

# TIMING IS HEEL BELANGRIJK IN DEZE MARKT

Door Maaike Veen

**Hoogleraar Peter Roosenboom is optimistisch over het Nederlandse ondernemingsklimaat, terughoudend over het vliegwielt van venture capital voor innovatie en verbaasd dat private equity fees nauwelijks zijn gedaald ondanks alle kritiek.**

**D**e Nederlandse premier maakt zich sterk voor een Europese groeiagenda. Mitt Romney, die hoopt de Amerikaanse Republikeinse presidentskandidaat te worden, claimt dat hij als private equity belegger tienduizenden banen heeft gecreëerd. In hoeverre kunnen venture capital en private equity een rol spelen bij het aanwakken van de economie? In een aantal projecten waaraan wij nu werken, bekijken wij de rol van venture capital in het faciliteren van innovatie en groei. Dat is een hot topic. Veel beleidsmakers geloven dat er een verband is. Dat is volgens ons onderzoek licht positief, maar het is zeker niet zo dat dat in alle Europese landen even sterk is. Dat hangt af van randvoorwaarden als een flexibele arbeidsmarkt, lage drempels voor ondernemerschap en minder regelgeving. Het is te simpel om te stellen dat meer venture capital leidt tot meer innovatie. Dat verband is minder sterk dan menigeen denkt. Wij hebben ook onderzoek in de Verenigde Staten herhaald en daar hebben wij een zwakker verband gevonden over de afgelopen vijftien jaar in vergelijking tot de periode daarvoor. Het zijn beleidsmatig ingestoken studies op bedrijfstakniveau. Beleidsmakers willen venture capital faciliteren, want dan zou innovatie en groei volgen. Wij reageren daar terughoudend op.

## **Wat is volgens u precies de rol van venture capital?**

Innovatie is afhankelijk van het hebben van goede ideeën die financiering nodig hebben en niet zozeer van de economische omstandigheden in het algemeen. Venture capital zou daarin

een belangrijke rol kunnen spelen – zeker nu banken terughoudend zijn met leningen- maar die rol moeten wij niet overdrijven. Er wordt vaak teruggesproken naar Microsoft en Intel als succesvolle voorbeelden. Vergeten wordt dat de jaren tachtig de beginjaren waren van venture capital. Sindsdien zijn er ook andere successen in technologie geweest. Maar echte succesverhalen, zeker in Europa, blijven toch uit. Venture capital kan helpen vernieuwingsdrang te faciliteren. Die is in Europa vrij beperkt aanwezig. Venture capital in Europa is echter nog een heel onderontwikkelde en gefragmenteerde markt. Nederland zit ongeveer in de middenmoot.

## **Waar liggen nu de mogelijkheden voor private equity?**

Distressed debt is een markt in ontwikkeling. Er zijn steeds meer bedrijven die in de problemen raken en die door herstructureringsexperts op de rails kunnen worden gezet. Een andere markt is die voor groeikapitaal. Dat is een tussenvorm, vergelijkbaar met wat vroeger als expansiefinanciering werd beschouwd. In plaats van een volledige overname, neemt de private

equity belegger een minderheidsbelang en financiert zo groeiplannen van het MKB. Groeikapitaal kan het gat vullen dat banken laten liggen.

## **In welke bedrijfstakken ziet u de beste private equity-mogelijkheden?**

Dat is nog altijd technologie, health care, duurzame technologieën; de grote thema's wereldwijd. Geografisch gezien in de Amerikaanse markt en

in opkomende markten, met name in Azië. Daar zijn de rendementen ook iets hoger dan in Europa.

