

Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief

Dr. J.E. Ligterink, Dr. J.K. Martin, Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. Dr. K. Cools RA, Dr. L. Phalippou

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting.....	5
1. Wat doet private equity?	6
2. Het belang van leverage.....	8
2.1. De invloed van leverage op het rendement op investeringen	8
2.2. Het effect van leverage op de beloning van de general partner	9
2.3. Effecten van gebruik van leverage	11
3. Private equity en waardecreatie	12
3.1. Nader begrip over het waardecreatie potentieel.....	12
3.2. Statistische problemen bij kwantificering	13
3.3. Rendementen voor private equity-investeerders (limited partners)	14
3.4. Operationele performance	15
3.5. Faillissementsrisico	15
4. Hervelingen en mogelijke excessen	16
4.1. Investeringen, kortetermijnbeleid en asset stripping.....	16
4.2. Herveling en overheid: belastingarbitrage.....	18
4.3. Herveling ten koste van oude aandeelhouders: market timing en selectie	19
4.4. Herveling en werknemers	20
4.5. Herveling van limited partners naar general partners binnen het private equity-fonds	20
4.6. Uitstralingseffecten van private equity binnen de bedrijfstak.....	21
5. Ontwikkelingen in de markt voor private equity in Nederland.....	21
6. Inzichten uit empirie voor Nederland.....	24
6.1. Holding periode en deal-karakteristieken.....	25
6.2. Effect op de onderneming.....	25
6.3. Werknemersperspectief.....	26
6.4. Investeerdersperspectief.....	26
6.5. Belastingen	27
7. Inzichten uit de case studies	27
7.1. Attero	27

7.2. Action	28
8. Tot slot	28
1 Inleiding en motivatie	33
2 Private equity: een introductie.....	35
2.1 Definitie en introductie van de werking van private equity.....	35
2.1.2 Invloed van leverage op het rendement op investeringen.....	39
2.1.3 Het effect van leverage op de beloning van de general partner	42
3 Ontwikkelingen op de markt voor private equity sinds 2007	44
3.1 Markt voor private equity	44
3.2. De buy-out-markt.....	47
3.3 Private equity in Nederland.....	50
3.4 Het effect van de kredietcrisis op de markt voor private equity.....	58
4 Private equity en waardecreatie	60
4.1 Inzichten over waardecreatie uit de literatuur.....	60
4.1.1 'Alignment' centraal	60
4.1.2 'Alignment' en financieringsstructuur.....	61
4.1.3 Effect van hogere leverage: hogere kans op faillissement?	62
4.1.4. Conclusie.....	63
4.2 Rendement zonder waardecreatie: herverdeling van waarde.....	63
4.2.1 Herverdeling ten koste van de overheid: belastingen.....	63
4.2.2 Herverdeling van waarde ten koste van oude aandeelhouders	64
4.2.3 Herverdeling ten koste van andere stakeholders	66
4.2.4 Herverdeling ten koste van banken en crediteuren.....	68
4.2.5 Belangenconflicten tussen general en limited partners.....	69
4.2.6 Conclusie herverdeling van waarde	70
5 Private equity en de effecten op verschillende stakeholders, inzichten uit de internationale empirische literatuur	72
5.1 De effecten van private equity op de investeerders.....	72
5.2 De effecten van private equity op de onderneming.....	75
5.2.1 Operationele performance	76
5.2.2 Effecten op werknemers.....	79

