamepraktijk. Nadat hij het bedrijf verkocht aan NIBC, werd hij daar hoofd van de M&A-afdeling. Sinds 2004 is hij werkzaam bij 3i. Daarnaast is hij commissaris bij sportketen Basic-Fit en Weener Plastics, een bedrijf in packaging solutions.



MARC STAAL (1959)

is sinds 2007 managing partner van AAC Capital Partners en was daarvoor managing director van ABN Amro Capital, zoals de investeringsmaatschappij heette toen deze nog onderdeel uitmaakte van de bank. Van 1996 tot 2002 was hij ceo van ABN Amro Capital Asia. Voor die tijd was hij directeur van effectenhuis ABN Amro Hoare Govett in Londen.

Het kabinetsonderzoek bespreekt het voorbeeld van Attero. Private-equityhuis Waterland betaalde 170 miljoen euro voor het afvalbedrijf en keerde in de jaren erna een superdividend uit: 183 miljoen euro. Is de provinciale aandeelhouders een oor aangenaaid?

De Jong: 'Waterland had gewoon het hoogste bod. Voor zover ik weet, concludeerde de Zuidelijke Rekenkamer dat het een goed verkoopproces is geweest maar dat de timing op het dieptepunt van de markt wellicht ongelukkig was gekozen door de toenmalige eigenaren.'

Bammens: 'Ik ken de casus niet, maar de overname van een overheidsbedrijf is altijd omgeven door processen die openheid en transparantie moeten garanderen. Wij zijn ook geen hedgefonds dat het bedrijf voor een heel lage prijs probeert te kopen wanneer de markt tegenzit en meteen weer verkoopt als de economie aantrekt. Wij kopen bedrijven om ze te transformeren, zodat ze weer een toekomst hebben. Bij bedrijven die zich in een crisis bevinden, heeft private equity vaak ook als enige partij nog de moed om geld in zo'n bedrijf te stoppen.'

En hoe staat u ten opzichte van het uitkeren van een superdividend?

Regeur: 'Wij laten niet vaak een superdividend uitkeren. We zijn groeigericht, dus veel van het geld dat wordt verdiend, wordt weer in het bedrijf geïnvesteerd. Maar het wil wel eens voorkomen, als het bedrijf beter presteert dan verwacht, al langer in het portfolio zit en de schuld voor een groot gedeelte is afbetaald.'

Bammens: 'Geen private equity-investeerder zal een superdividend uitkeren als dat de groei ook maar enigszins zou beperken.'



JEROEN REGEUR (1980)

is sinds 2013 director van EQT Partners. Daarvoor was hij als analist werkzaam bij Morgan Stanley, gevolgd door een dienstverband van zeven jaar bij private equity groep TPG Capital en vastgoedtak TPG Real Estate in Londen.

Het toetsingscriterium is of het dividend de noodzakelijke operationele kasstroom zou beïnvloeden.'

Staal: 'De overheid zelf heeft bijvoorbeeld ooit Schiphol aangeraden meer schulden te nemen, zodat dividend kon worden uitgekeerd. En niet onterecht, want de overheid wil als aandeelhouder ook een goed rendement maken.'

Volgens het kabinetsonderzoek kan de handelwijze van private equity de belangen van stakeholders als werknemers en leveranciers soms ook schaden. Hoe kijkt u daar tegenaan?

Regeur: 'Dat gebeurt misschien incidenteel, maar niet structureel. Als wij een bedrijf overnemen, helpen we dat bedrijf te groeien en winstgevender te worden, door te kijken naar de efficiency en door te investeren in kantoren, machines en mensen. Als je je alleen richt op het aandeelhoudersbelang en de korte termijn, krijg je geen *licence to operate*. Dan wil niemand meer bedrijven aan je verkopen of met je samenwerken. Je kunt dus alleen in de markt opereren als je respectvol omgaat met alle stakeholders.'

Toch denken werknemers vaak dat ze beter af zijn zonder private equity. Nu de chemiedivisie van AkzoNobel wordt afgesplitst, zeggen ondernemingsraad en vakbond al bij voorbaat: we willen niet worden overgenomen door private equity...

