

# Private equity: percepties en feiten

Het beleggen in niet-beursgenoteerde ondernemingen, ofwel, private equity is recentelijk vaak in het nieuws. Zowel de sterke groei van het beheerd vermogen als de forse toename van megatransacties door buy-out fondsen hebben geleid tot veel aandacht in de media en zelfs de Tweede Kamer. Veel gehoorde kritiek is dat private equity schadelijk zou zijn voor de werkgelegenheid en dat private equity beleggers gericht zouden zijn op het behalen van korte termijn winsten. Daarnaast is er kritiek op het gebrek aan transparantie en wordt de beleggingscategorie verward met hedge fondsen en activistische aandeelhouders. In dit artikel confronteren wij de percepties en feiten met elkaar om de maatschappelijke discussie nader te ondersteunen en een objectieve beeldvorming te bevorderen voor alle direct en indirect betrokkenen.

## 1 Inleiding

Private equity is 'hot'. Beleggingen in private equity staan meer dan ooit in de belangstelling, niet alleen van direct betrokkenen zoals (institutionele) beleggers en al dan niet beursgenoteerde ondernemingen, maar ook van belangengroepen die meer op afstand staan zoals werknemers en de overheid.

Private equity heeft zich in enkele decennia ontwikkeld van een relatief onbekend concept tot een maatschappelijk fenomeen. De recente hoogconjunctuur en de toestroom van beleggingskapitaal hebben geleid tot grote private equity deals die nu ook het Nederlandse bedrijfsleven en pensioenstelsel steeds meer lijken te raken. Illustratief voor de maatschappelijke belangstelling zijn de initiatieven tot het ronde tafelgesprek 'hedge funds en private equity' van de

### VBA private equity werkgroep<sup>1</sup>:

Van links naar rechts:

Remco Haaxman  
(CFA, Coller Capital)

Barend Bloemarts  
(AlpInvest)

Gerben de Zwart  
(CFA, ING Investment Management)

Danny van Wijk  
(RBA, Unilever Pensioenfondsen "Progress")

Jesse de Klerk  
(CFA, Robeco)

Lodewijk van Pol  
(RBA, Towers Perrin)

Paul van Hastenberg  
(RBA, Unilever Pensioenfondsen "Progress")



Tweede Kamer en de vernieuwde gedragscode van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen in april en juni dit jaar. De achtergrond daarvan is kritiek op en bezorgdheid met betrekking tot een gebrek aan transparantie, tekortschietend toezicht, verondersteld korte termijn denken en ook de, mogelijk negatieve, gevolgen voor de werkgelegenheid.

In dit artikel gaan wij in op bovengenoemde maatschappelijke ontwikkelingen. Zonder daarbij een uitgesproken standpunt in te nemen, zullen percepties en feiten met elkaar worden geconfronteerd om de maatschappelijke discussie nader te ondersteunen en een objectieve beeldvorming te bevorderen voor alle direct en indirect betrokkenen. Hiertoe zullen wij eerst een schets geven van de werking en structuur van de markt evenals de omvang ervan en ontwikkelingen in de laatste jaren. Vervolgens staan we stil bij de maatschappelijke ontwikkelingen op het gebied van private equity: het verschil tussen private equity, hedge funds en activistische aandeelhouders, werkgelegenheid en private equity, transparantie en (zelf)regulering en de beleggingshorizon van private equity fondsen. We eindigen met enkele slotopmerkingen.

## 2 Definities en Markt

Private equity beleggingen omvatten investeringen in ondernemingen (doorgaans) zonder beursnotering en worden doorgaans onderscheiden in 'venture capital' en 'buy-out' investeringen. Venture capital omvat durfkapitaal voor jonge startende ondernemingen die voor kapitaal niet bij traditionele beleggers of banken terecht kunnen vanwege hun stadium van ontwikkeling, hun schaalgrootte of onvoldoende zekerheid. Bekende succesvoorbeelden van ondernemingen die ooit met venture capital zijn gefinancierd zijn computerfabrikant Apple, de internet zoekmachine Google en meer recent Skype, welke gratis bellen via internet faciliteert. Buy-out investeringen concentreren zich op herstructureringen van meer volgroeide ondernemingen, in veel gevallen gefinancierd met een belangrijk gedeelte vreemd vermogen. Recentelijk zijn ook enkele grote ondernemingen in Nederland zoals Vendex KBB, VNU en afvalverwerker AVR (gedeeltelijk) in handen gekomen van private equity buy-out firma's.

Private equity beleggingen verschillen fundamenteel van traditionele beursgenoteerde aandelen.

