

KAPITAAL HOORT SCHAARS TE ZIJN

De kredietcrisis raakte de private equity-markt van twee kanten. Eerst kwam de financiering van buy-outs stil te liggen, toen volgde een economische crisis die de winstgevendheid van de portfoliobedrijven aantastte. Private equity zal moeten wennen aan kritischer geldverschaffers.

Tekst Peter Roosenboom Illustratie Aad Goudappel

Door de toestroom van teveel geld heeft private equity de afgelopen tijd als vanzelf te maken gekregen met krimp en afnemende rendementen. Het is een klassiek kenmerk van de varkenscyclus. Dat dit type investering daaraan onderhevig is, blijkt uit vrijwel alle gegevens die sinds het begin van de jaren tachtig over private equity worden verzameld.

Het mechanisme is eenvoudig: de goede resultaten van fondsen aan het begin van een cyclus wekken de interesse van (meer) institutionele beleggers, maar met de toevloed van het kapitaal wordt de strijd om de beste bedrijven feller. De prijzen lopen op en er worden meer bedrijven van mindere kwaliteit aangekocht – ondernemingen die in een eerder stadium van de cyclus genegeerd zouden zijn. De hogere prijzen gaan vaak gepaard met een stijging van het percentage schuldfinanciering van de overname. Dit gaat goed in periodes van economische groei, als de kasstroom aan de hoge verwachtingen kan voldoen. Maar komt er een kink in de kabel, dan heeft dat meteen consequenties.

Anno 2010 is laatstgenoemde situatie van toepassing op veel bedrijven in de portefeuilles van private equity-huizen. De aandeelhouder ziet zich genoodzaakt tot aanvullende investeringen in de bestaande portefeuille en het opschonen van de balansen. Een ander gevolg van de aarzeling op diverse financiële markten is dat de exit-mogelijkheden voorlopig zeer beperkt zullen zijn. In plaats daarvan zal herfinanciering nodig zijn. Aangezien de nu aflopende cyclus zijn hoogtepunt bereikte in de jaren 2005 tot 2007, ligt het voor de hand dat er rond

2012-2013 een herfinancieringsgolf optreedt. Daar zijn nu reeds de eerste tekenen van waar te nemen.

OPNIEUW BEWIJZEN

Het spreekt vanzelf dat niet alle bedrijven die het eigendom zijn van private equity, in de problemen komen. Sterker nog: onderzoek toont aan dat het type aandeelhouder geheel irrelevant is voor de vraag of en in welke mate een bedrijf gevoelig is (gebleken) voor de gevolgen van de recessie. Het imago van de sector wordt veelal bepaald door enkele spraakmakende voorbeelden, maar gemiddeld is er geen verschil tussen de genoemde effecten en het type aandeelhouder. Het is namelijk niet de eigendomsstructuur, maar de vermogensstructuur die de verklarende factor is: problemen treden op als de schuldenlast in verhouding tot de kasstroom te hoog is of als de ratio tussen vreemd vermogen en eigen vermogen te hoog is. En dat kan zowel bij familiebedrijven het geval zijn, als bij beursgenoteerde bedrijven en in private equity.

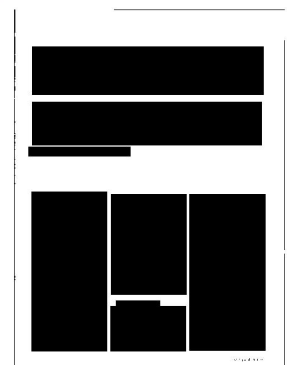
Wat betreft private equity heeft de crisis de vinger gelegd op de beperkingen van *financial engineering*: het gebruik maken van de financiële hefboomwerking waarbij de rentabiliteit van het eigen vermogen wordt verhoogd door schuldfinanciering. De fondsen die hier sterker uitkomen, zijn de fondsen met ervaren managers die in staat zijn hun participaties operationeel te ondersteunen. De *financial engineer* staat momenteel met lege handen; beslissend is nu het netwerk dat een private equity-huis kan inbrengen, de extra kennis van markten en producten, en het ondernemerschap dat nodig is om in moeilijke tijden het

oog gericht te houden op kansen en niet te verdwalen in kostenoperaties.

