

Zorgt private equity voor waardecreatie?

Jeroen E. Ligterink, Jens K. Martin en Arnoud W.A. Boot

SAMENVATTING Bouwend op onze recente studie voor het Ministerie van Financien (zie Ligterink et al., 2017) rapporteren wij inzichten uit de internationale empirische literatuur, aangevuld met een eigen analyse van de pros en cons van private equity. De effecten van private equity op de performance van ondernemingen zijn over het algemeen licht positief. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door de leverage) zet het aan tot actie om verbeteringen in de onderneming waarin is geïnvesteerd door te voeren. Het rendement voor de private equity-investeerdere is echter niet altijd echte waardecreatie maar kan evenzeer gebaseerd zijn op herverdelings-effecten die ten koste gaan van andere stakeholders. Belangenconflicten en excessen (bijvoorbeeld een excessieve focus op de korte termijn) vragen aandacht.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Er bestaat veel onbegrip over de rol en toegevoegde waarde van private equity. Dergelijke aandeelhouders staan vaak in een slecht daglicht ('sprinkhanen'). Dit artikel probeert duidelijkheid te scheppen.

1 Inleiding

De voor- en nadelen van private equity als financieringsvorm en governance-model van ondernemingen spelen een belangrijke rol in maatschappelijke discussies. Hoe moet tegen private equity worden aangekeken? Speelt het een waardevolle rol in de economie? De stellingen die worden ingenomen zijn vaak verhit. Private equity-bedrijven zitten vaak dicht op de onderneming waarin ze investeren, en soms gaat dat gepaard met pijnlijke reorganisaties. Tegelijkertijd is private equity een voorbeeld van het betrokken zijn van investeerders. Er wordt niet zo maar passief in een onderneming belegd, maar juist actief met ook directe lijnen naar het management en de raad van commissarissen, en dat vaak voor periodes van meer dan vijf jaar. Private equity is risicodragend vermogen ingebracht door private equity-fondsen in een – uiteindelijk – niet-beursgenoteerde onderneming. De twee belangrijkste vormen zijn buy-outs en venture capital. Een buy-out is een overname van een volwassen bedrijf, waarbij het private equity-fonds doorgaans een meerderheidsbelang verkrijgt in ruil voor de inbreng van eigen vermo-

gen, dat is verkregen van met name grote institutionele beleggers. De transacties gaan gepaard met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen. Het eigenheidsmodel van private equity is tijdelijk; een exit is meestal voorzien na 4 à 7 jaar. In het geval van venture capital wordt geïnvesteerd met risicodragend vermogen in start-ups of opkomende bedrijven.

Dit artikel richt zich op buy-outs. Deze zijn in de maatschappelijke discussie soms controversieel. Investeerders zouden zich niet bekommeren om de onderneming, en zich gedragen als 'sprinkhanen'. Wij analyseren hoe private equity opereert, hoe het waarde kan creëren, maar ook waar mogelijk sprake is van excessen. Het artikel is gebaseerd op een uitgebreid onderzoek naar private equity uitgevoerd voor het Ministerie van Financiën (zie Ligterink et al., 2017).¹

De belangrijkste bijdrage van deze studie is dat het inzicht verschaft in de rol die private equity speelt. Het geeft duidelijkheid over het belang van leverage (financiering met vreemd vermogen) en bespreekt mogelijke belangenconflicten. Het beeld dat ontstaat is genuanceerd. Grosso modo is sprake van waardecreatie en een positieve rol van private equity, maar excessen kunnen zich voordoen. Dit vraagt om checks & balances.

De opzet is als volgt. Allereerst bespreken wij de werking van private equity (paragraaf 2). Paragraaf 3 bespreekt het waardecreatiepotentieel van private equity. De rendementen die door investeerders worden gemaakt en de invloed op de operationele performance van bedrijven staan centraal in paragraaf 4. In de paragrafen 5 en 6 worden respectievelijk besproken herverdelingseffecten (maken PE-investeerdere hun rendement ten koste van andere stakeholders?) en mogelijke excessen (m.n. is er een kortetermijnoriëntatie die ten koste gaat van langetermijnwaardecreatie?). Vervolgens wordt in paragraaf 7 besproken in hoeverre private equity positieve uitstralingseffecten heeft op bedrijfstakken waarin het actief is. De conclusies zijn opgenomen in paragraaf 8.

2 Wat doet private equity?

Hoe werkt private equity? Een private equity-onderneming creëert een investeringsfonds waaruit investeringen worden gedaan. Het investeringsfonds wordt 'ge-

vuld' met een eigen inbreng van de private equity-onderneming als general partner² en daarnaast wordt vermogen opgehaald van limited partners, voornamelijk institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en soms welvarende individuen. Het fonds investeert onder leiding van de general partner in meerdere overnames (buy-outs) van ondernemingen. Naast het eigen vermogen van de general en limited partners wordt ook een aanzienlijke hoeveelheid vreemd vermogen gebruikt (de zogenaamde leverage).