5.2.3	Leverage en vreemd vermogensverschaffers	81
5.2.4	Overige economische effecten	82
5.3	Private equity en effecten op de maatschappij.....	84
5.3.1	Private equity en belastingen	84
5.3.2	Private equity en risico en kosten faillissement.....	86
5.3.3	Private equity en effecten op macro- en mesoniveau	89
6	Empirische analyse van PE in Nederland	91
6.1	Steekproeven en gegevensbronnen	92
6.2	Algemene kenmerken private equity buyouts	96
6.2.1	De participatieperiode	96
6.2.2	Opzet van deals	97
6.2.3	Wie verkoopt het bedrijf aan PE-investeerders?	98
6.2.4	Exitkanaal van de PE-investeerder	99
6.3	De impact van PE-investeringen op stakeholders	100
6.3.1	Het perspectief van het portefeuillebedrijf.....	101
6.3.2	Het perspectief van de medewerker	110
6.3.3	Het perspectief van de investeerder	112
6.3.4	Economische gevolgen voor de maatschappij.....	114
7	Case studies van private equity-investeringen in Nederland.....	118
7.1	Attero	118
7.2	Action	123
	Literatuur	128

Managementsamenvatting

Private equity blijft de gemoederen bezig houden. Voorstanders van private equity wijzen op de positieve effecten die private equity kan hebben. Zij wijzen op het voordeel van private equity als een alternatieve bron van financiering, als een governance-model dat tot betere bedrijfsprestaties leidt, en op de toegevoegde waarde van private equity als beleggingscategorie. Critici daarentegen stellen dat er geen waardecreatie plaatsvindt, maar dat het rendement van private equity voortvloeit uit een herverdeling van waarde die ten koste gaat van andere belanghebbenden zoals werknemers, vreemd vermogenverschaffers, leveranciers en de fiscus. Zij wijzen daarbij ook op de gevaren van een overmatig gebruik van financiering met vreemd vermogen en de daaruit voortvloeiende hogere faillissementsrisico's. Dit zou tot kosten leiden die op de maatschappij worden afgewenteld onder meer via faillissementen en de daarmee samenhangende mogelijk negatieve invloed op de werkgelegenheid. Ook wijzen zij op een mogelijk te sterke focus op de korte termijn.

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 een onderneming in ruil voor de inbreng van eigen vermogen, dat is verkregen van met name grote internationale (institutionele) beleggers. De transacties gaan gepaard met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen. Het eigendomsmodel 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.

Volgens de branchevereniging, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), hebben in 2015, 348 Nederlandse bedrijven voor 3,3 miljard euro aangetrokken van private equity-fondsen. Bijna 2 miljard euro is afkomstig van buitenlandse private equity-fondsen. Nederlandse private equity-firma's haalden in 2015 een recordbedrag op van 3,2 miljard euro voor het doen van nieuwe investeringen, waarvan 268 miljoen voor venture capital¹. De brancheorganisatie rapporteert dat in Nederland 1400 ondernemingen – met in totaal ongeveer 380.000 werknemers – een private equity-partij als aandeelhouder hebben.

De maatschappelijke discussie richt zich met name op de voor- en nadelen van buy-outs. Deze studie spitst zich hier op toe. De onderzoeksvragen zijn:

1. Wat is het belang van private equity in de Nederlandse economie over de periode 2007-2015? Draagt private equity bij aan economische groei? Zo ja, op welke wijze?
2. Wat is het effect van private equity op de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd? Wat is de toegevoegde waarde, en welke effecten heeft private equity op de stakeholders van die bedrijven, inclusief de fiscus? En hoe onderscheiden deze effecten zich van andere bronnen van financiering?
3. Wat zijn de voor- en nadelen van deze financierings- en eigendomsvorm?

¹ Bron: website NVP: <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/>.

Het onderzoek beslaat een algemene literatuurstudie, een empirisch onderzoek naar de effecten van private equity in Nederland en een tweetal Nederlandse case studies. Het bouwt voort op eerder werk van De Jong, Roosenboom, Verbeek en Verwijmeren (2007) en Boot en Cools (2007).

