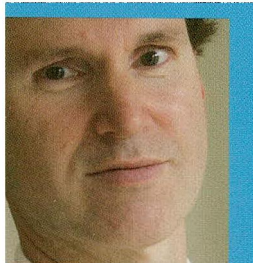


Private equity: alleen financiële acrobatiek?



Dr. Victor Macrae
 MBA is financieel
 deskundige (victor@
 macrae-finance.nl)

Dick Sluimers, bestuursvoorzitter van pensioenbelegger APG, vertelde onlangs dat APG graag investeert in alternatieve beleggingen omdat deze illiquide zijn en APG graag de premie daarvoor in eigen zak steekt. Private equity is een vorm van zo'n illiquide belegging. Het geld 'zit vast' tot het moment dat investeringen weer worden verkocht. In het verleden stond ik kritisch tegenover private equity omdat ik het veelal associeerde met een extreme schuldenlast en ontslagrondes. Maar klopt dat nog wel?

Rond de eeuwwisseling werkte ik bij ING in een klein team, gespecialiseerd in projectfinanciering op infrastructuurgebied. Naast ons zat het team van acquisition finance. Dit team verstreekte leningen voor overnames die veelal door private equity partijen werden aangedragen. Al snel groeide het team zienderogen. Het was de tijd van grote overnames met een klein beetje eigen vermogen en zo veel mogelijk vreemd vermogen: zoals u weet een uitstekende manier om het rendement op het eigen vermogen op te krikken. Bedrijven werden zo met enorme schulden beladen; meestal ging het goed maar soms bezweek een onderneming onder haar schuldenlast. Er is in zo'n situatie

ment van twintig tot dertig procent bleek niet onrealistisch! Hoe doen ze dat toch? We hebben toen verschillende cases behandeld en ook een rollenspel gedaan. Hieruit bleek dat een private equity partij ook waarde toevoegt door specifieke strategische keuzes te maken voor een bepaald marktsegment. Daarnaast kan extra geld worden gefourneerd om investeringen mogelijk te maken om de uitgestippelde strategie te ondersteunen. Naast 'financiële acrobatiek' is er dus ook duidelijk sprake van waardecreatie vanuit de business zelf.

Last but not least gaat het bij private equity vooral ook om de mensen. Je hebt goede mensen nodig om de strategie te bepalen en deze tot uitvoering te brengen. De voormalige topman van tapijtfabrikant Desso, dat in handen was van een private equity investeerder, vertelde over de 'envy ratio' bij zijn bedrijf waardoor het management wordt gemotiveerd het vuur uit de sloffen te lopen. Het betreft de verhouding tussen de prijs die het private equity bedrijf betaalt voor de aandelen van de onderneming en de lagere prijs die het management voor dezelfde aandelen betaalt. Hoe hoger die verhouding, des te meer baat het management heeft bij goede prestaties van de onderneming. Omgekeerd geldt natuurlijk dat als het niet goed gaat met het be-

'Ik viel stijl achterover toen ik de rendementen van private equity zag'

natuurlijk weinig tegenslag nodig om niet meer aan je rente- en aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen en dus in de financiële problemen te komen.

Naast een (extreem) hoge schuldenlast staat me nog een tweede kenmerkend element van private equity voor ogen: ontslagen medewerkers. Deze private equity investeringsmaatschappijen zoeken naar bedrijven die een gezonde kasstroom hebben. Het voordeel is dat door de voorspelbaarheid van de kasstroom veel schuld kan worden aangetrokken. Daarnaast kan het rendement verder worden opgekrikt door te snijden in de kosten, lees: het personeel. Overgenomen bedrijven worden 'gestroomlijnd' en rotte onderdelen worden weggesneden. De vakbonden stonden op de barricades. Het feit dat een overname door een private equity huis werd aangekondigd, was synoniem met sanering.

Een paar jaar geleden volgde ik een studie strategie aan Rotterdam School of Management. Eén van de vakken betrof private equity. Ik viel stijl achterover toen ik de rendementen van private equity partijen zag over een langere periode, zeg vijf tot tien jaar, onder slechte economische omstandigheden: een jaarlijks rende-

drijf, het management meelijdt. Zeker als er geld is geleend voor de aankoop van de aandelen! De voormalig financieel directeur van een dochtermaatschappij van één van 's werelds grootste oliemaatschappijen, vertelde dat dit 'meelijden' precies de reden was waarom hij er bewust voor had gekozen niet te participeren in een management buyout met een private equity partij toen hij hiertoe de kans kreeg.

Hoe kijken we nu naar private equity? Oorspronkelijk was ik zoals gezegd kritisch omdat ik dacht dat het puur ging om leverage en kostenreductie. Wellicht stond u er ook zo in. Bij nader inzien zijn echter ook andere factoren van belang gebleken om een overname tot een succes te maken, zoals bijvoorbeeld strategische keuzes en geld voor investeringen. Mijn conclusie is dat private equity investeerders hebben bewezen dat ze wel degelijk een belangrijke rol kunnen spelen bij het creëren van ondernemingswaarde. Of het bij u past, is uiteraard een afweging die u helemaal zelf (met alle betrokkenen) moet maken. Het gaat erom een reële afweging te maken waarbij u misschien wel tot een andere conclusie zult komen dan u aanvankelijk had gedacht...