De financiering met vreemd vermogen biedt belastingvoordelen, de rente is deels aftrekbaar. De leverage zorgt er voor dat via een soort hefboom het rendement op het ingebrachte eigen vermogen extra snel stijgt bij een verbetering van de bedrijfsprestaties. Het is belangrijk in te zien dat leverage niet louter een belastingspel is, maar tot een meer resultaatgevoelige beloning leidt op het eigen vermogen van de partners. Heel kort door de bocht: als een investering wordt gefinancierd met 90% vreemd vermogen, dan betekent een verbetering van de waarde van de onderneming van, zeg 100 naar 105, een rendement van 50% op het eigen vermogen (het eigen vermogen was immers 10 bij 90% vreemd vermogenfinanciering – een waardestijging van 5 is dan gelijk aan een stijging van 50% van dat eigen vermogen).

De verschaffers van eigen vermogen hebben daardoor sterke prikkels om daadwerkelijk tot verbeteringen in de onderneming te komen. Daarnaast zorgt de hoge leverage voor disciplinerende en een gevoel van urgentie. De hoge schuldenlast is immers riskant. Ook wordt gewerkt met sterk prestatie-gerelateerde beloningen zowel binnen het private equity-investeringsfonds als binnen de overgenomen onderneming. Iedereen staat hierdoor op scherp. De general partner van het private equity-fonds bemoeit zich eveneens actief met de onderneming.

Hoe genereert een private equity-fonds een rendement op zijn investering? Het rendement van het investeringsfonds komt veelal voort uit een combinatie van de volgende bronnen:

- operationele verbeteringen: implementatie van maatregelen die de onderneming efficiënter maken (bijvoorbeeld een efficiënter gebruik van productiemiddelen in de onderneming, selectie van een beter management-team, etc.);
- herziene strategische focus: implementatie van een nieuwe/aangescherpte strategie, inclusief het beter benutten van groeimogelijkheden en optimalisatie van de corporate scope (bijvoorbeeld het afstoten van niet-kernactiviteiten);
- governancestructuurversterkingen: meer in lijn brengen van de financiële belangen van het management met die van de aandeelhouder (door bijvoorbeeld het management medeaandeelhouder te maken), meer controle en toezicht (door sterkere prikkels en direc-

tere toegang tot informatie voor de aandeelhouders, etc.), veranderingen in de raad van commissarissen (meer kennis, directere betrokkenheid, betere toegang tot relevante netwerken, etc.);

- financial engineering: optimaal benutten van belastingvoordelen (rentelasten mogen deels worden afgetrokken van de vennootschapsbelasting);
- investeringsselectie en 'market timing': indien private equity-investeerders in staat zijn ondergewaardeerde ondernemingen op te kopen en deze weer op het juiste moment door te verkopen kan hiermee een rendement voor de private equity-investeerder worden gegenereerd. Deze arbitragemogelijkheden kunnen voortkomen uit het beter kunnen inschatten van ontwikkelingen in markt (marktkennis), door toegang tot betere informatie over de onderneming en/of door superieure deal making-capaciteiten (onderhandeling en betere toegang tot deals).

3 Nader begrip over het waardecreatiepotentieel

Private equity adresseert een belangrijke zorg van public equity, namelijk de disciplinerende van het management. Bij private equity is er een kleine groep aandeelhouders: de general partner(s) – veelal jong, deskundig en actief – met directe toegang tot het management en tijdige informatie. Dit maakt een standvastigere focus en strategie met een optimale afstemming tussen management en aandeelhouders gemakkelijker. Beursgenoteerde bedrijven kennen veelal een grotere afstand tussen management en aandeelhouders, en door de spreiding van het aandelenbezit ook *free rider*-problemen. Dit laatste duidt op het 'naar elkaar kijken' van aandeelhouders. Wie gaat het management in de gaten houden? Elke individuele aandeelhouder zal blij zijn als iemand anders de moeite neemt, maar als iedereen daar van uitgaat, doet niemand het.

De combinatie van maximale zeggenschap en minimale informatieasymmetrie vermindert de typische agency-problemen, kenmerkend voor beursgenoteerd eigen vermogen. Daarnaast is er sprake van een zeer sterke gelijkgerichtheid van het belang van de aandeelhouders (private equity-fondsen) en het management via een beloningscontract met sterke financiële incentives en veelal een verplichting voor het management om aandelen te kopen. Deze laatste verplichting zorgt ervoor dat het management niet alleen profiteert als het goed gaat, maar ook de gevolgen ondervindt als het mis gaat. Het management kan normaliter haar investering niet verkopen voordat een exit heeft plaatsgevonden. Deze illiquiditeit ontnemt het management de prikkel om bijvoorbeeld de kortetermijnresultaten te manipuleren (zie Kaplan & Strömberg 2009, p. 131). De horizon is het exit-moment dat een aantal jaren weg ligt. Private equity-fondsen zijn verder niet benaauwd om slecht functionerend management in een vroeg stadium te vervangen (zie Acharya et al., 2008).

Een ander aspect van private equity dat bijdraagt aan een hoger rendement is de meer afstandelijke – klinische – blik, die een reorganisatie vergemakkelijkt. Daarnaast kan private equity ondernemingen helpen een verandering van strategische focus te bewerkstelligen door inbreng van financiële slagkracht, expertise en toegang tot een extern netwerk.