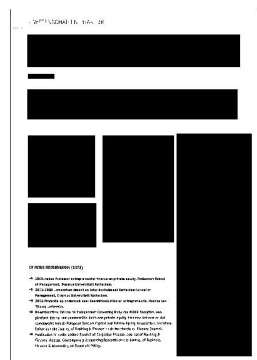
## **Welk rendement kan een belegger verwachten?**

Op die vraag geeft iedereen een ander antwoord. Het gemiddeld rendement heeft zich in de afgelopen kwartalen enigszins hersteld, voor zowel venture capital als private equity, in vergelijking met de periode 2008/2009. Afhankelijk van de benchmark is het rendement nu 5 tot 10%. Dat is een gemiddelde. Dat wil niet zeggen dat het niet hoger kan zijn. Dat hangt af van de selectievaardigheden van de institutionele belegger. Als die de topmanagers kan selecteren, dan kan het rendement veel hoger zijn. Daarbij moet nog wel opgemerkt worden dat de benchmarks niet worden gecorrigeerd voor risico's. Het is altijd moeilijk om te zeggen hoe een belegging rendeert als het risico niet in ogenschouw wordt genomen. Als er geen tweede recessie komt en er geen

hele gekke dingen gebeuren, dan zien de rendementen er redelijk uit.

## **Is het nu een goed moment om in te stappen?**

Timing blijft heel belangrijk in deze bedrijfstak, die toch draait om de





varkenscyclus. Wie in 1996 instapte, heeft zijn rendementen verdubbeld; de exit was tijdens de internet bubble. Het vintage jaar 2002 heeft een gemiddeld rendement van 0,9%. Het beste moment om in te stappen, is als er weinig geld beschikbaar is. De multiples lopen alweer een beetje op. Je zou kunnen zeggen dat het beste instapmoment alweer voorbij is. Maar ik ben geen investeerder, ik ben een wetenschapper. Ik zit niet bovenop de markt. Bovendien is het zo dat je als institutionele belegger niet alleen in private equity belegt en binnen private equity beleg je nog eens in verschillende fondsen. Er is diversificatie.

### **Hoe risicovol zijn private equity-beleggingen?**

Dan gaat het om de vraag hoeveel private equity bijdraagt aan het systematische risico van de portefeuille. Het rendement is niet perfect gecorreleerd met het rendement op andere beleggingscategorieën. Er is een diversificatievoordeel. Een gedeelte van het risico valt weg te diversifiëren. Private equity kan voor een hoger rendement zorgen. Sommige pensioenfondsen slagen daar goed in. Die selecteren de juiste fondsen. Het Amerikaanse pensioenfonds Calpers had in 2010 een beleggingsrendement van 12,5%. Een groot gedeelte daarvan kwam van private equity.

### **Private equity huizen hebben nog heel veel geld op de plank liggen, ofwel dry powder, dat nog moet worden belegd. Is er een grote kans dat dat de prijzen zal opdrijven?**

Er is ongeveer 500 miljard euro dry powder wereldwijd. Dat is een hoop geld dat nog een weg moet vinden. Als er onvoldoende interessante beleggingsmogelijkheden zijn, dan heeft dat mogelijk een prijsopdrijvend effect. Dat maakt het vervolgens nog moeilijker om rendement te maken. Als je niet goed oplet, kan dat een probleem vormen.

### **Het overgrote deel van private equity is de traditionale buy out. Hoe staat die er nu voor?**

In de buy-out-markt blijven de trans-

acties op peil. De grote deals zijn verleden tijd. De dagen dat schuldfinanciering door de hefboomwerking voor een goed rendement zorgde, zijn voorbij. Private equity beleggers moeten nu veel meer eigen vermogen bijdragen, een hogere rente op leningen betalen, en de economische groei is er ook niet. Een goed rendement komt nu aan op de vaardigheden van de private equity managers. Veel private equity-huizen realiseren zich dat zij zich meer bezig moeten houden met de opbouw van de bedrijven, het zoveel mogelijk ondersteunen van de groei op weg naar de exit. Dat heeft zo'n onderneming voor op andere bedrijven.