Dat betekent dat een deel van de private equity-markt zich opnieuw moet bewijzen. De noodzakelijke herstructureringen kosten natuurlijk geld, maar een aantal categorieën geldverstrekkers waar de sector voorheen op kon rekenen, staat niet te springen nieuwe investeringen te doen. De balansen van de banken zijn nog niet stevig genoeg om nieuw risicokapitaal te kunnen verschaffen. De pensioenfondsen hebben hun vermogen zien afnemen en dat heeft ook gevolgen voor de beleggingen die ze in private equity kunnen doen, want de omvang daarvan is veelal vastgelegd in een percentage van het totale beheerde vermogen.

EIS VAN TRANSPARANTIE

Bovengenoemde ontwikkelingen hebben effect op dit moment en op de korte termijn. Belangrijker zijn echter de ontwikkelingen die voor de langere termijn gevolgen zullen hebben en die ingrijpen op de verhouding tussen private equity en zijn geldverstrekkers. Het gaat om veranderingen in de manier waarop met name pensioenfondsen private equity benaderen. Die



benadering wordt namelijk kritischer.

Deze ontwikkeling is voornamelijk gebaseerd op de wens van institutionele beleggers om hun activiteiten maatschappelijk beter te kunnen verantwoorden. De eis van transparantie klinkt bijvoorbeeld steeds luider door in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. De beleggingen worden niet alleen langs een financiële meetlat gelegd, maar ook beoordeeld op eventuele schade die ze toebrengen aan mens en milieu. Kinderarbeid, wapenproductie, tabak en alcohol, (milieu) schadelijke productiemethoden: de perspectieven van een dergelijke beoordeling kunnen zeer divers zijn. In eerste instantie beperkte de toetsing zich tot directe beleggingen in (bekende) beursgenoteerde bedrijven, maar meerdere pensioenfondsen zijn al zo ver dat zij hun gehele portefeuille op grond van deze criteria willen beoordelen. Dat wil zeggen dat ook externe managers, beleggingsfondsen, hedgefondsen én private equity-huizen die zaken willen doen met dat pensioenfonds, openheid aan hen moeten kunnen geven over de sociale aspecten en de milieuaspecten van hun investeringen en activiteiten.

Een tweede element in de toenemend kritische houding van institutionele beleggers ten opzichte van private equity betreft het beloningsbeleid. Voorheen was de standaard: een management fee van 1,5 tot 2,5 procent per jaar, plus 20 procent van de winst van het fonds. Op z'n minst behoeft die standaard nu uitleg en daaronder wordt niet verstaan dat dit 'de gebruikelijke percentages' zijn. Een inhoudelijke argumentatie wordt verlangd, want de kosten die een pensioenfonds maakt moeten maatschappelijk te verantwoorden zijn. Als de argumentatie niet bevredigend is, zoekt het pensioenfonds een alternatief.

Een derde factor die de kritische houding van institutionele beleggers voedt, zijn de tegenvallende rendementen van private equity. Het is bekend dat slechts een minderheid – nog niet eens een kwart – van de private equity-huizen het uitstekend doet. De meeste fondsen hebben op de lange termijn een rendement dat nauwelijks beter is dan dat van de AEX-index, terwijl de risico's groter zijn. De oorzaken van deze tegenvallende rendementen zijn deels al ge-

noemd: de toestroom van (te) veel kapitaal richting private equity voert de prijzen van goede bedrijven op en leidt ook tot overnames van slechter renderende bedrijven. Afnemende investeringsdrang is zo gezien een gezonde ontwikkeling die op den duur leidt tot rendementsherstel.

DISCIPLINEREND INSTRUMENT

Als gevolg van bovenstaande ontwikkelingen is er in 2010 geen vanzelfsprekend geld meer voor private equity. De sector zal zich daarbij moeten aanpassen. Ze zal vooral moeten bedenken hoe er tegemoet gekomen kan worden aan de roep om openheid en verantwoording.