Private equity laat zich veelal adviseren door externe deskundigen met specifieke kennis over verschillende aspecten van de ondernemingsactiviteit. Deze kennis gebruikt de private equity-onderneming (het fonds, de general partner) in de selectie van – bij voorkeur ondergewaardeerde – ondernemingen en het bepalen van de strategische focus en de uitvoering hiervan. Deze uitvoering gaat vaak gepaard met afstoting van bepaalde niet-kernactiviteiten en overnames om de kernactiviteiten te versterken. De corporate scope – en aanpassingen daarin – staan nadrukkelijk centraal bij private equity.

Het hierboven geschetste beeld geeft aan dat private equity een toegevoegde waarde heeft, en voordelen kan hebben als eigendomsvorm ten opzichte van andere eigendomsstructuren. Private equity heeft dus in potentie een meerwaarde. Dit zou tot uitdrukking moeten komen in een betere operationele performance en meer groei van de door private equity gefinancierde ondernemingen vergeleken met vergelijkbare, niet met private equity gefinancierde ondernemingen. Tevens suggereert dit dat private equity-investeers hogere voor risico gecorrigeerde rendementen kunnen behalen in vergelijking tot bijvoorbeeld public equity.³

4 Rendementen voor private equity-investeers en operational performance

Empirische studies (Harris, Jenkinson & Kaplan, 2014) laten zien dat historisch het nettorendement voor de *limited partners* van private equity-fondsen boven dat van een gediversifieerde aandelenportefeuille (een waardegewogen aandelenmarktindex) ligt. Dit geldt na aftrek van kosten en aanzienlijke fees. Maar de spreiding in rendementen is groot, en als gecorrigeerd wordt voor nadelige factoren zoals minder liquiditeit en hoger risico ten opzichte van de benchmark lijkt er geen wezenlijke *outperformance* voor de *limited partners* te zijn.

De fees die de general partners ontvangen zijn substantieel. Metrick en Yasuda (2010) schatten op basis van een simulatie dat de contante waarde van deze fees ongeveer 17% van het gecommitteerd kapitaal is.

Het is belangrijk te benadrukken dat het hogere rendement op private equity een gemiddelde betreft. De variatie in de tijd en tussen fondsen is groot. Selectie van fondsen en fondsmanagers lijkt van groot belang.⁴ Daarbij heeft niet elke institutionele belegger gelijke toegang tot private equity-fondsen. Met name de grote institutionele beleggers met een sterke reputatie zul-

len worden uitgenodigd door de meest succesvolle private equity-ondernemingen te participeren in hun fondsen. Bovendien hebben zij de expertise in huis om de goede fondsen te selecteren en weten ze de kosten in de hand te houden. Een kleiner, minder professioneel pensioenfonds zal meer moeite hebben met het behalen van dergelijke hoge rendementen.

Maar zelfs indien daadwerkelijk deze hoge rendementen worden behaald, hoeft dit geen outperformance te betekenen, maar kan het een compensatie zijn voor extra risico. Het risicoprofiel van een private equity-fonds is anders dan dat van een goed gespreide aandelenportefeuille. Het fonds bevat veelal kleinere ondernemingen met een relatief lage marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde, en er is sprake van minder liquide beleggingen. Indien voor deze extra risicofactoren wordt gecorrigeerd vinden verschillende studies dat het hogere rendement voor het grootste deel wegvalt (dus is toe te schrijven aan deze factoren). Van wezenlijke outperformance van private equity voor *limited partners* is dan geen sprake: het extra rendement is een vergoeding voor exposure aan deze factoren.⁵

Voor wat betreft de operationele performance het volgende. Ondernemingen halen in de meeste studies gemiddeld een hogere EBITDA-marge en hogere omzet. Tegelijkertijd concluderen recente studies dat deze voordelen in de loop der de tijd zijn afgenomen (zie onder meer Guo, Hotchkiss & Song, 2011). Hierbij passen belangrijke disclaimers. Op de eerste plaats is het de vraag in hoeverre de positieve effecten niet zijn veroorzaakt door het selecteren van minder presterende ondernemingen. Dit zou wijzen op een selectie-effect en niet zo zeer een positieve bijdrage van private equity per se. Als tweede speelt dat door overnames en afstotingen van onderdelen (die vaak samengaan met private equity-investeringen) geheel andere ondernemingen kunnen ontstaan die weinig meer van doen hebben met de originele benchmark.

Als gekeken wordt naar hoe het rendement is opgebouwd vinden studies dat de drie belangrijkste componenten zijn: operationele verbeteringen en groei, market timing en selectie, en voordelen van hoge leverage. Acharya et al. (2013) vinden voor een steekproef van 395 Europese buy-out-transacties, dat operationele verbeteringen en groei voor 35% bijdragen aan het rendement, market timing en selectie voor 15%, en voordelen van hogere leverage voor 50%.