Staal: 'Nou, AkzoNobel kan beter worden overgenomen door private equity dan door een branchegenoot.'

Regeur: 'Precies. Private equity zal groei willen realiseren. Een branchegenoot zal de divisie willen integreren in de eigen organisatie en dat kan tot baanverlies leiden. Voor de werkgelegenheid zou een overname door private equity dan ook wel eens beter kunnen zijn. Maar ja, onbekend maakt onbemind.'

De Jong: 'Wij hebben als private equity-investeerders last van de negatieve gevoelens die zijn ontstaan door het optreden van hedgefonds Elliott bij AkzoNobel. De private equity-sector wordt daarin meegetrokken, terwijl we een heel ander vak uitoefenen dan hedgefonds: wij kopen een bedrijf juist voor de langere termijn om het te verbeteren en te laten groeien.'

'Als je je alleen richt op het aandeelhoudersbelang en de korte termijn, krijg je geen *licence to operate*'

JEROEN REGEUR

'De echte belastingvoordelen van een hoge leverage zijn inmiddels grotendeels verdwenen'

LUDO BAMMENS

Wat moet de sector veranderen om het eigen imago te verbeteren?

Bammens: 'We hebben al een grote slag gemaakt. De afgelopen jaren is private equity een streng gereguleerde sector geworden, die onder toezicht staat. Er liggen inmiddels drieduizend pagina's wetgeving. Vroeger kon iedereen een bordje met 'private equity-investeerder' op de muur spijkeren, nu kunnen partijen niet zomaar meer toetreden tot de markt en moeten ze zich aan allerlei regels houden.'

Regeur: 'De mythes rond private equity zijn gebaseerd op het verleden. De sector is de afgelopen jaren ontzettend veranderd. We houden ons niet langer bezig met alleen maar *financial engineering*, maar ook met verantwoord investeren, met duurzaamheid en met het behartigen van de belangen van verschillende stakeholders. Alleen door het hanteren van een langetermijnperspectief kunnen we goede overnamekandidaten en medewerkers aantrekken. Bovendien eisen onze investeerders dat we ons verantwoord opstellen. De sector is op dat gebied veel verder dan het beeld dat in pers en politiek geschetst wordt, alleen communiceren we dat nog niet goed genoeg. Daar moeten we aan werken.'

Staal: 'Vroeger heerste er in de sector een defensieve houding: ze begrijpen ons toch niet, waarom zou je het proberen uit te leggen? Inmiddels is die houding veranderd in: we hebben niets te verbergen. Het belang van transparantie is doorgedrongen. We treden dus al meer naar buiten, al zal de sector de toegevoegde waarde van private equity nog intensiever over het voetlicht moeten brengen. Het is goed dat de maatschappelijke kritiek wordt opgepakt. Want je wordt er als persoon soms ook op aangesproken, wij staan ook langs de lijn op zaterdag.'

De Jong: 'De communicatie van de sector naar de buitenwereld moet nog meer aandacht krijgen. Bij 3i praten we regelmatig met journalisten om de denkwereld en aanpak van private equity uit te leggen: wat we doen, waarom we dat doen en hoe we dat doen. Plus wat ons onderscheidt van hedgefondsen. De beeldvorming rond private equity wordt ook gehinderd door de kloof tussen bedrijfsleven en politiek. Daarom hebben we bij 3i een aantal keer Kamerleden uitgenodigd om te praten over wat wij doen. Daarmee creëer je meer begrip. We moeten als sector vaker gaan praten met Den Haag.'



LUDO BAMMENS (1960)

is managing director en hoofd EMEA corporate affairs van KKR, waar hij sinds 2009 werkzaam is. Daarvoor was hij vicepresident public affairs en communicatie voor Coca-Cola in Europa. Van 1986 tot 1991 was Bammens plaatsvervangend *chef de cabinet* van de Belgische koning Boudewijn.