De publiekelijk beschikbare informatie is in vergelijking met openbare aandelenbeurzen zeer beperkt en vergt maatwerkonderzoek en gedegen due diligence. De invloed op ondernemingsbestuur van private equity beleggers is daarentegen vaak aanzienlijk en van belang voor het succes van de beleggingen. Verder zijn de belangen van de beleggers en het management doorgaans beter in overeenstemming met elkaar, wat invloed heeft op de wijze waarop management de belangen van aandeelhouders behartigt. Waarderingsgrondslagen en performancemeting verschillen sterk van gewone aandelenbeleggingen. Maar bovenal is de liquiditeit van private equity beleggingen doorgaans zeer beperkt: private equity fondsen committeren zich doorgaans voor meerdere jaren aan een onderneming.<sup>2</sup> Het succes van private equity beleggingen is meestal zeer 'deal driven' en afhankelijk van lange en gecompliceerde onderhandelingsprocessen en daaropvolgende operationele veranderingen.

De beloning voor de beleggers is een hoger verwacht rendement vanwege bovenstaande verschillen met publieke aandelen dat tot uitdrukking komt in een risicopremie ten opzichte van beleggingen in beursgenoteerde aandelen.<sup>3</sup> Er zijn bovendien spreidingsvoordelen te bereiken met private equity. Private equity verschaft toegang tot een universum van ondernemingen beschikbaar voor diversificatie over sectoren en regio's. Tevens kan een spreiding worden bewerkstelligd over de levenscyclus van een onderneming die moeilijk is te verwezenlijken met beursgenoteerde aandelen.

De afgelopen jaren is private equity sterk gegroeid en transacties zijn zowel in aantal als in omvang aanzienlijk toegenomen. Eind jaren negentig, gedurende de internethype, kwam deze groei vooral van venture capital. De laatste tijd heeft de markt voor buy-out kapitaal in zowel de US als Europa een sterke groei doorgemaakt. Er zijn diverse manieren om deze groei te kenschetsen. Wij concentreren ons hierbij op de Europese markt. Europese private equity fondsen hebben in 2006 ongeveer 112 miljard euro opgehaald. Dit is een stijging van 56,4% ten opzichte van 2005. Daarbij investeerden Europese private equity fondsen in 2006 voor 71 miljard euro in 7.500 ondernemingen. Hiervan werd het meeste geld geïnvesteerd in het Verenigd Koninkrijk (33%), Frankrijk (15%) en

Duitsland (10%). Tabel 1 geeft een samenvatting van de Europese markt. Panel A geeft een overzicht van de tien grootste buy-out fondsen in Europa en de groei door de tijd. Hierbij kijken we naar de omvang van het vorige fonds, het huidige fonds en het totaal beheerd vermogen. De omvang van de meest recente fondsen is in de meeste gevallen fors toegenomen en illustreert de sterke groei in buy-out kapitaal en daarmee de zichtbaarheid. De allergrootste transacties hebben plaatsgevonden in de Verenigde Staten, waar de grootste private equity transactie ooit, de overname van TXU door KKR, TPG en Goldman Sachs, een waarde had van maar liefst 43,8 miljard dollar. Maar ook de transacties in Europa worden steeds groter en de grootste buy-out transacties in Europa kunnen met recht ook als megatransacties worden aangeduid (Panel B).

Zowel de sterke groei van het door private equity fondsen beheerd vermogen als de forse stijging van het aantal megatransacties door buy-out fondsen hebben recentelijk geleid tot een grotere publieke zichtbaarheid van private equity. Deze zichtbaarheid heeft geleid tot een grote belangstelling voor private equity en haar rol in de maatschappij.

### 3 Percepties en feiten

In de toegenomen aandacht voor private equity is een aantal (voor)oordelen ontstaan in de beeldvorming rond de kenmerken en de werkwijze van private equity. In dit gedeelte zetten we de percepties rond achtereenvolgens de typering van private equity, de werkgelegenheid, de transparantie en de beleggingshorizon af tegen de feiten.

#### 3.1 Private equity, hedge fondsen en activistische aandeelhouders

De scheidslijn tussen private equity, hedge fondsen en activistische aandeelhouders wordt steeds onduidelijker, omdat ieder type fonds zich recentelijk veelal de vrijheid permitteert zich in het werkveld van de ander te begeven. Zo zijn er legio voorbeelden van hedge fondsen die private ondernemingen in portefeuille hebben genomen en in mindere mate van private equity fondsen die zich richten op de aankoop van beursgenoteerde ondernemingen (zonder de doelstelling de notering te beëindigen). Toch valt er een duidelijk onderscheid te maken aan de hand van drie criteria: invloed op de belegging, beleggingshorizon en liquiditeit.