Een ander belangrijk element van de performance van private equity is de invloed die het heeft op risico, en insolventierisico in het bijzonder. Internationaal onderzoek voor de Verenigde Staten laat zien dat de kans op insolventie licht stijgt als gevolg van de toegenomen leverage onder private equity. De stijging is echter beperkt. Het onderzoek van Hotchkiss, Smith en Strömberg (2014) voor de VS is wellicht het meest uitgebreide onderzoek dat de invloed van private equity

op insolventierisico en -afwikkeling onderzoekt. Zij onderzoeken meer dan 2000 ondernemingen tussen 1997 en 2007. Zij vinden een 4,9% kans op insolventie van door private equity-ondersteunde ondernemingen ten opzichte van een 3,6% kans bij niet door private equity-ondersteunde ondernemingen. Europese studies, bijvoorbeeld Tykvová en Borell (2012) voor een steekproef van Europese private equity-ondernemingen en Wright et al. (2014) voor een groep ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk, vinden geen verschil in de kans op insolventie. De genoemde studies vinden ook dat private equity beter in staat is om effectief op te treden bij financiële moeilijkheden, en insolventie vaker buiten formele procedures weet op te lossen. Dit suggereert dat private equity-fondsen kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen.⁶

Overigens treden private equity-fondsen ook op als kopers van (onderdelen van) failliete bedrijven en maken daarmee potentieel een efficiëntere resolutie mogelijk. Hierdoor is het bijvoorbeeld gemakkelijker levensvatbare onderdelen van failliet gegane bedrijven te continueren. Ook op de overnamemarkt is de rol van private equity tegenwoordig substantieel. Het faciliteert de overdracht van ondernemingen via herstructurering en rationalisatie van bedrijfsactiviteiten. Het verschaft daarbij liquiditeit aan de overnamemarkt waar die anders minder (of niet) beschikbaar zou zijn.

5 Herverdelingseffecten

Het rendement dat private equity-investeerders maken kan duiden op een herverdeling die ten koste gaat van andere stakeholders. Werknemers verliezen mogelijk hun baan, of worden onder druk gezet een lager salaris te accepteren. Toeleveringsbedrijven worden mogelijk tot concessies gedwongen. En ook crediteuren kunnen onder druk worden gezet om vorderingen te verminderen. In deze paragraaf bespreken wij hoe private equity kan leiden tot herverdelingen van waarde tussen de verschillende stakeholders en private equity-investeerders.

Overheid en belastingarbitrage

Private equity gaat hand in hand met relatief veel vreemd vermogen. Dit leidt tot belastingbesparingen via een hoge renteaftrek. Hierdoor loopt de overheid belastinginkomsten mis. Dit heeft ertoe geleid dat in veel landen regelgeving is ontwikkeld om de fiscale aftrekbaarheid bij overnames te beperken. In Duitsland is dit bijvoorbeeld beperkt tot 30% van EBITDA. Nederland heeft beperkingen gesteld aan de renteaftrek met de overnameholdingsbepaling uit 2012. In art. 15ad Wet Vpb. 1969 is met ingang van 1 januari 2012 vastgelegd dat alleen de rente op het gezonde deel van de overnameschuld aftrekbaar is. Het gezonde deel wordt gesteld op 60% van de overnameprijs. Dit wordt

in een periode van zeven jaar volgend op de overname met 5%-punt per jaar afgebouwd tot 25%. De aftrekbeperking kent een MKB-franchise van 1 miljoen euro rente per jaar. Dat betekent dat overnamerente tot dat bedrag zonder meer kan worden afgetrokken. De renteaftrek is van toepassing op alle overnames, dus niet alleen overnames van private equity-fondsen.⁷

Belastingarbitrage kan ook plaatsvinden door het in rekening brengen van management-fees op het niveau van de onderneming. Deze management-fees zijn (deels) fiscaal aftrekbaar. Afhankelijk van waar deze management-fees neerslaan, worden deze al dan niet (of minder) belast.

Het belastingvoordeel van leverage is substantieel. Knauer et al. (2014) vinden bijvoorbeeld voor Duitsland een waarde van de belastingbesparing tussen de 16% en 20% van de ondernemingswaarde. Dit duidt op aanzienlijk lagere belastinginkomsten voor de overheid.⁸

Herverdeling door bevoordeling van het management

Er kan sprake zijn van bewuste onderwaardering bij private equity-transacties om tot lucratieve transacties te komen ten koste van de zittende aandeelhouders. Het management zou beïnvloed kunnen zijn door het private equity-fonds om hieraan mee te werken. Het zou in het voortraject benaderd kunnen zijn en op basis van beloftes ten aanzien van haar rol na de overname, al kunnen handelen in het belang van het private equity-fonds in plaats van in het belang van de zittende aandeelhouders en eventueel andere stakeholders. Enig bewijs hiervan is bijvoorbeeld zichtbaar in het onderzoek van Mao en Renneboog (2015), die laten zien dat in management buy-outs in het jaar voorafgaand aan de transactie meer neerwaartse winstmanipulatie plaatsvindt. Dit zou kunnen impliceren dat het zittende management de waarde van de onderneming in negatieve zin tracht te beïnvloeden, om zo de aanschafprijs voor het private equity-fonds te drukken. Hiermee is er een groter waardeverminderingspotentieel na de transactie waar het management, dat vaak aandeelhouder wordt, van profiteert. Ook kan het management een excessieve afscheidingsregeling in het vooruitzicht zijn gesteld bij instemming met een overname waardoor het oude management mogelijk de bestaande aandeelhouders adviseert te snel en op basis van een te lage prijs de onderneming te verkopen.⁹

Herverdeling en werknemers

Het effect van private equity op de werkgelegenheid in een onderneming is gemiddeld genomen in de eerste jaren na de buy-out negatief, maar herstelt zich vervolgens in de jaren daarna (zie Cressy, Munari & Malipiero, 2007; Wilson et al., 2012; Boucly, Sraer & Thesmar, 2011). Er lijkt sprake te zijn van 'creative destruction' waar herstructurering onder private equity sneller en

harder wordt doorgevoerd in vergelijking met de vorige eigenaren. Dit kan dan ruimte scheppen om te groeien. Voor de maatschappij is dit niet alleen positief. Als er sprake is van een zware uitstoot van oudere werknemers met weinig perspectief op de arbeidsmarkt, kan dit leiden tot kosten die langdurig worden afgewenteld op de maatschappij. Ook zal het verlies van een baan voor de betrokken werknemers een hard gelag zijn.