Bammens: 'Er moet niet alleen begrip gecreëerd worden bij de politiek, maar ook bij ondernemers. Die moeten ons beschouwen als een partij die toegevoegde waarde kan leveren voor hun bedrijf. Dat is nu nog niet altijd het geval. Mijn boodschap aan bestuurders en commissarissen: kom eens met ons praten, dan kunnen we laten zien dat we bedrijven goed kunnen doorgronden en een heldere visie hebben op de mogelijkheden voor de toekomst. Ook in het draagvlak bij ondernemers heeft de sector dus nog een weg te gaan. De bewijslast ligt bij ons. Private equity is een jonge industrie, in Nederland bestaan we nog maar zo'n vijftien jaar. We hebben misschien nog wel een jaar of tien nodig om hetzelfde vertrouwen te genereren als eigendomsvormen met een langere historie, zoals familiebedrijven of beursgenoteerde ondernemingen.'

Regeur: 'Als sector staan we nog maar aan het begin van de reis naar meer begrip en een beter imago. Het kabinetsonderzoek vormt een goed startpunt voor die reis, omdat de feiten over private equity nu op tafel liggen. Hopelijk leidt dit tot een gefundeerder debat. Maar we zijn er nog zeker niet.'

INTERVIEW HERMAN KAEMINGK

Partner en advocaat bij Loyens & Loeff.

BETERE BEDRIJFSPRESTATIES?

De rol van private equity in Nederland is dit voorjaar onderzocht, met een aantal opmerkelijke uitkomsten. Zo blijkt private equity meer op de lange termijn te zijn gericht dan menigeen denkt en de sector is niet structureel bezig met *asset stripping* en uitbetaling van superdividend.

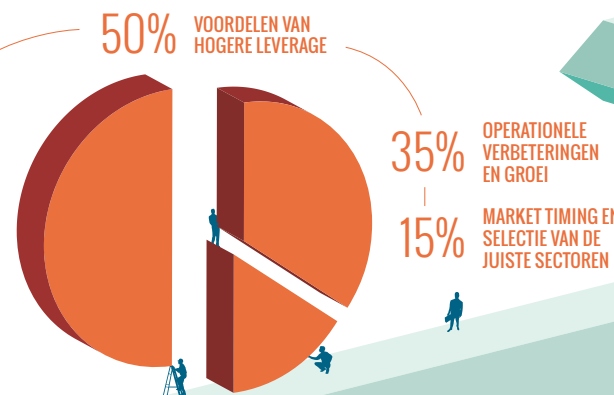
Resultaten onderzoek *Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief*

Volgens de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) hebben 348 Nederlandse bedrijven in 2015 voor 3,3 miljard euro aangetrokken van private equity-fondsen. Volgens de NVP zijn er in Nederland 1.400 ondernemingen – met in totaal ongeveer 380.000 werknemers – die een private equity-partij als aandeelhouder hebben.

Er is discussie over de rol en de toegevoegde waarde van private equity. Daarom liet het kabinet een onderzoek uitvoeren, met als kernvragen: wat is het belang van private equity voor de Nederlandse economie? Wat zijn de effecten van private equity op de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd? Het onderzoeksrapport op basis van een algemene literatuurstudie, *Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief*, werd april dit jaar aangeboden aan de Tweede Kamer en is de bron voor deze infographic.

1 WAT ZIJN POSITIEVE EFFECTEN VAN PRIVATE EQUITY OP DE OPERATIONELE PERFORMANCE VAN EEN BUY-OUT?

Financiering via private equity zorgt voor betere bedrijfsprestaties. Het gemiddelde rendement van private equity-transacties bevat drie componenten: operationele verbeteringen en groei dragen voor 35% bij, *market timing* en selectie van de juiste sectoren voor 15%, en voordelen van hogere leverage voor 50%.



2 WAT IS HET EFFECT OP WERKGELEGENHEID EN LOONONTWIKKELING?

Buy-outs leiden tot een beperkt netto baanverlies (minder dan 1%). Tegelijk is sprake van grote bruto baancreatie: er treedt dus zowel creatie als destructie van banen op, resulterend in een klein netto verlies.