Private equity fondsen worden gekenmerkt door hun gemeenschappelijke doelstelling om waarde te creëren via het investeren in ondernemingen waarvan het aandelenkapitaal niet publiekelijk (op een aandelenbeurs) verhandeld wordt. Dergelijke investeringen worden gedaan door de aandelen in een bedrijf onderhands aan te kopen, of door de aandelen van een publieke onderneming (via de beurs) te kopen en vervolgens de notering te beëindigen. Doorgaans beperken private equity fondsen zich tot investeringen in het eigen vermogen van ondernemingen. Door significante belangen te nemen, verwerven fondsen meestal formeel invloed op (en controle over) het bestuur van de betreffende ondernemingen. Private equity investeringen worden gekenmerkt door illiquiditeit. Bijgevolg is de horizon van private equity investering relatief lang, doorgaans minimaal drie jaar.

Hedge fondsen definiëren hun doelstelling niet in termen van publieke of private beleggingen en beperken zich niet tot investeringen in het eigen vermogen van ondernemingen. Het beleggingsuniversum van hedge fondsen is vrijwel ongelimiteerd en omvat onder meer grondstoffen, vreemd vermogen, eigen vermogen en derivaten. De doelstelling van een hedge fonds wordt doorgaans omschreven in termen van de strategie die het fonds hanteert. Een dergelijke strategie wordt in de regel gekarakteriseerd door het feit dat zij niet is gebaseerd op het uitvoeren van invloed op de beleggingen in portefeuille, maar door op passieve wijze te profiteren van (verwachte) bewegingen in de markt. Hedge fonds strategieën lenen zich meer voor korte termijn beleggingen en omvatten in vergelijking met private equity meestal beleggingen in meer liquide activa.

Activistische aandeelhouders zijn veelal beheerders van beleggingsfondsen die niet streven naar formele zeggenschap in het dagelijks bestuur van ondernemingen. Door het opbouwen van een aanzienlijk belang in een publieke onderneming verwerft de activistische aandeelhouder zelden formeel invloed, maar ontstaat wel een situatie waarin het bestuur van een onderneming de mening van de activistische aandeelhouder niet zonder meer naast zich neer kan leggen. Activistische aandeelhouders oefenen hiermee indirect invloed uit op het ondernemingsbestuur. De beleggingshorizon is veelal kort en de belegging is vaak in liquide posities.

Tabel 1 Europa's grootste buy-out fondsen en buy-out transacties

Panel A (bedragen in € miljard)			
Fondsbeheerder	Voorafgaand fonds	Huidig fonds	Totaal
Apax	4.3	11.2	23.2
Permira	5.1	11.1	21.6
CVC Capital Partners	4	10.1	20.9
Cinven	4.4	6.5	15
BC Partners	4.3	5.9	11.8
EQT	2.5	4.2	11
3i	3	5	10.3
Candover	2.7	3.5	8.7
Carlyle Europe	1.8	5	8.6
Bridgepoint	2	2.5	8

Panel B (bedragen in € miljard)		
Onderneming	Overnemer	Omvang
Alliance Boots PLC	AB Acquisitions Ltd (KKR)	14.4
Intelsat Ltd	BC Partners Ltd	11.9
Thames Water PLC	Kemble Water Ltd (Macquarie)	11.9
Wind Telecomunicazioni Spa	Weather Investments Srl	10.2
TDC A/S	Nordic Telephone (Blackstone, Permira en anderen)	9.0
VNU NV	Valcon Acquisition BV (TH Lee, KKR en anderen)	7.6
Philips Semiconductors	KKR, Silver Lake, Alpinvest	7.4
Viterra AG	Terra Firma	7.0

Panel A laat van de tien grootste Europese buy-out fondsen de omvang van het vorige fonds, de omvang van het huidige fonds en de totale omvang van de fondsaanbieder in miljarden euro's zien. Bron: Financial News, 13 augustus 2007. Panel B geeft een overzicht van de grootste buy-out transacties in Europa.