De meest uitgebreide studie naar werkgelegenheidseffecten in door private equity gefinancierde ondernemingen is Davis et al. (2014). Zij analyseren een uitgebreide dataset van 3200 buy-out-ondernemingen over de periode 1980-2005 en concluderen dat de buy-outs tot een beperkt *netto*baanverlies leiden (minder dan 1%), maar dat sprake is van grote *bruto*baancreatie. Er is dus sprake van zowel het verdwijnen van een aanzienlijk aantal banen, als het creëren van een groot aantal nieuwe banen (resultierend in een klein nettoverlies).

Met betrekking tot de salarissen per werknemer is het beeld meer diffuus. Sommige internationale studies vinden een lichte daling, andere studies vinden juist gemiddeld een stijging. Hoewel het enigszins gissen blijft naar de precieze redenen voor de niet-eenduidige resultaten, lijken een tweetal effecten een rol te spelen. Private equity zet een neerwaartse druk op de salarisseniveau in het algemeen, maar tegelijkertijd is er mogelijk een verschuiving naar zwaardere functies.¹⁰ Er lijkt dan ook geen systematisch bewijs van een indirecte overdracht van waarde van werknemers naar investeerders.

Herverdeling van limited partners naar general partners

Het beloningscontract van de general partner (met de management-fee en de carried interest) is erop gericht zoveel mogelijk de belangen van de general en de limited partners met elkaar in overeenstemming te brengen. Toch blijft er ruimte voor belangenconflicten. Deze hebben vooral betrekking op het feit dat de general partners een belang hechten aan de grootte van de fondsen (meer fees) terwijl het bij de limited partners primair gaat om het rendement op de investeringen. De prikkel om de omvang van het fonds (en die van de volgende fondsen) als doel te gaan zien kan er toe leiden dat de general partner minder optimale investeringen onderneemt. De reputatie van de general partner en een goede screening door de limited partners van private equity-fondsen moeten dit gedrag in de hand houden.

Daarnaast kan de general partner allerlei andere fees in rekening brengen zoals bijvoorbeeld een management-fee bij de onderneming. Getracht wordt dergelijke fees tegenwoordig standaard op te nemen in de limited partner-overeenkomsten van het fonds.

Transparantie naar vooral kleinere investeerders blijft echter een zorg.

6 Mogelijke excessen

Van werkelijk maatschappelijk waardeverlies is sprake als private equity via agressieve 'asset stripping' (het verkopen van de onderliggende activa van de onderneming na de overname) en hoge winstuitkeringen (superdividenden) het toekomstperspectief van de overgenomen bedrijven zou schaden. Dit zou duiden op een te grote kortetermijnfocus.

De resultaten van internationaal onderzoek lijken de conclusie van meer kortetermijngedrag van private equity-ondernemingen (ten opzichte van vergelijkbare niet met private equity-gefinancierde ondernemingen) slechts zeer beperkt te ondersteunen. Studies naar de effecten van private equity in de jaren tachtig vonden dat private equity-gefinancierde ondernemingen minder investeren. Dit zou kunnen worden opgevat als een meer kortetermijnfocus. Echter, de logica hiervan was dat er toen veelal sprake was van private equity dat gericht was op herstructurering van inefficiënte conglomeraten. Dit kan moeilijk als een bias naar de korte termijn worden gezien. De betrokkenheid van private equity in de afgelopen decennia is meer gericht op groei, en over die periode worden geen teruglopende investeringen gevonden. Recente studies laten zien dat het niveau van de investeringen in R&D niet daalt onder private equity, maar wel meer gefocust wordt (zie Popov & Roosenboom, 2009; respectievelijk Lerner, Sorensen & Strömberg, 2011).

'Asset stripping' en superdividenden – en andere winstuitkeringen – zouden een onderneming kunnen 'leegzuigen' en het toekomstperspectief kunnen aantasten. Asset stripping en de uitbetaling van superdividend zijn echter geen structureel verschijnsel in door private equity overgenomen ondernemingen. Hoewel superdividenden incidenteel worden waargenomen en zouden kunnen wijzen op het leegzuigen van de desbetreffende onderneming, laat onderzoek van Cohn, Mills en Towery (2014) zien dat zelfs voor ondernemingen die op het 90^{ste} percentiel van hoogste dividenduitkeringen zitten deze slechts 0,1% in het eerste jaar en 1,7% in het tweede jaar van de transactiewaarde bedragen. En dit betekent dat ze zelfs lager waren dan vóór de buy-out. Wel vinden ze dat bij ondernemingen (buy-outs) waar de cash flow laag is, dividenden iets hoger zijn en vice versa. Het effect is economisch echter zeer gering.