BUY-OUTS LEIDEN TOT EEN BEPERKT NETTO BAANVERLIJES VAN MINDER DAN 1%

DOOR PRIVATE EQUITY ONDERSTEUNDE ONDERNEMINGEN

4,9%

3,6%
NIET DOOR PRIVATE EQUITY ONDERSTEUNDE ONDERNEMINGEN

3 VERGROOT PRIVATE EQUITY DE KANS OP FAILLISEMENT?

Bij een analyse van meer dan 2.000 Amerikaanse ondernemingen bleek dat door private equity ondersteunde ondernemingen 4,9% kans hadden op faillissement; bij niet door private equity ondersteunde ondernemingen was die kans 3,6%. Twee Europese studies vonden geen verschil in de faillissementskans.

Na een buy-out krijgt 51 procent van de werknemers meer salaris, slechts 3 procent moet loon inleveren

4 IS PRIVATE EQUITY GERICHT OP DE KORTE TERMIJN?

Private equity wordt vaak geassocieerd met kortetermijnbeleid. Uit onderzoek blijkt echter dat 85% van de participaties na vijf jaar nog in handen is van het private equity-fonds, 12% heeft een exit binnen twee jaar.

85%
VAN DE PARTICIPATIES > 5 JAAR NA INITIËLE TRANSACTIE NOG IN HANDEN VAN PRIVATE EQUITY-FONDSEN

12%
VAN DE PRIVATE EQUITY-TRANSACTIES HEEFT EEN EXIT BINNEN 2 JAAR

5 WORDT DE OVERGENOMEN PARTIJ LEEGGEZOGEN?

De angst voor private equity-fondsen is dat ze zichzelf een superdividend uitkeren of zich bezondigen aan *asset stripping*. Onderzoek laat zien dat zelfs voor ondernemingen die relatief het meeste dividend uitkeren, de dividenduitkeringen in het eerste jaar 0,1% van de transactiewaarde bedragen, en 1,7% in het tweede jaar.

DIVIDEND-UITKERINGEN EERSTE JAAR

0,1%

DIVIDEND-UITKERINGEN TWEEDE JAAR

1,7%

6 PERCENTAGE LEVERAGE VARIËERT IN DE TIJD

De hoeveelheid gebruikte leverage (financiering met vreemd vermogen) loopt uiteen in de tijd. Financierden private equity-fondsen in de jaren tachtig overnames nog met gemiddeld slechts 10 tot 15% eigen vermogen, in de periode 1992-1999 steeg dat tot 30%, in de periode 2010-2014 lag dit boven de 40%.

EIGEN VERMOGEN

JAREN '80: 10-15%

1992-1999: 30%

2010-2014: BOVEN DE 40%

7 WIE ZIJN DE VERKOPERS VAN BEDRIJVEN AAN PRIVATE EQUITY?

Bij 42% van de deals is de verkopende partij zelf een private equity-investeerder. De overname van het bedrijf van een corporate sponsor is met 23% de op één na gangbaarste vorm, samen met overname van een familie of ondernemer (ook 23%). Public to Private (P2P), de overname van een beursgenoteerde onderneming die vervolgens van de beurs wordt gehaald door een private equity-huis, komt het minst voor (13%).

PRIVATE EQUITY-INVESTEERDER

42%

PUBLIC TO PRIVATE (P2P)

13%

CORPORATE SPONSOR

23%

FAMILIE OF ONDERNEMER

23%

8 WAAROM GEBRUIKEN PRIVATE EQUITY-PARTIJEN ZO GRAAG LEVERAGE?

Het geeft ze meer slagkracht, ze kunnen meerdere overnames doen met hetzelfde vermogen. De hefboom vergroot het rendement op hun inspanningen en is fiscaal aantrekkelijk.



Interview

‘DE RATIO MOET TERUG IN HET DEBAT’

Arnoud Boot, hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten, bestrijdt dat private equity ‘uitverkoop houdt’ en belanghebbenden uitknijpt. ‘Private equity vervult een sanerende én opbouwende rol. Maar wie durft hardop te zeggen dat het goed is dat V&D er eindelijk mee ophield?’