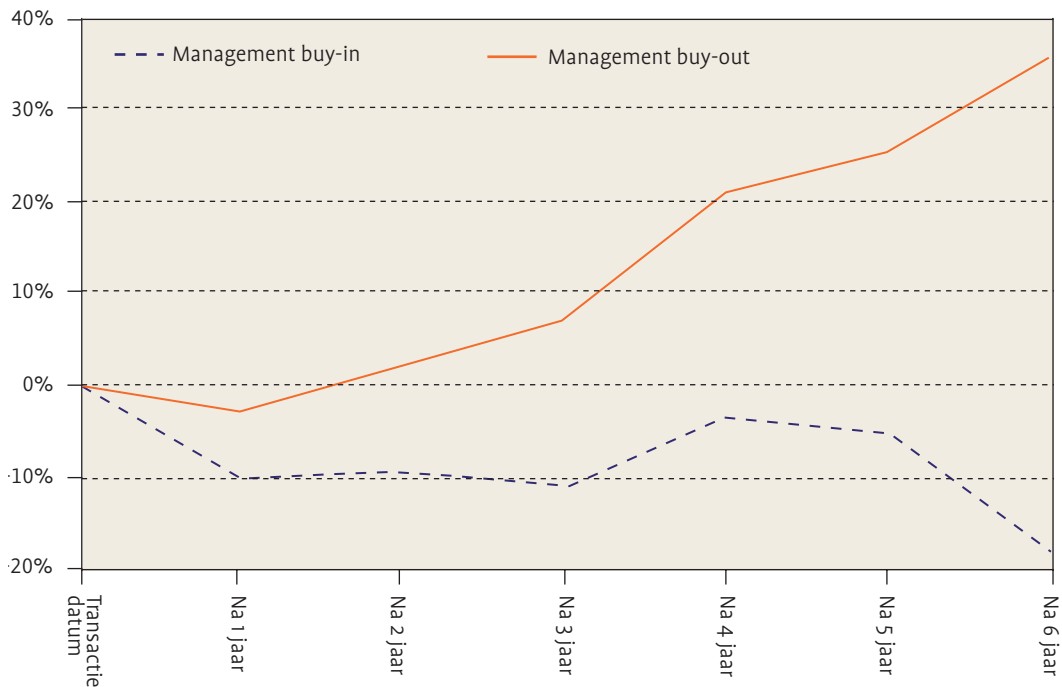
Concluderend stellen we dat het niet verwonderlijk is dat in het publieke debat de termen private equity, hedge fondsen en activistische aandeelhouders met elkaar worden verward. Het gebeurt regelmatig dat hedge fondsen zich begeven op terrein dat traditioneel tot het werkveld van private equity spelers behoorde, en andersom. Toch is in beginsel de beleggingstermijn, de wijze waarop waarde toegevoegd wordt en de liquiditeit van de beleggingen sterk verschillend.

### 3.2 Werkgelegenheid

Private equity transacties worden dikwijls geassocieerd met verlies aan werkgelegenheid door herstructurering van de onderneming. Hoewel dit bij individuele transacties het geval kan zijn is het echter wel belangrijk enkele nuanceringen aan te brengen. Drie recente wetenschappelijke studies van Bruining en anderen (2005), Achleitner en Klockner (2005) en Wright en anderen (2007) plaatsen werkgelegenheid en private equity in perspectief.

Ongeveer 80% van de totale werkgelegenheid in door private equity gefinancierde ondernemingen betreft buy-out ondernemingen. De studie van Wright en anderen (2007) heeft betrekking op het Verenigd Koninkrijk, historisch gezien de grootste markt voor private equity in Europa, en laat zien dat de associatie gedeeltelijk terecht is. In het eerste jaar na de transactie daalt de werkgelegenheid met 2,3% in geval van een management buy-out en zelfs met 10,2% in geval van een management buy-in. Bij deze laatste wordt het zittende management vervangen door een nieuw management van buiten de onderneming die de onderneming meestal meer ingrijpend omvormt. In figuur 1 wordt de verandering van de werkgelegenheid voor beide type transacties weergegeven. Uit deze figuur blijkt echter ook dat de werkgelegenheid voor management buy-outs op de langere termijn sterk toeneemt. Na zes jaar is de werkgelegenheid gegroeid met iets meer dan 6% per jaar. De werkgelegenheid voor management buy-ins is daarentegen met gemiddeld 3% per jaar

Figuur 1: Verandering van de werkgelegenheid na een buy-out transactie



Bron: Wright en anderen (2007)

gedaald. Deze resultaten worden in de pan-Europese studie van Achleitner en Klockner (2005) bevestigd. Zij signaleren een stijging van de werkgelegenheid van 3,1% per jaar voor management buy-outs en een daling van 2,3% per jaar voor management buy-ins. Als we verder inzoomen, zien we dat de werkgelegenheid afneemt met 3,8% per jaar voor turnaround transacties, terwijl de werkgelegenheid groeit met respectievelijk 7,1%, 2,8% en 1,6% per jaar voor een familie buy-out, going-private buy-out en een spin-off buy-out. Hierbij dient overigens in ogenschouw te worden genomen dat in specifieke gevallen een verlies aan werkgelegenheid noodzakelijk kan zijn om de continuïteit van de onderneming te waarborgen. In dergelijke situaties leiden ontslagen op korte termijn tot behoud van werkgelegenheid in een later stadium.