De mogelijkheden om superdividenden uit te keren zijn overigens door overheidsbeleid enigszins teruggedrongen. Wereldwijd zijn in wetgeving maatregelen verankerd om excessieve winstuitkeringen en 'asset stripping' in extreme zin te voorkomen. In Nederland valt dit onder de bestuurdersaansprakelijkheid (Artikel 2:216 BW) en de AIFM-richtlijn¹¹ met verankering in de wetgeving (Artikel 4:37v Wft).¹²

Een andere bron van zorg is dat met een hoge leverage teveel druk wordt gezet op het management waardoor 'bochten worden afgesneden'. Zo zou een sterke sturing op het realiseren van cash flows om de lasten van de hoge leverage te kunnen dragen – of het te kunnen terugdringen – kunnen uitnodigen tot uitholling van de kwaliteit van producten. Matsa (2011) laat inderdaad zien dat dit zich kan voordoen. Hij constateert dat in sterk met vreemd vermogen gefinancierde private equity-transacties in de Amerikaanse supermarkt-sector concessies worden gedaan aan de kwaliteit van de producten. De reden hiervoor is dat zodoende sneller aan cash flow-verplichtingen kan worden voldaan. Hier lijkt dus wel een effect van een kortetermijnfocus op te treden. Het onderzoek is echter te incidenteel om hier grote conclusies aan te verbinden.

7 Uitstralingseffecten van private equity

Recent hebben een tweetal studies (zie Bernstein et al., 2010; en Lubbers, Von Eije & Westerman, 2015) gekeken naar de invloed van private equity op mesoniveau (bedrijfstak). Bernstein et al. (2010) vinden dat in bedrijfstakken waar in de afgelopen vijf jaren private equity-fondsen actief zijn geweest werkgelegenheid en investeringen positief zijn beïnvloed. Dit kan er op wijzen dat er spill-over-effecten zijn van de aanwezigheid van private equity-fondsen naar concurrenten in de bedrijfstak.¹³ Concurrentie stimuleert ook niet met private equity gefinancierde ondernemingen om de productiviteit te verhogen en ondernemingsprocessen te verbeteren.

Het is te vroeg om op basis van deze studies sterke conclusies te trekken. De studies zijn te incidenteel hiervoor. Wel is duidelijk dat het goed mogelijk is dat er positieve effecten op andere bedrijven in de bedrijfstak zijn door de aanwezigheid van private equity-financiering. Het onderzoek in deze richting is echter nog pril.

8 Conclusies

Het rendement dat private equity-fondsen op hun investeringen in ondernemingen behalen komt voort uit een aantal bronnen:

- operationele verbeteringen inclusief aanpassing van strategische focus en het faciliteren van groei;
- verbeteringen in de governancestructuur door belangencongruentie en verbeterd toezicht;
- verhoging van de leverage en daaruit volgende voordelen: hoger verwacht rendement en belastingbesparingen;
- investeringsselectie en market timing; private equity-ondernemingen gebruiken veel adviseurs en sectorspecialisten om ondergewaardeerde overnamekandidaten op te sporen en hiervan te profiteren door later tegen een hogere prijs te verkopen.

Uit de empirie en de internationale empirische literatuur blijkt dat de effecten van private equity op de per-

formance van ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd over het algemeen licht positief zijn. De ondernemingen groeien iets harder en zijn iets meer winstgevend ten opzichte van een relevante controlegroep. Ook de ontwikkeling in het aantal werknemers reflecteert deze groei.

Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door de leverage) zet het aan tot actie om verbeteringen in de onderneming waarin is geïnvesteerd door te voeren. Het biedt een meer afstandelijke blik op de onderneming, waarbij teruggevallen kan worden op de financiële slagkracht, expertise en netwerk van de private equity-onderneming. Het ondervangt vaak ook potentiële agency-problemen doordat men dichter op het management zit en niet onderhevig is aan free rider-problemen die beursfondsen kenmerken door het gespreid bezit van de aandelen.

Het rendement voor de private equity-investeerder is niet altijd echte waardecreatie maar kan evenzeer gebaseerd zijn op herverdelingseffecten die ten koste gaan van andere stakeholders binnen (en buiten) de onderneming. Dit is een belangrijk zorgpunt in de discussie over private equity, en wijst op mogelijke belangenconflicten. Daarnaast kunnen er excessen zijn die tot een extreme kortetermijnoïëntatie leiden. De belangrijkste potentiële conflicten van een private equity-fonds met andere stakeholders zijn:

- een prikkel om zwaar in te zetten op snelle reorganisaties, mogelijk weinig investeringen te doen, hoge dividenden uit te keren, en meer in het algemeen, (te) opportunistisch te werk te gaan. Dit kan ten koste gaan van werknemers, leveranciers en afnemers;
- een te extreme verhoging van leverage. Dit kan ten koste gaan van verschafters van vreemd vermogen, met name ook de leveranciers (via ongunstiger voorwaarden van het leverancierskrediet) en uiteindelijk ook werknemers en afnemers.

Deze conflicten doen zich voor en zijn reden voor zorg, maar zijn incidenteel. Ook is de kans op insolventie maar iets hoger dan voor bedrijven waar geen sprake is van betrokkenheid van private equity. Er is ook geen systematisch bewijs dat private equity slecht is voor de werknemers en andere stakeholders.