De opzet van deze managementsamenvatting is als volgt. Paragraaf 1 beschrijft de werking van private equity en hoe een rendement wordt gemaakt op de ondernemingen waarin een private equity-fonds een belang neemt. Paragraaf 2 beschrijft de wijze waarop financiering met vreemd vermogen (leverage) het rendement en de beloning van de private equity-firma beïnvloedt en andere redenen waarom bij private equity buy-outs relatief veel vreemd vermogen wordt gebruikt. Vervolgens geeft paragraaf 3 inzicht in de wijze waarop private equity waarde kan creëren niet alleen voor de investeerders maar ook voor de maatschappij als geheel en bespreekt resultaten van het internationale empirische onderzoek hierover. Naast waardecreatie kan er bij private equity ook sprake zijn van een herverdeling van waarde van verschillende stakeholders naar de private equity-investeerders. Dit is het onderwerp van paragraaf 4. Vanaf paragraaf 5 focust dit rapport zich op de ontwikkelingen rond private equity buy-outs in Nederland. Paragraaf 5 schetst de ontwikkeling van private equity en buy-outs in Nederland in vergelijking met Europa en de rest van de wereld. Paragraaf 6 geeft de belangrijkste inzichten uit het kwantitatieve onderzoek dat is uitgevoerd naar de effecten van private equity in Nederland. Paragraaf 7 bespreekt de belangrijkste inzichten uit de Nederlandse case studies. Paragraaf 8 tenslotte geeft de belangrijkste conclusies.

1. Wat doet private equity?

Hoe werkt private equity? Een private equity-firma – participatiemaatschappij genoemd – creëert een investeringsfonds waaruit investeringen in een onderneming worden gedaan. Het investeringsfonds wordt ‘gevuld’ met een eigen inbreng van de private equity-firma als general partner² en daarnaast wordt vermogen opgehaald van limited partners, voornamelijk institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en soms welvarende individuen. Dit vermogen van het fonds wordt gebruikt om, onder leiding van de general partner, te investeren in meerdere overnames (buy-outs) van ondernemingen. Bij deze overnames wordt naast het eigen vermogen van de general en limited partners ook een aanzienlijke hoeveelheid vreemd vermogen gebruikt. De financiering met vreemd vermogen biedt belastingvoordelen, de rente is voor een bepaald deel aftrekbaar. Maar het zorgt er ook voor dat via een soort hefboom het rendement op het door de partners 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 waardeverhoging van 5 is dan gelijk aan een stijging van 50% van dat eigen vermogen). De eigen vermogenverschaffers hebben daardoor sterke prikkels om daadwerkelijk tot

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

verbeteringen in de onderneming te komen. Daarnaast zorgt de hoge leverage voor disciplineren en een gevoel van urgentie binnen de onderneming om verbeteringen door te voeren. De hoge schuldenlast is immers riskant. In paragraaf 2 gaan we in detail in op het belang van leverage.

Ook wordt gewerkt met sterk prestatie-gerelateerde beloningen zowel binnen het private equity-investeringsfonds als binnen de overgenomen onderneming. De betrokkenheid bij de onderneming is hierdoor groot. 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 door efficiënter gebruik van productiemiddelen in de onderneming, selectie van een beter management team, betere managementinformatiesystemen, verbeteringen in logistieke planning, meer gerichte R&D, etc.);
- Herziene strategische focus: implementatie van nieuwe/aangescherpte strategie, inclusief het beter benutten van groeimogelijkheden en optimalisatie van de corporate scope (bijvoorbeeld buy-and-build strategie³, afstoten van niet-kernactiviteiten, etc.);
- 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 directere toegang tot informatie voor de aandeelhouders, etc.), via veranderingen in de Raad van Commissarissen (meer kennis, directere betrokkenheid, relevante netwerken aanboren), sterkere prikkels door optimalisatie van leverage (druk en prikkels verhogen door meer vreemd vermogensfinanciering);
- Financial engineering: optimaal benutten van belastingvoordelen (rentelasten mogen deels worden afgetrokken van de vennootschapsbelasting). De private equity-firma weet door zijn specifieke kennis en ervaring de vermogensstructuur van de onderneming zodanig te structureren dat dit met relatief veel vreemd vermogen gefinancierd kan worden zonder dat faillissementsrisico's navenant toenemen;
- Investeringsselectie en 'market timing': indien private equity-investeerders in staat zijn ondergewaardeerde ondernemingen op te kopen en deze weer op het juiste moment te verkopen kan hiermee een rendement voor de private equity-investeerder worden gegenereerd. De arbitrage kan voortkomen uit het vermogen beter ontwikkelingen in markten te kunnen inschatten (marktkennis), of potentieel door toegang tot betere informatie over de onderneming of door superieure deal making-capaciteiten (onderhandeling en betere toegang tot deals).