De aandacht in de media is voornamelijk gericht op de grotere buy-out transacties, waarbij de 20% werkgelegenheid in venture capital niet veel aandacht krijgt. Binnen deze groep ondernemingen zien we echter dat de werkgelegenheid fors groeit, hoewel geleidelijker en in absolute aantallen bescheiden. De werkgelegenheidsgroei in venture capital is daarmee minder opvallend en heeft dus minder nieuws-

waarde. Achleitner en Klockner (2005) laten echter zien dat de werkgelegenheid binnen venture capital gegroeid is met gemiddeld 30,5% per jaar over de periode 1997-2004 tegen een gemiddelde groei van 0,7% in de gehele Europese Unie. Deze groei komt vooral van kleine ondernemingen: ondernemingen met minder dan 20 werknemers groeien met gemiddeld 68,7% per jaar, terwijl de werkgelegenheid in ondernemingen met 20 tot 99 werknemers met 35,1% gegroeid is. Verder komt de groei van de werkgelegenheid breed tot stand. Zo groeit de werkgelegenheid van 73% van de venture capital ondernemingen met meer dan 25% per jaar.

Samenvattend kunnen we zeggen dat er duidelijke aanwijzingen zijn dat buy-out transacties, met dikwijls een hoge nieuws waarde, gekenmerkt worden door banenverlies in het eerste jaar. Voor management buy-out transacties groeit de werkgelegenheid vanaf het tweede jaar. De statistieken voor management buy-ins zijn anders. Hier zien we een sterkere herstructurering in het eerste jaar en is zelfs na zes jaar nog steeds sprake van een afname van de werkgelegenheid. De groei van werkgelegenheid in de venture capital sector is spectaculair en weinig belicht in het nieuws vanwege de geleidelijkheid. Opgemerkt



dient te worden dat de studies naar de werkgelegenheidseffecten van private equity nog beperkt zijn en bijvoorbeeld (nog) geen rekening houden met de effecten van overnames en survivalship bias. Hierin ligt een uitdaging voor de wetenschap.

### 3.3 Transparantie en regulering

Het toenemende belang van private equity in de maatschappij gaat gepaard met de roep om meer regulering en transparantie. Dit heeft zowel betrekking op de diverse overheden, de beheerders van private equity fondsen alsook op de institutionele beleggers in deze fondsen. In deze sectie staan wij stil bij de regulering van private equity en gaan we in op de transparantie van de (vrijwillige) rapportages van private equity fondsen op het gebied van rendementen en financieringsconstructies.

Tot op heden lijkt de Europese regulering ten aanzien van private equity beperkt, maar ten gevolge van de recente bloei lijkt het niet onwaarschijnlijk dat er meer regelgeving ten behoeve van regulering zal worden opgesteld. Diverse overheden zien in dat onder andere de fiscale wetgeving ten aanzien van private equity fondsen afwijkt van publieke fondsen. Deze trend heeft recent vooral in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk geleid tot heftige debatten. In de Verenigde Staten is er thans de nodige discussie over de belasting van verworven opbrengsten uit de zogenaamde 'carried interest' (beloning voor geleverde performance). De vraag is of dit belast moet worden als inkomsten uit arbeid of als inkomsten uit vermogen, dit laatste met een lager belastingtarief. Om uitwassen te voorkomen willen overheden en andere maatschappelijke belanghebbenden daarom de groei van deze sector laten vergezellen van de nodige regelgeving. De uitdaging voor de wetgever is enerzijds het voorkomen van uitwassen, anderzijds private equity de kans te geven haar kracht te blijven benutten: het toevoegen van waarde door gebruik te maken van de voordelen van het privaat financieren van ondernemingen, namelijk 'alignment of interest', het aantrekken van betere management teams, de hernieuwde focus en het buiten het oog van het publiek opereren.

Ook de beleggers in private equity fondsen hebben te maken met een verdergaande regulering. Zo werden in 2004 alle publieke pensioenfondsen in de Verenigde Staten verplicht om de samenstelling van

hun totale portefeuilles, inclusief rendementen en omvang van de beleggingen, openbaar te maken. Dit gold ook voor één van de grootste pensioenfondsen en beleggers in private equity ter wereld: CalPERS. Tot groot ongenoegen van enkele private equity fondsen publiceert CalPERS nu ook de samenstelling van zijn omvangrijke private equity portefeuille en de rendementen hiervan. In Nederland was de groeiende belangstelling van pensioenfondsen en verzekeraars voor alternatieve beleggingen, waaronder private equity, voor De Nederlandsche Bank reden om in 2007 een aantal richtinggevend principes op te stellen voor het risicobeheer van private equity en andere alternatieve beleggingen.

Wat betreft transparantie kent private equity geen uniforme wereldwijde performancstandaarden. Zowel de rapportage van beleggingsrendementen als de waardering van de ondernemingen in de portefeuille zijn hierdoor niet eensluidend. Ten aanzien van waarderingsgrondslagen en performanceverantwoording in Europa heeft de European Venture Capital Association (EVCA) richtlijnen uitgegeven. Echter, het onderling vergelijken (benchmarken) van private equity fondsen blijft moeilijk. In de praktijk benchmarken de meeste institutionele beleggers hun beleggingen middels de Venture Economics database. Deze database bevat aangeleverde performancecijfers van individuele fondsen, maar kent de nodige kritiekpunten: alleen vrijwillig aangeleverde fondsen worden opgenomen, de cijfers zijn niet onafhankelijk gecontroleerd, er is sprake van beperkte categorisering, etc. Verder kent private equity geen uniforme, wereldwijde regelgeving wat betreft inzicht in de balans en financieringsvorm en de publicatie van de jaarrekening of salarissen van de directie.