Er kunnen ook belangenconflicten ontstaan tussen de general en limited partners in het private equity-fonds. De general partner heeft een belang bij de grootte van het fonds en hierdoor mogelijk andere overwegingen dan de limited partners. Daarnaast zijn belangentegenstellingen en excessen mogelijk vóór het moment van de overname door private equity. Bestaande bestuurders kunnen worden beïnvloed, en zich laten leiden door eigen belangen. In het bijzonder heeft de private equity-investeerder er belang bij de aandelen in het over te nemen bedrijf zo goedkoop mogelijk in handen te krijgen. Aangezien het management door de private equity-partij mogelijk wordt bespeeld met de belofte

van een aandelenpakket, kan zij er ook belang bij hebben de aandelenkoers vóór de transactie omlaag te krijgen. Dit is schadelijk voor de bestaande ('oude') aandeelhouders. Dit vraagstuk is gerelateerd aan de problematiek van de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders waarin centraal staat dat grotere aandeelhouders via het nastreven van specifieke eigen belangen kleine aandeelhouders kunnen benadelen.

De juiste positionering van de raad van commissarissen is van groot belang om de eigen belangen van het management zelf in toom te houden, en daarmee de bestaande aandeelhouders te beschermen. Private equity leidt tot transacties waarbij grote financiële belangen spelen, en twijfelachtig gedrag de kop op kan steken (Boot, 2010). In het algemeen vereisen buy-outs goede checks & balances. Transparantie is een must, zoals ook het potentiële belangenconflict tussen general en limited partners illustreert. Hoewel we hebben aangegeven dat de risico's van leverage redelijk goed worden gemanaged, blijft het te agressief financieren met vreemd vermogen weldegelijk een zorg. Het is dan ook gewenst om hier geen fiscale stimulans op te zet-

ten. Een gelijkwaardige fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen is wenselijk (zie ook de aanbevelingen in ons rapport: Ligterink et al., 2017).

Uiteindelijk is de vraag of private equity bijdraagt aan een efficiëntere allocatie van vermogen in de economie, en een effectievere aansturing van ondernemingen. Dit hoeft geen onmiddellijke groei te betekenen, maar kan evenzeer een (tijdig) inkrimping van activiteiten inhouden. A la Schumpeter is 'creative destruction' vaak nuttig; het voorkomt een jarenlange verspilling van middelen en schept juist ook nieuwe kansen. Maar er is dan zeker niet alleen sprake van winnaars. Zo zijn de versnelde reorganisaties die private equity veroorzaakt vaak slecht voor oudere werknemers die hierdoor lang, zo niet permanent, naast het arbeidsproces komen te staan. ■

De Auteurs zijn allen verbonden aan de Finance Group van de Universiteit van Amsterdam.

Noten

1 Dit onderzoek bouwt voort op eerder werk van De Jong et al. (2007) en Boot en Cools (2007).

2 De bijdrage van de general partner in het fondsvermogen is vaak maar ongeveer 1%.

3 Private equity-investeerders krijgen door leverage automatisch hogere gemiddelde rendementen, maar dit gaat hand in hand met meer risico. Hogere voor risico gecorrigeerde rendementen voor zover niet veroorzaakt door onderwaardering op het instapmoment zouden moeten duiden op een betere performance van de onderneming (tenzij veroorzaakt door fiscale voordelen verbonden aan leverage).

4 Kaplan en Schoar (2005) analyseren de verschillen in performance (en persistentie daarin) tussen fondsen.

5 Zie Phalippou (2014) voor een kritische beoordeling van de performance van private equity fondsen.

6 Een alternatieve verklaring is dat via covenant-arme leningovereenkomsten private equity-spelers een sterke positie hebben naar crediteuren, en deze laatste daardoor bij problemen eerder bereid zijn tot concessies.

7 Voor een verdere bespreking van de fiscale aspecten van private equity zie Van de Streek

(2015). In het recente Belastingplan 2017 is de renteaftrek voor aandeelhoudersleningen afgeschaft. Een neutraal belastingstelsel zou moeten sturen op een gelijke belastingbehandeling van eigen en vreemd vermogen.

8 Overigens past ook bij private equity de zorg dat op transactiemomenten (net als bij beruchte onroerendgoedtransacties) verstoringen spelen die al dan niet als manipulatie moeten worden gezien. Zo zijn financial engineering-constructies mogelijk waarbij getracht wordt het perspectief op koerswinsten te 'optimaliseren', door (uiteindelijk) belastbare arbeidsinkomsten te verminderen in ruil voor hogere niet-belaste koerswinsten. Zie ook wat volgt in de subparagraaf 'Herverdeling door bevoordeling van het management'.

9 Dit belangenconflict komt uiteraard ook voor bij reguliere overnames. Mannesmann in Duitsland is een mooi voorbeeld. Het management kreeg daarin een goudgerande pensioenregeling aangeboden in ruil voor het instemmen met een overname. Aangezien private equity-investeerders gespecialiseerd zijn in overnames, hebben ze mogelijk een grotere 'trukendoos' om snel de loyaliteit van het management 'te kopen'. Dit soort problemen kan zich dan mogelijk vaker

voordoen bij door private equity-geïnitieerde overnames.

10 Een mogelijk mechanisme hiervoor is dat het financieren met veel vreemd vermogen en de daaruit voortkomende druk op de onderneming, de onderhandelingspositie van werknemers verzwakt; zie voor een uitvoerige theoretische discussie hierover Perotti en Spier (1993).