³ Bij een buy-and-build-strategie laten de private equity-firma's de overgenomen onderneming hetzij organisch of via fusies en overnames groeien.

De belangrijkste conclusie uit bovenstaande is dat zaken ‘op scherp staan’ zodra er sprake is van private equity. In hoeverre sprake is van daadwerkelijke waardecreatie – en zo ja voor wie? – wordt hieronder nader uitgewerkt, maar allereerst een verdere uitwerking van het belang van leverage.

2. Het belang van leverage

Hieronder zullen wij in twee subparagrafen illustreren hoe het financieren met vreemd vermogen respectievelijk het rendement (maar ook het risico) op het eigen vermogen vergroot, en hoe het financieren met vreemd vermogen van invloed is op de vergoeding die de general partner ontvangt (de carried interest).

2.1. De invloed van leverage op het rendement op investeringen

Het effect van leverage op het rendement kan het beste worden toegelicht met een gestileerd voorbeeld. Stel dat de waarde van de onderneming waarin het private equity-fonds wil investeren 100 is. Deze investering wordt eerst gefinancierd met 100% eigen vermogen, vervolgens met 50% eigen vermogen en tenslotte met 10% eigen vermogen⁴. Het resterende deel wordt telkens met vreemd vermogen gefinancierd. Stel dat het private equity-fonds voor 15% aan waarde (=15) weet toe te voegen, bijvoorbeeld via operationele verbeteringen of door groei. Wat is dan het rendement voor het private equity-fonds gegeven die drie verschillende financieringsverhoudingen? Aangezien de waardeverhoging toevalt aan de eigen vermogensverschaffers (het investeringsfonds) is het rendement op dat vermogen bij 100% eigen vermogenfinanciering 15%. In het geval met 50% vreemd vermogen, en dus 50% eigen vermogen, loopt dit op tot 30% ($15/50 \times 100\%$), en in het geval met 90% vreemd vermogen zelfs tot 150% (zie figuur 1).⁵

FIGUUR 1: Ontwikkeling van het rendement van de aandeelhouder bij een waardecreatie van 15.

	Waardestijging van 15		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	15	15	15
Rendement als % van het eigen vermogen	15%	30%	150%

⁴ We hebben hier voor extreme waarden gekozen om het effect van vreemd vermogensfinanciering op het rendement inzichtelijk te maken.

⁵ We abstraheren in het voorbeeld gemakshalve van de kosten van vreemd vermogen. Indien deze in het bovenstaand voorbeeld bijvoorbeeld op 5% wordt gezet, leidt dit tot een rendement op het eigen vermogen van respectievelijk 15%, 25% en 105% bij de drie verschillende financieringsverhoudingen. De positieve hefboomwerking van leverage op het rendement op het eigen vermogen blijft bestaan zolang de kostenvoet van het vreemd vermogen beneden de 15% blijft in dit voorbeeld.

Overigens is het van belang te benadrukken dat met meer leverage het rendement van de private equity-investeerder ook een grotere spreiding (dus risico) zal krijgen. Stel dat er twee mogelijke scenario's zijn: de waardetoevoeging is 15 of er is een waardedaling van 5. Wat is het extra rendement op het geïnvesteerde vermogen voor het private equity-fonds als sprake is van een waardedaling van 5? Als we wederom uitgaan van 100%, 50% of 10% eigen vermogen, dan is het rendement op het eigen vermogen respectievelijk -5%, -10% en -50% (zie figuur 2). Er geldt dus dat hoe hoger de leverage, hoe hoger de positieve maar ook de negatieve rendementen op het eigen vermogen. Dit geldt in het algemeen voor beleggingen in de financiële markten (zie de befaamde theorieën van Modigliani en Miller), maar duidt hier op iets anders. De extra rendementen die vastzitten aan herstructureringen of nieuwe groeistrategieën worden door de hefboom versterkt.