De wet- en regelgeving ten aanzien van private equity is, in vergelijking met continentaal Europa, in het Verenigd Koninkrijk verder ontwikkeld. In november 2007 heeft David Walker richtlijnen gepubliceerd over de verbetering van de transparantie door private equity fondsen in het Verenigd Koninkrijk. Dit rapport bevat duidelijke richtlijnen met betrekking tot de openbare rapportage van fondsen, en van de onderliggende portefeuille van ondernemingen. Op vrijwillige basis zullen de fondsen meer inzicht verschaffen in, onder andere, hun 'governance' structuur, de behaalde rendementen en de herkomst van

hun kapitaal. Ondernemingen zullen meer inzicht moeten geven in hun financiële huishouding, onder andere betreffende hun schuldenposities. Deze richtlijnen dienen toegepast te worden volgens het zogenaamde 'comply or explain' principe. De British Venture Capital Association (BVCA) ondersteunt dit rapport en zal haar leden, onder wie alle grote buy-out fondsen, verplichten deze richtlijnen toe te passen.

Momenteel buigen diverse overheden en instanties zich over het vraagstuk van regelgeving van private equity fondsen. Tot op heden heeft dit echter slechts geleid tot aanbevelingen en richtlijnen in plaats van concrete wetgeving.

In het licht van de toegenomen belangstelling van maatschappelijke vertegenwoordigers hebben private equity fondsen zelf ook initiatieven ontwikkeld om de sector meer te reguleren. In de Verenigde Staten is een belangrijk initiatief genomen door een aantal grote private equity fondsen (onder andere KKR, Blackstone, Apollo, The Carlyle Group en TPG) met de oprichting van het Private Equity Council, die als doel heeft als klankbord te kunnen fungeren in de huidige groeiende discussies en meer begrip te krijgen voor het werk van private equity fondsen. De Private Equity Council heeft inmiddels initiatieven ontwikkeld om de publieke discussie op een open manier te voeren. De mate van zelfregulering is tot op heden echter beperkt gebleven en zal verder ontwikkeld dienen te worden. Deze vorm van zelfregulering heeft nog geen vervolg gevonden in Europa, al kennen Nederland en Europa al meer dan twintig jaar sterke koepelorganisaties als respectievelijk de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP) en de European Venture Capital Association (EVCA).

Samenvattend stellen we dat, mede door de zogenaamde 'public-to-private' transacties, de publieke belangstelling voor private equity regulering toegenomen is. Om private equity fondsen te reguleren ontwikkelen overheden steeds meer initiatieven om vooral de transparantie te vergroten. Tevens wordt er in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk gesproken over belastingwetgeving welke een verlagend effect kan hebben op de netto-uitkering van de performance fee (carried interest). De (zelf)regulering is tot op heden nog slechts beperkt van de grond gekomen en zal tengevolge van de grotere rol van

private equity in de maatschappij nauwlettend gevolgd worden door direct belanghebbenden als ook de media.

### 3.4 Beleggingshorizon van private equity

Een veel gehoord kritiekpunt is dat private equity investeerders een korte beleggingshorizon zouden hebben. In dit verband wordt soms gesproken over 'asset strippers', die alle waardevolle bedrijfsonderdelen direct verkopen en uit zijn op korte termijn winstbejag.

Deze zienswijze staat in principe haaks op de strategie van private equity fondsen die er op gericht is om gedurende een langere periode waarde te creëren door actief invloed uit te oefenen op het ondernemingsbestuur. Uit een recent onderzoek onder 41 private equity fondsen<sup>4</sup> komt naar voren dat private equity fondsen hun investeringen gemiddeld drie tot vijf jaar in de portefeuille houden. Private equity investeerders zijn er op gericht om ondernemingen te verbeteren en te laten groeien. Het verkopen van winstgevend onderdelen past niet binnen deze strategie. Desalniettemin zien we regelmatig dat niet-kernactiviteiten vlak na een overname worden verkocht. Dit is niet noodzakelijk negatief, zoals de term 'asset stripper' doet vermoeden, maar kan op bedrijfseconomische gronden een optimale strategie zijn.