11 De AIFM-richtlijn – Alternative Investment Fund Managers Directive – is een Europese richtlijn die geharmoniseerde regels introduceert waaraan beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen vanaf 22 juli 2013 moeten voldoen; zie: <https://www.afm.nl/nl-professionals/doelgroepen/aifm/aifm>.

12 Conform Artikel 2:216 BW moeten bestuurders bij voorgenomen winstuitkeringen handelen vanuit het vennootschappelijk belang. Zij dienen op basis van realistische prognoses te toetsen of de onderneming door de uitkering niet in continuïteitsproblemen komt. In het geval van faillissement kan het bestuur persoonlijk aansprakelijk worden gehouden als deze toetsing onvoldoende (of niet) heeft plaatsgevonden. In de AIFM-richtlijn (Artikel 30) is een anti-asset stripping-maatregel opgenomen waarin onder meer staat dat private equity-fondsbeheerders met een

controlerend belang zich de eerste 24 maanden moeten onthouden van steun of medewerking aan handelingen die het vermogen van de betrokken onderneming aantasten.

13 In een studie naar de rol van private equity in de restaurantindustrie in de VS vinden Bernstein en Sheen (2016) hier meer direct bewijs voor. Franchiseorganisaties in de nabijheid van

private equity-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden.

Literatuur

- Acharya, V.V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *Review of Financial Studies*, 26(2): 368-402.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sørensen, M. & Strömberg, P. (2010). Private equity and industry performance. NBER Working paper 15632.
- Bernstein, S., & Sheen, A. (2016). The operational consequences of private equity buyouts: Evidence from the restaurant industry. *Review of Financial Studies*, 29(9): 2387-2418.
- Boot, A.W.A. (2010). *De ontworpen onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?* 2e druk, Assen: Van Gorcum.
- Boot, A.W.A., & Cools, K. (2007). Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur. In K. Koedijk en S. Eijffinger (eds.), *Private equity en aandeelhoudersactivisme*, (pp. 15-56). Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde.
- Boucly, Q., Sraer, D. & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102: 432-453.
- Cohn, J.B., Mills, L.F. & Towery, E.M. (2014). The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from U.S. corporate tax returns. *Journal of Financial Economics*, 111: 469-494.
- Cressy, R.C., Munari, F., & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4): 647-669.
- Davis, S.J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jaramin, R., Lerner, J. & Miranda, J. (2014). Private equity, jobs, and productivity. *American Economic Review*, 104(12): 3956-3990.
- Guo, S., Hotchkiss, E., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66: 479-517.
- Harris, R.S., Jenkinson, T., & Kaplan, S.N. (2014). Private equity performance: What do we know? *Journal of Finance*, 69: 1857-1882.
- Hotchkiss, E.S., Smith, D.C., & Strömberg, P. (2014). Private equity and the resolution of financial distress. Working Paper.
- Jong, A. de, Roosenboom, P.J.G., Verbeek, M.J.C.M., & Verwijmeren, P. (2007). Hedgefondsen en private equity in Nederland. RSM, Erasmus University Rotterdam.
- Kaplan, S.N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4): 1791-1823.
- Kaplan, S.N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 121-146.
- Knauer, A, Lahman, A.P., Pflucke, M., & Swetzer, S. (2014). How much do private equity funds benefit from debt-related tax shields? *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1): 85-93.
- Lerner, J., Sorensen, M. & Strömberg, P.J. (2011). Private equity and long-run investment: The case of innovation. *Journal of Finance*, 66(2): 445-477.
- Ligterink, J.E., Martin, J.K., Boot, A.W.A., Cools, K., & Phalippou, L. (2017). Private equity in Nederland, een stakeholder-perspectief. Rapport voor het Ministerie van Financiën. Geraadpleegd op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/04/13/bijlage-private-equity-in-nederland-een-stakeholder-perspectief>.
- Lubbers, R., Von Eije, J.H., & Westerman, W. (2015). Does private equity stir up European industries? *SSRN Electronic Journal*. Geraadpleegd op https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2626078.
- Mao, Y., & Renneboog, L. (2015). Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? *Journal of Corporate Finance*, 35: 43-61.
- Matsa, D.A. (2011). Running on empty? Financial leverage and product quality in the supermarket industry. *American Economic Journal: Microeconomics*, 3(1): 137-173.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 23(6): 2303-2341.
- Perotti, E.C., & Spier, K.E. (1993). Capital structure as a bargaining tool: The role of leverage in contract renegotiation. *The American Economic Review*, 83(5): 1131-1141.
- Phalippou, L. (2014). Performance of buyout funds revisited? *Review of Finance*, 18(1): 189-218.
- Popov, A., & Roosenboom, P. (2009). Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe. *European Central Bank working paper series*.
- Streek, J.L. van de (2015). Fiscale aspecten van private equity: aanpassingen nodig? Notitie t.b.v. Hoorzitting Tweede Kamer 29 april 2015.
- Tykvová, T., & Borell, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18(1): 138-150.
- Wilson N., Wright, M., Siegel, D., & Scholes, L. (2012). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18: 193-205.
- Wright M., Cressy, R. Wilson, N. & Farag, H. (2014). Financial restructuring and recovery in private equity buyouts: the UK evidence. *Venture Capital*, 16: 109-129.