FIGUUR 2: Effect van (operationele) waardedaling van 5 op het rendement van de eigen vermogensverschaffer.

	Waardedaling van 5		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	-5	-5	-5
Rendement als % van het eigen vermogen	-5%	-10%	-50%

2.2. Het effect van leverage op de beloning van de general partner

De general partner van het private equity-fonds ontvangt een beloning in de vorm van een management fee en een aan de prestatie van het fonds gerelateerde fee (de zogeheten carried interest). Hier laten we zien wat de invloed is van de financieringswijze van de overname op de carried interest van de general partner. Neem aan dat er een hurdle is van 8% in het contract. Dit betekent dat de general partner zijn carried interest pas ontvangt als er door de limited partners tenminste 8% rendement is behaald op de investering. Indien deze 8% behaald is, krijgt de general partner vervolgens eerst al het vervolgrendement totdat zijn 20% rendement behaald is (dit wordt aangeduid met de term catch-up). Eventueel verder behaald rendement wordt vervolgens via de 80% (voor de limited partners), 20% (voor de general partners) verhouding verdeeld. Het totaal van deze prestatie-afhankelijke variabele beloning voor de general partner is de carried interest.

Om het effect van leverage op de carried interest te laten zien, gaan we uit van het in paragraaf 2.1 gebruikte voorbeeld. Veronderstel een 20% carried interest op het, boven de hurdle van 8%, behaalde

rendement. Hoewel in werkelijkheid de carried interest in de regel op het fondsniveau wordt berekend starten we er hier gemakshalve mee dat er maar één investering is gedaan vanuit het fonds en dat alle waarde in één jaar gecreëerd wordt. We veronderstellen een totale operationele waardecreatie binnen de onderneming van 15 op een ondernemingswaarde van 100. We laten de carried interest zien in drie gevallen; respectievelijk 100%, 50% en 10% eigen vermogen financiering.⁶

Neem als voorbeeld 100% eigen vermogenfinanciering. Eerst krijgen de limited partners een rendement van 8% over hun investering (=108). Vervolgens ontvangt de general partner een bedrag zodanig dat hij op basis van het tot dan toe uitgekeerde bedrag een rendement heeft van 20%. Dit is 25% van 8 is 2. Het restant (15-8-2=5) wordt verdeeld over de general partner en de limited partner conform de 20/80 regel. De general partner krijgt hiervan dus nog $0,2 \times 5 = 1$. In totaal krijgt de general partner bij 100% eigen vermogenfinanciering een carried interest (de prestatie-afhankelijke beloning van de general partner) van 3. Indien we dit voor de verschillende financieringsverhoudingen doen zien we dat in alle gevallen de general partner 3 ontvangt (zie figuur 3). Dit lijkt te suggereren dat de general partner indifferent is met betrekking tot de financieringsverhoudingen, maar dat is alleen als we naar één investering kijken. Door met meer vreemd vermogen te financieren kan hij echter, gegeven de omvang van zijn investeringsfonds, meer projecten financieren, en dus zijn totale compensatie, over alle projecten tezamen, verhogen. Stel dat zijn fonds een omvang van 100 aan eigen vermogen heeft dan kan er bij alleen eigen vermogenfinanciering één investering van 100 worden gedaan. Met 50% vreemd vermogen is er 200 om te investeren (100 eigen, en 100 vreemd vermogen), en dus kunnen er twee projecten van 100 worden gedaan, en dus twee keer een carried interest worden verkregen. Bij 90 % vreemd vermogen kunnen zelfs 10 van dergelijke projecten worden gedaan die elk bijdragen aan de carried interest van de general partner. We zien dus dat de totale carried interest kan stijgen naarmate de leverage toeneemt.⁷ Belangrijk is wel te onderkennen dat de carried interest op fondsniveau wordt berekend dus als er één investering geen goed rendement oplevert dit ten koste gaat van de totale carried interest.