De gemiddelde horizon van een private equity investering fluctueert wel aanzienlijk, waarbij het moment van verkoop sterk wordt beïnvloed door de economische omstandigheden zoals uitgebreid besproken door Gompers en Lerner (2000). Hierbij spelen het algemene economische klimaat evenals het gemak waarmee schuld aangetrokken kan worden een grote rol. In een economische hoogconjunctuur is het verkoopklimaat via bijvoorbeeld een beursgang (ook wel aangeduid met 'IPO') gunstig en zullen private equity beleggers eerder in staat zijn een investering te realiseren en het beoogde rendement te behalen. Daarentegen zullen de prijzen van de nieuwe investering hoger liggen. Zolang de opgaande markt aanhoudt is dit geen probleem. Mocht de markt verslechteren, zal het moeilijker worden om een onderneming te verkopen tegen de gewenste prijs. Een investering zal langer vastgehouden worden in afwachting van een gunstiger verkoopklimaat, terwijl tegelijkertijd verder aan waardecreatie gewerkt wordt. Zodoende zal in een neergaande markt de investeringstermijn

in de meeste gevallen toenemen. Deze tendens komt naar voren in figuur 2.

Deze figuur geeft het percentage weer van het aantal buy-out transacties dat binnen drie jaar na aankoop is gerealiseerd voor de aankoopjaren 1995 tot en met 2003<sup>5</sup>. Zo is 23% van het aantal buy-out transacties die in 1998 heeft plaatsgevonden binnen drie jaar verkocht. Voor het jaar 2000 is dit percentage naar 6% gedaald. Dit kan verklaard worden door het ongunstige verkoopklimaat in de jaren 2001 en 2002. Van de buy-out transacties in 2003 is na drie jaar al 29% verkocht als gevolg van het aantrekkelijke verkoopklimaat in de afgelopen jaren. Het laatste decennium heeft aangetoond dat het verkoopklimaat een cyclisch karakter kent. Naast eerdergenoemde oorzaken kunnen in dit kader ook nog toenemende globalisering en securisatie genoemd worden. Toenemende investeringsmogelijkheden in en vanuit opkomende landen (zoals China en India) beïnvloeden het cyclische karakter van de investeringen. Ook securisatie speelt in dit kader een rol. Door middel van securisatie hebben financiële instellingen de mogelijkheid geschapen leningen te bundelen en door te verkopen aan externe partijen. Dit heeft hen extra kredietmogelijkheden verschaft voor verstrekking van vreemd vermogen aan onder meer buy-out

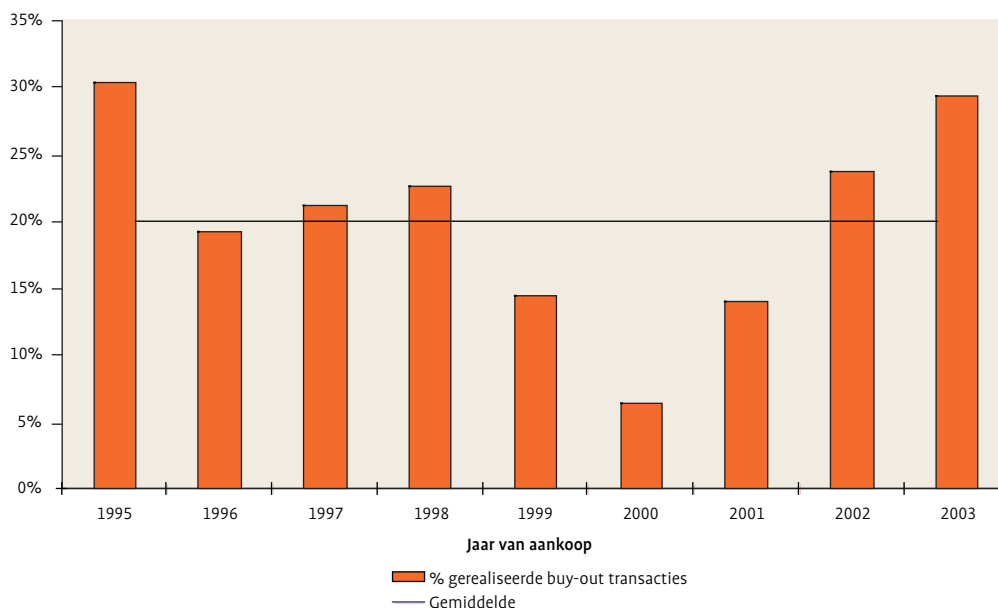
fondsen. Dit maakt private equity fondsen meer dan in het verleden een integraal onderdeel van het financieel stelsel.

Wat betreft de horizon van een private equity investering concluderen we dat deze in de orde van meerdere jaren ligt. Deze horizon golft mee met het economische klimaat en een onderneming zal eerder of juist later verkocht worden als het exit-klimaat mee- of tegenzit.