De huidige trend zou ook gevolgen kunnen hebben voor de economische structuur van Nederland. De afnemende beschikbaarheid van risico- en groeikapitaal zou bijvoorbeeld kunnen leiden tot een afname van de dynamiek in de economie. Als startende ondernemingen geen beginkapitaal kunnen vergaren of als bedrijven worden belemmerd in hun groei omdat ze geen financiering kunnen krijgen, heeft dat een negatief effect op de economische groei. Dat is momenteel ongetwijfeld het geval. Maar daarmee is niet het volledige verhaal verteld.

Het staat buiten kijf dat een economie erbij gebaat is dat er risico's worden genomen. Als alle energie wordt gestoken in zekerheden, lopen we kansen mis. Het staat eveneens buiten kijf dat er risicokapitaal moet zijn om die kansen te financieren. Het misverstand is echter dat er kapitaal zou moeten zijn ter financiering van alle ideeën. Wie alleen maar verkondigt dat er voor meer economische groei meer aanbod van kapitaal nodig is, negeert de keerzijde van de medaille.

Die keerzijde is de vraagkant: de goede ideeën die uitmonden in een startende onderneming, de goede bedrijven die willen en kunnen groeien. Hoe goed is een idee werkelijk als er geen financier voor te vinden is? Hoe degelijk zijn groeikansen als geen investeerder er brood in ziet?

Het is heel moeilijk te bepalen onder welke omstandigheden gebrek aan innovatiekracht en economische groei samenhangt met een tekort aan ondernemerschap en visie of een tekort aan financiering. Het draait uiteraard om zowel vraag als aanbod. Alleen werken aan de beschikbaarheid van kapitaal bergt in ieder geval het risico

in zich dat slechte ideeën en slechte risico's worden gefinancierd. Dat leidt tot verspilling. Kapitaal moet schaars blijven en fungeren als disciplinerend instrument voor de selectie van goede en slechte ideeën.

DESKUNDIGE AANDEELHOUDER

Vanuit dit perspectief moet ook de vraag worden beantwoord of de overheid op dit moment een rol moet spelen in het aanjagen van de beschikbaarheid van financiering. Er zijn diverse ideeën geopperd om met combinaties van private equity, institutionele beleggers en overheid het aanbod van kapitaal te verruimen.

De vraag is of de overheid zich dient te richten op dit type initiatieven. Bijzondere situaties daargelaten is het wellicht beter de aandacht te richten op de langere termijn, met als focus het stimuleren en faciliteren van ondernemerschap in het algemeen. Zo is er bijvoorbeeld op universiteiten veel behoefte om de kunde en de goede ideeën te koppelen aan ondernemerskwaliteiten. Niet geld is daar in eerste instantie het probleem, maar kennis van de manier waarop innovatieve ideeën kunnen worden geïmplementeerd. Een ander voorbeeld is het faciliteren van ruimte in het curriculum van diverse studies voor cursussen ondernemerschap. Op deze terreinen kan de overheid zijn toegevoegde waarde bewijzen: door ondernemerschap te stimuleren, en daarmee de economie op de lange termijn.

Private equity zal zich de komende jaren ook moeten richten op de gebieden waar zijn toegevoegde waarde het meest uitgesproken is. Op dit moment zal men zich moeten bewijzen in de rol van betrouwbare, deskundige aandeelhouder, die meer kan dan financiële constructies bedenken en die met operationele kwaliteiten kan bijdragen aan het herstel van de portfoliobedrijven in de huidige, aarzelende markten. Slagen de fondsmanagers daarin, dan zal ook de tweede opdracht minder complex worden: het versterken of het hernieuwen van het vertrouwen bij de geldverschaffers die de afgelopen jaren steeds kritischer zijn geworden. ●

**HOE DEGELIJK
ZIJN
GROEIKANSEN
ALS GEEN
INVESTEERDER**



Peter Roosenboom is
Professor of Entrepreneurial
Finance and Private Equity
aan de Rotterdam School
of Management, Erasmus
Universiteit.

**ER BROOD
IN ZIET?**

**ALS DE
ARGUMENTATIE
NIET
BEVREDIGEND
IS, ZOEKT HET
PENSIOENFONDS
EEN
ALTERNATIEF**