Het is duidelijk dat er ook vanuit de general partner van het private equity-fonds een belang kan zijn om de investering in de onderneming zoveel mogelijk met vreemd vermogen te financieren. De totale carried interest die een general partner met zijn fonds kan behalen wordt hiermee positief beïnvloed.

⁶ We houden de management fee gemakshalve buiten beschouwing in dit voorbeeld.

⁷ In het voorbeeld in figuur 3 is aangenomen dat er een voldoende hoge cash flow is om zowel de hurdle als de catch-up uit te keren.

FIGUUR 3: Ontwikkeling van de carried interest van een project bij verschillende financieringsverhoudingen.

	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Operationele waardecreatie	15	15	15
Waarde eigen vermogen exit	115	65	25
Hurdle rate (8%)	108	54	10,8
Overwinst boven hurdle	7	11	14,2
Catch up GP (tot 20%)	2	1	0,2
Resterende carried interest GP	1	2	2,8
Totale Carried interest GP	3	3	3

2.3. Effecten van gebruik van leverage

Het gebruik van leverage in buy-outs is ingegeven door meerdere redenen. Het maakt het mogelijk 'meer' te doen met een beperkte hoeveelheid eigen vermogen en vergroot daarmee de slagkracht van een fonds (men kan meerdere overnames doen met hetzelfde vermogen). Het maakt een meer geconcentreerd aandeelhouderschap mogelijk (er hoeven minder andere aandeelhouders worden 'bijgezocht'). De eerder genoemde hefboom vergroot het rendement op de inspanningen van de private equity-investeerders, en dus de prestatie-gevoeligheid van de beloning van de general partner (de carried interest). Het leidt tot een sterkere disciplinerende en een gevoel van urgentie binnen de onderneming. En daarnaast heeft het de genoemde belastingvoordelen door de aftrekbaarheid van rente.

Private equity-fondsen kunnen de leverage verder opvoeren door zelf aandeelhoudersleningen te verschaffen. De rente op deze leningen is veelal hoog. Daarmee kunnen de met leverage samenhangende belastingbesparingen stijgen. Afhankelijk van de gekozen structuur zijn de rentebaten voor het private equity-fonds niet of relatief laag belast.

De met leverage samenhangende belastingvoordelen zijn door recente wetgeving ingeperkt. In Nederland is in 2012 de fiscale rente-aftrek via de overname holdingsmaatregel beperkt. Daarnaast is in het belastingplan voor 2017 de aftrekbaarheid van rente op aandeelhoudersleningen, via een aanpassing van artikel 10a van de Wet Vpb, afgeschaft.

De hoge mate van leverage wordt door critici vaak als onwenselijk gezien omdat het zou leiden tot ongewenste belastingbesparingen (bezien vanuit de overheid), en het de onderneming en haar stakeholders bloot stelt aan een hoger faillissementsrisico. Ook zou het een middel kunnen zijn om een

onderneming 'leeg te zuigen' door haar een superdividend te laten uitkeren met de opbrengst van nieuw aangetrokken vreemd vermogen. Dit zou tot grotere faillissementsrisico's kunnen leiden en het toekomstperspectief van de onderneming kunnen aantasten.

De general partners lijken echter de risico's van de hogere leverage goed te kunnen managen. Ze zitten dicht op de onderneming en brengen kennis en expertise in. Hierdoor hebben zij ook beter de mogelijkheid om tijdig de wenselijkheid en noodzaak van extra kapitaalinjecties in te schatten zodra er problemen ontstaan. Daarnaast is er nog een reputatie-argument. Private equity-firma's zetten regelmatig nieuwe fondsen op. Om limited partners te vinden is hun track record belangrijk. Dit reputatieargument speelt ook naar vreemd vermogenverschaffers. Omdat de private equity-firma's toekomstige buy-outs ook met veel vreemd vermogen willen financieren is hun track record naar de vreemd vermogenverschaffers van belang.