#### 4 Samenvatting en conclusie

In dit artikel is getracht de lezer meer inzicht te geven in de private equity markt door een viertal percepties en feiten tegen elkaar af te zetten. In de media wordt veelal geen onderscheid gemaakt tussen private equity, hedge fondsen en activistische aandeelhouders. Hierdoor ontstaat soms een misplaatst beeld van private equity beleggers. Daarnaast wordt private equity vaak geassocieerd met een verlies aan werkgelegenheid. Met het doel kosten te reduceren worden herstructureringen doorgevoerd, die gepaard zouden gaan met een verlies aan banen. Hoewel dit in bepaalde situaties het geval is, heeft onderzoek aangetoond dat de meeste private equity beleggingen de werkgelegenheid op langere termijn doen toenemen. Verder concluderen we dat de horizon van

Figuur 2: Percentage van het aantal buy-out transacties die binnen drie jaar na aankoop is gerealiseerd



Bron: Deal Analysis Tool, [www.dealanalysisitool.com](http://www.dealanalysisitool.com)



een private equity investering in de orde van meerdere jaren ligt. Toch is de gemiddelde holding periode van een investering niet constant, maar golft mee met het economische klimaat. Een onderneming zal eerder of juist later verkocht worden als het exit-klimaat mee- of tegenzit. Ten slotte is er veel kritiek op het gebrek aan transparantie van private equity. Private ondernemingen hebben nauwelijks rapportageverplichtingen en toezicht is beperkt in vergelijking met beursgenoteerde ondernemingen. Het is in dit kader belangrijk om op te merken dat een deel van het succes van private equity zijn oorsprong vindt in het feit dat private ondernemingen in staat zijn flexibel te opereren en zich minder zorgen hoeven te maken over de prestaties op de kortere termijn. Desalniettemin is het de uitdaging voor de wetgever om uitwassen te voorkomen. Hiernaast komt de sector zelf met meerdere initiatieven om de transparantie van de beleggingscategorie te bevorderen, bijvoorbeeld door overkoepelende organisaties als de EVCA in Europa die zich nadrukkelijk bezighouden met het opstellen van uniforme waarderingsgrondslagen.

Concluderend kan gesteld worden dat de kennis omtrent private equity veelal beperkt is bij het grote publiek. Er is dan ook een belangrijke taak weggelegd voor alle betrokken partijen (fondsmanagers, de toezichthouder alsmede institutionele beleggers zoals pensioenfondsen) om een objectieve beeldvorming te bevorderen voor alle direct en indirect betrokkenen. De VBA private equity werkgroep wil zich in dit kader inzetten voor een objectieve beeldvorming binnen de VBA.

### Referenties

- Achleitner, A. and Klockner, O. 2005, 'Employment contribution of private equity and venture capital in Europe', Research Paper, European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)
- Bruining, H., Boselie, P., Wright, M. and Bacon, N. 2005, 'Business ownership change and effects on the employee relationship: an exploratory study of buyouts in the UK and the Netherlands' *International Journal of Human Resource Management*, Vol. 16, pp 345-363.
- Gompers, P. A. and J. Lerner, 2000, 'Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations', *Journal of financial economics*, 55, pp. 281-325.
- Walker, David, 2007, 'Guidelines for disclosure and transparency in private equity', [www.walkerworkinggroup.com](http://www.walkerworkinggroup.com)

Wright, M., Jenssen, M., Cumming, D. and Siegel, D., 2007, 'The impact of private equity: setting the record straight', Research paper, Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) Nottingham University Business School.

### Noten

1. De VBA private equity werkgroep stelt zich ten doel om kennis en informatie over private equity te structureren en te presenteren aan de leden van de VBA. Hierbij kan gedacht worden aan artikelen, seminars en presentaties. Daarnaast wil de werkgroep een bijdrage leveren als denktank en klankbord voor actuele ontwikkelingen, debat en opinie met betrekking tot private equity beleggingen. Daarbij zal de invalshoek gericht zijn op presentatie van feiten en expertise. Alle auteurs hebben op persoonlijke titel bijgedragen aan dit artikel.
2. Een private equity fonds kent een eindige looptijd van doorgaans 10 tot 12 jaar. De beleggers in deze fondsen, zoals pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen, committeren zich doorgaans voor de gehele looptijd aan een fonds.
3. Hierbij tekenen wij aan dat binnen de academische wereld (nog) geen consensus bestaat over het niveau van de risicopremie van private equity.
4. EVCA Barometer, Nr. 45, oktober 2006.
5. Gebaseerd op gegevens van de "deal analysis tool", een database van Europese private equity transacties. De grafiek is gebaseerd op individuele buy-out transacties groter dan 50 miljoen euro, die tussen de jaren 1995 en 2003 hebben plaatsgevonden. Deze database is niet volledig en bevat niet alle buy-out transacties die deze periode hebben plaatsgevonden.