Elke zes tot zeven jaar steekt de discussie over private equity de kop weer op in de Nederlandse politiek en samenleving. Een soort kondratieff-golf, alleen gaat het hier niet om het cyclische karakter van de conjunctuur, maar om de grilligheid van het maatschappelijk sentiment. De schijnbare wetmatigheid van de terugkerende kritiek op de sector frappeert Arnoud Boot telkens weer. ‘Dat blijft me verbazen’, aldus de hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam tijdens een gesprek met Tjarda Molenaar, directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP).

Private equity-partijen nemen bedrijven over die niet aan de beurs genoteerd zijn, of halen die daar vanaf. Ze verwerven een groot minderheidsbelang of een meerderheidsbelang met risicodragend vermogen, met een

plan om het bedrijf meer waard te maken. In het fonds van waaruit ze investeren zit kapitaal dat is ingebracht door henzelf, maar ook door voornamelijk institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en banken. De transacties gaan daarnaast vaak gepaard met geleend geld, oftewel vreemd vermogen (*leverage*). Die constructie biedt belastingvoordelen (de rente kan worden afgetrokken) en fungeert als een hefboom op de rentabiliteit van het eigen vermogen. Na gemiddeld vier tot zeven jaar worden de participaties weer verkocht.

ZON ONDER BIJ V&D

De *buy-outs* leiden in het maatschappelijk debat regelmatig tot controverse. Private equity-investeerdere worden vaak beticht van ‘sprinkhanengedrag’: volgens critici zouden ze als een plaag neerstrijken op een be-

drijf en dat kaalgevreten en volgeladen met schulden weer verlaten. Zo leidde het faillissement van V&D, eigendom van het Amerikaanse Sun Capital, tot een hausse aan negatieve publiciteit. Ook de politiek liet zich niet onbetuigd. In 2015 werd in de Tweede Kamer een rondetafeldiscussie over private equity gehouden en publiceerde PvdA-Kamerlid Henk Nijboer een initiatiefnota met twaalf voorstellen. De belangrijkste: neem fiscale maatregelen om de hoge *leverage* terug te dringen, geef ondernemingsraden meer zeggenschap en houd bestuurders en commissarissen aan hun wettelijke taak: het vooropstellen van het belang van de onderneming en niet dat van de aandeelhouder. Het ministerie van Financiën gaf Boot vervolgens opdracht voor een onderzoek naar private equity. Het rapport *Private Equity in Nederland: Een stakeholder-perspectief* werd april dit jaar gepubliceerd. De behandeling ervan is doorgeschoven naar het nieuwe kabinet.

KORTETERMIJNFOCUS?

De conclusies van het onderzoek zijn min of meer hetzelfde als die van een eerdere studie die Boot in 2007 uitvoerde: private equity kán ten koste gaan van zowel stakeholders als werknemers (vooral oudere), leveranciers en afnemers door een kortetermijnfocus, zoals *asset stripping*, versnelde reorganisaties, te weinig investeringen en uitkering van superdividend. In de praktijk blijft dat echter beperkt tot incidenten. Over het algemeen heeft private equity juist een positief effect op de groei en winstgevendheid van de ondernemingen waarin is geïnvesteerd. Bovendien is het faillissementsrisico, ondanks de hoge *leverage*, niet of nauwelijks groter. Private equity levert dus een bijdrage aan de economische waardecreatie. De centrale vraag in het interview met Boot: waarom dan toch die negatieve beeldvorming rond private equity en wat kan de sector doen om dat beeld bij te sturen?



‘Private equity-investeerdere zitten er dicht op en creëren daardoor gemiddeld méér waarde’

Wat maakt dat u de specialist bent voor dit onderwerp?

‘Als hoogleraar ondernemingsfinanciering heb ik me altijd al intensief beziggehouden met private equity. Dit onderzoek is een logisch vervolg daarop. Mijn rol daarbij is niet alleen die van wetenschapper en onderzoeker, maar vooral het vertellen van het verhaal aan het brede publiek: mensen meekrijgen en draagvlak creëren. Dat vereist dat je je kunt inleven in de gevoeligheden rondom private equity. Ondanks het feit dat ik nogal direct ben en de dingen graag bij hun naam noem, heeft dat vreemd genoeg niet geleid tot frictie met en excommunicatie door de betrokken partijen.’