### **Beleggers schreeuwen sinds de kredietcrisis om meer transparantie en gematigder beloningen. Ziet u veranderingen?**

De roep om transparantie is langzaam doorgedrongen. Er zijn allerlei richtlijnen ontwikkeld waar private equity-huizen zich bij aangesloten hebben. Institutionele beleggers hebben codes opgesteld. Maatschappelijke betrokkenheid telt. KKR is daar al heel lang mee bezig. Die stellen maatschappelijke betrokkenheid centraal. Dat gaat verder dan window dressing. Het is echt hun filosofie. Openheid waar kan, maar tegelijkertijd kun je kleine bedrijven niet opzadelen met enorme rapportageverplichtingen.

### **En als het gaat om de eeuwig durende discussie over beloningen?**

Die discussie speelt pas als de rendementen achterblijven. Zolang zij goed zijn, hebben institutionele beleggers niet zo'n probleem met de fees. De beloningen zijn iets teruggebracht, maar niet veel. De 2/20-regel is nog steeds standaard. Ik verbaas me daarover. Pensioenfondsen klagen daar al heel lang over, maar dat blijkt nog niet te werken. Er is wel wat druk op de fees, maar niet spectaculair. Een manager heeft natuurlijk vaste kosten. Die 20% wordt alleen betaald als een minimumrendement is behaald, meestal 6-8%. Meedelen in de winst

is een prikkel. De discussie gaat vaak over die 2% management fee. Zijn dat echt de kosten die de manager maakt? Ik zie ook in die 2% niet hele erge verschuivingen. Als beleggers daar problemen mee hebben, dan moeten zij met de vuist op tafel slaan. Dat gebeurt maar mondjesmaat, terwijl die discussie al vrij lang duurt. Als het echt een probleem was, dan zou dat meer gebeuren. Er is ook weinig prijsconcurrentie. Stel dat een private equity-manager 15% management fee en 10% van de overwinst zou vragen. De markt zou dan denken dat hij dat doet omdat hij niet goed genoeg is. Een manager wil dus ook zijn vergoeding niet verlagen uit angst om voor inferieur te worden aangezien. Het is een complex probleem. Je kunt dan op nationaal niveau allerlei debatten hebben, maar het is een wereldwijde markt.

### **Hoe ziet u het Nederlandse ondernemingsklimaat?**

Ik was lid van de commissie-de Swaan die de Nederlandse regering een aantal aanbevelingen heeft gedaan voor de beschikbaarheid van krediet voor het MKB. De regering heeft daar veel van opgepakt. De regering heeft goede initiatieven genomen om het ondernemerschap aan te wakkeren. Het is gemakkelijk geworden, minder bureaucratisch, om een bedrijf te starten. Als ik kijk naar de studenten hier aan de universiteit, zij zijn er zich van bewust dat er meer is dan alleen het managementklasje van een grote multinational. Zij hebben alle mogelijkheden goed in het vizier en overwegen ook om een bedrijf te beginnen. Sommigen doen dat ook. In vergelijking met tien jaar geleden, heeft er in Nederland een enorme cultuuromslag plaatsgevonden. Dat belooft veel voor de toekomst. «

Het is te simpel om te stellen dat meer venture capital leidt tot meer innovatie.



Foto: Archief Peter Roosenboom



Timing blijft heel belangrijk in deze bedrijfstak, die toch draait om de varkenscyclus.

De beloningen zijn iets teruggebracht, maar niet veel. De 2/20-regel is nog steeds standaard.

Peter Roosenboom

#### CV PETER ROOSENBOOM (1973)

- 2008-heden Professor entrepreneurial finance en private equity, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- 2002-2008 Universitair docent en later hoofddocent Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- 2002 Promotie op onderzoek naar beursintroducties en entrepreneurial finance aan Tilburg University.
- Nevenfuncties: Lid van de Independent Governing Body van PEREP Analytics, een platform dat op non-commerciële basis een private equity database beheert en dat samenwerkt met de European Venture Capital and Private Equity Association. Associate Editor van the Journal of Banking & Finance en de Multinational Finance Journal.
- Publicaties in onder andere Journal of Corporate Finance, Journal of Banking & Finance, Abacus, Contemporary Accounting Research en the Journal of Business, Finance & Accounting en Economic Policy.