Welke rol speelt private equity in de economie?

‘In de afgelopen twintig jaar is het financiële aspect in Nederland te ver afgedreven van de reële economie. Iedereen is gaan beleggen. Ik noem beleggen altijd: je geld stoppen in dingen waar je geen verstand van hebt. Als belegger spreid je je portefeuille immers en heb je een korte horizon. Je koopt of verkoopt je aandelen als de markt omhoog of omlaag gaat. Je staat ook nog eens op grote afstand van de ondernemingen waarin je belegt, je bemoeit je niet met het beleid. Private equity-partijen zijn geen beleggers, maar actieve investeerders. Ze zijn nauw betrokken bij de onderneming en houden zich intensief bezig met de vraag wat er met hun geld binnen de onderneming gebeurt. Ze bekijken dus waar een onderneming goed in is, waar mogelijkheden liggen, en dus hebben ze het automatisch over waardecreatie. Beleggers vliegen over bedrijven heen zonder zelf een toegevoegde waarde te hebben.’

De politiek en de publieke opinie bekritisieren private equity-investeerdere vaak juist vanwege een vermeende kortermijnfocus.

‘Private equity zou uitverkoop houden bij ondernemingen en werknemers en leveranciers uitknijpen: dat is de huidige beeldvorming. Die algemene beelden zijn vals, zo blijkt uit het onderzoek en de onderliggende literatuurstudie. Die onderzoeksresultaten zijn ook in lijn met eerdere studies van het World Economic Forum, die gedeeltelijk plaatsvonden op verzoek van werknemersorganisaties, waaronder de FNV. Het idee dat private equity werknemers buitenspel zet en altijd ten koste van hen gaat, is dus onjuist. Private equity-investeerdere zitten er dicht op en creëren daardoor gemiddeld juist méér waarde. Maar er gebeurt inderdaad wat. Beleggers zijn afwachtend, private equity-investeerdere niet. Hier zit al snel een frictie, mensen willen liever geen veranderingen. En als daardoor een baan verdwijnt, dan sta jij op straat. Ook al constateren we dat dat tijdelijk is, en werkgelegenheid weer aantrekt. Het is vervelend, zeker als je ouder bent en niet meer snel aan de bak komt.’

Private equity zet vaak veel vreemd vermogen in, dat zou volgens de politiek en de publieke opinie het faillissementsrisico vergroten.

‘Door die hoge leverage gaat het soms ook verkeerd, laten we eerlijk zijn. Maar gemiddeld genomen gaat het faillissementsrisico niet of nauwelijks omhoog, blijkt uit het onderzoek. Private equity-investeerdere hebben een groot financieel belang om een succes te maken van het overgenomen bedrijf. Doordat ze er zo dicht op zitten, kunnen ze snel bijsturen. Bovendien hebben ze een groot netwerk, waarmee ze toegang hebben tot externe kennis en ervaring. Daarmee halen ze de buitenwereld en belangrijke nieuwe inzichten naar binnen. Verder hebben ze een objectieve blik: ze hoeven geen rekening te houden met interne gevoeligheden. Bij familiebedrijven bijvoorbeeld kan verandering jarenlang worden tegengehouden door de gedachte dat overgrootvader zich in zijn graf zou omkeren. Private equity-investeerdere laten zich daardoor niet weerhouden. Ze zetten de zaak bewust op scherp, waardoor de weg naar boven sneller gevonden wordt. Door dat gevoel voor urgentie, die objectieve kijk, de grotere betrokkenheid en hun grote netwerk zijn private equity-investeerdere beter geoccupeerd om waarde te creëren dan management dat denkt: het zal mijn tijd wel duren.’

Toch ging V&D wél failliet...

‘De winkelformule van V&D was ten dode opgeschreven, maar wist zich jaren staande te houden door te leunen op de rijke onroerend goed-portefeuille. Toen dat onroerend goed uit het bedrijf werd gehaald – niet door private equity, maar door het beursgenoteerde Vendex KBB – moest de winkelformule ineens de eigen broek ophouden en keuzes gaan maken. Toen pas ontstond het gevoel voor urgentie om het anders te gaan doen en het bedrijf te redden. Private equity-investeerdere hebben het geprobeerd, maar slaagden uiteindelijk niet. Toen de reddingspoging na drie investeringsronden werd gestaakt, kwamen de emoties los: V&D zou als nationaal erfgoed zijn verkanseld aan een Amerikaanse partij die zonder pardon de stekker eruit trok. Medewerkers kwamen met uitspraken als: ‘Mijn overgrootmoeder heeft hier nog gewerkt.’ Klanten die al jaren niet meer bij V&D waren geweest, stonden ineens met tranen in hun ogen. Wie durft dan nog hardop te zeggen dat het goed is dat V&D er eindelijk mee ophield? De pers in elk geval niet, want met zo’n verhaal worden geen kranten verkocht.’

De maatschappelijke commotie werd gevoed doordat veel mensen hun baan verloren.

‘Ja, en dat waren vooral mensen van 55+. Die kunnen vaak niet meer elders aan de slag en komen buiten het arbeidsproces te staan. Maar kun je dat private equity verwijten? Het was de



V&D-formule die niet meer werkte. En uiteindelijk is het een transitieprobleem: het verlies aan werkgelegenheid wordt later vaak gecompenseerd door het creëren van nieuwe werkgelegenheid voor andere groepen. Dat is de theorie van creatieve destructie van Schumpeter: oud maakt plaats voor nieuw. Private equity vervult daarbij zowel een sanerende als opbouwende rol. Als je een zombie-winkelketen als V&D in leven laat, maak je het lastiger voor winkels die wél gezond zijn. Zo’n zombie-winkelketen zal zichzelf immers in leven proberen te houden door zaken onder de prijs te verkopen. Dat is valse concurrentie. Het verdwijnen van de warenhuizen van V&D uit de winkelstraat schiep dus kansen voor andere retailers om te groeien en weer nieuwe banen te creëren.’

Is het slechte imago van private equity dus onterecht?

‘Er is geen enkel onderzoek waaruit blijkt dat je private equity als concept aan de schandpaal zou moeten nagelen. Er is geen sprake van systeemfouten, zoals in de financiële sector. Private equity heeft nog nooit een economische crisis veroorzaakt, zoals banken en verzekeringsmaatschappijen. Private equity-investeerdere stoppen tijdens een crisis vaak juist als enige nog geld in ondernemingen en zorgen daarmee voor stabiliteit in moeilijke tijden. Maar ze zijn natuurlijk ook Moeder Teresa niet. Als slimme investeerders een bedrijf voor een prikje kunnen kopen omdat de eigenaar zit te slapen, zullen ze het niet laten. Zeker als het om een semipublieke instelling en gemeenschapsgeld gaat, leidt dat al snel tot een slecht imago voor de sector. Dat raakt de reputatie nog veel harder dan het faillissement van V&D. Bovendien gaat het bij private equity per definitie om forse transacties, waarmee grote bedragen en belangen gemoeid zijn. Daarbij loop je altijd het risico dat er rotte appels in de mand zitten die

ARNOUD BOOT (1960)

Opleiding

Bedrijfs- en algemene economie (Universiteit Tilburg), promotie aan Indiana University (VS)

Loopbaan

1992 - heden
Hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam, director Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF)

2004 - 2015
Kroonlid Sociaal Economische Raad (SER)

2000 - 2001
Partner McKinsey

1999 - 2000
Professor European Institute for Advanced Studies in Management (EIASM), Brussel

1998 - 2000
Vice dean faculteit economie en econometrie, University of Amsterdam

1994 - 1998
Directeur Tinbergen Instituut

1994 - 2006
Advisor Riksbank

1993 - 1995
Visiting professor Stockholm School of Economics

1989 - 1992
Assistant professor Northwestern University (VS)

1987 - 1989
Corporate banking associate, ABN

Nevenfuncties

- Voorzitter bankraad van De Nederlandsche Bank (DNB)
- Raadslid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR)
- Voorzitter European Finance Association (EFA)

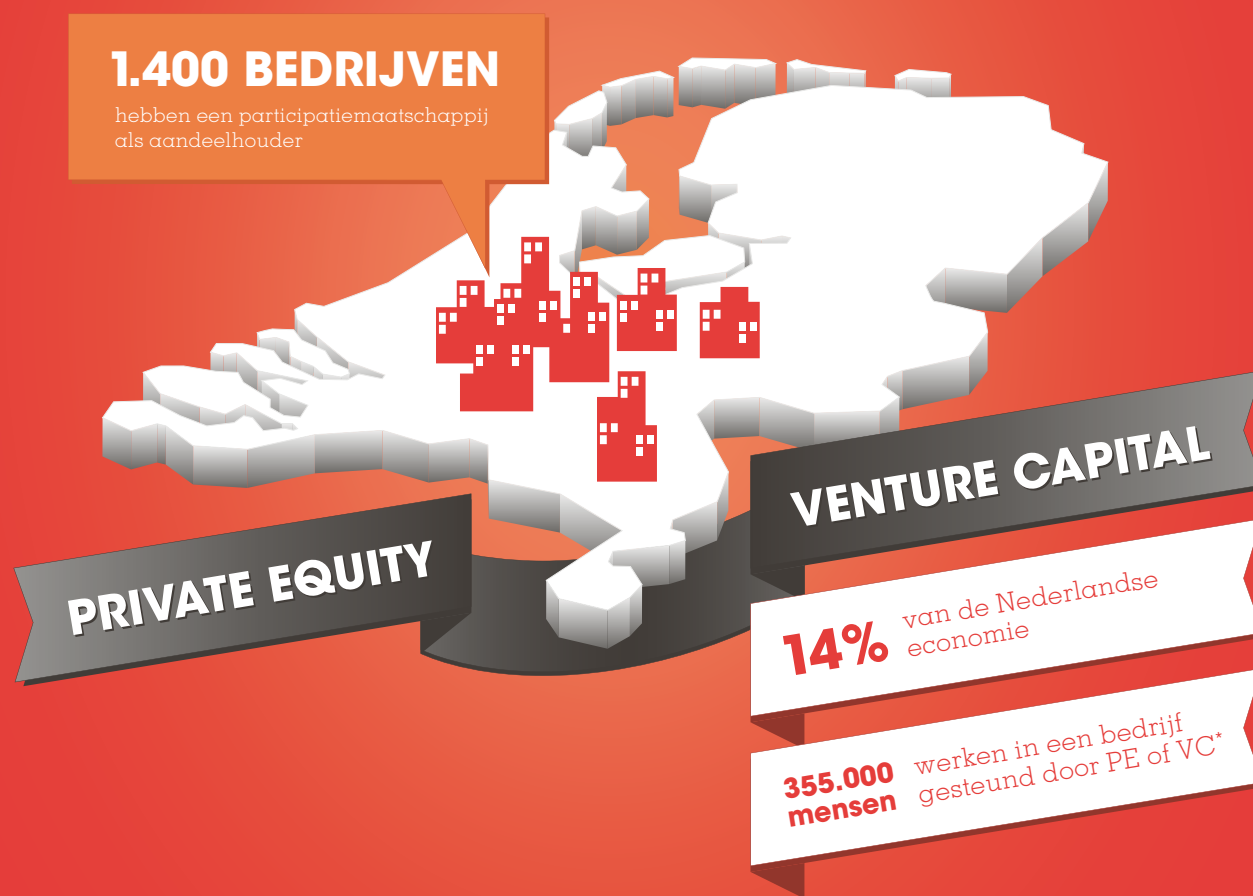


MEER OVER ARNOUD BOOT OP:
WWW.MANAGEMENTSCOPE.NL

NVP

Nederlandse Vereniging
van Participatiemaatschappijen

WIJ INVESTEREN IN NEDERLAND



* Private Equity of Venture Capital

E info@nvp.nl

I www.nvp.nl

LinkedIn NVP Group

Twitter @NLparticipatie