Voor wat betreft de belastingvoordelen die de private equity-partij genereert met leverage is van belang te onderkennen dat dit zeker niet de enige prikkel is voor het gebruik van leverage.

3. Private equity en waardecreatie

Private equity is een tijdelijke eigendomsstructuur die een scherpe financiële prikkel geeft tot actie. Het bewerkstellingen van een rendement voor de investeerders staat centraal. Maar hoe en waar worden extra rendementen gecreëerd? En hoe staat het met het faillissementsrisico van ondernemingen waar private equity in investeert? Allereerst bespreken wij het waardecreatie-potentieel van private equity als governance-model. Wat kan het, wat andere governance-structuren niet kunnen? Vervolgens gaan we in op de statistische problemen bij het meten van de performance van private equity. Daarna gaan we in op inzichten uit de internationale empirische literatuur over de performance van private equity, inclusief de gevolgen voor faillissementsrisico.

3.1. Nader begrip over het waardecreatie potentieel

Private equity adresseert een belangrijke zorg van public equity, namelijk de disciplineren 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 informatie-asymmetrie 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 en Stromberg 2009, p. 131). De horizon is het exit-moment dat een aantal jaren weg ligt. Private equity-fondsen zijn verder niet benauwd om slecht functionerend management in een vroeg stadium te vervangen (zie Acharya en Kehoe, 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-firma (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-investeerdere hogere voor risico gecorrigeerde rendementen kunnen behalen in vergelijking tot bijvoorbeeld public equity.⁸

3.2. Statistische problemen bij kwantificering

Wat gebeurt er met de onderneming na de buy-out? Welke veranderingen treden op? In de empirische studies die dit onderzoeken is het grootste probleem dat niet bekend is wat er met de onderneming gebeurd zou zijn als deze niet door private equity zou zijn opgekocht. De zogenaamde ‘counterfactual’ is niet bekend. Om deze ‘counterfactual’ te benaderen, wordt gezocht naar een zo relevant mogelijke vergelijkingsmaatstaf. Soms kiest men als vergelijking het gemiddelde van de bedrijfstak, of een verzameling ondernemingen uit dezelfde sector met vergelijkbare kenmerken als de door private equity gefinancierde onderneming. Hierbij kan al een eerste probleem van ‘selectiebias’ optreden; de door private equity gefinancierde ondernemingen zijn niet willekeurig gekozen maar zijn mogelijk juist die met het meeste verbeterpotentieel, groeimogelijkheden, etc. Bovendien moet het management van de onderneming open staan voor private equity. In private – niet beursgenoteerde –

⁸ Private equity-investeerdere 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).

doelwitondernemingen is het niet zonder meer mogelijk om tegen de zin van het management en aandeelhouders als private equity-onderneming betrokken te geraken. Dit betekent dat er mogelijk ook hier een 'selectiebias' is. Ondernemingen die openstaan voor private equity zijn mogelijkterwijs afwijkend zelfs als wordt gecorrigeerd voor zichtbare verschillen. Dit maakt het moeilijk de twee groepen – met private equity gefinancierde ondernemingen en niet met private equity gefinancierde ondernemingen – te vergelijken en daaruit conclusies te trekken over het effect van private equity.

Een ander probleem bij empirisch onderzoek naar de effecten van private equity is dat veel van de benodigde data incompleet of zelfs in het geheel niet beschikbaar zijn, althans in publieke databases. En dit geldt al helemaal als ondernemingen niet beursgenoteerd zijn, zoals bedrijven die door private equity worden overgenomen. Voor de groep vergelijkbare ondernemingen worden dan ook vaak beursgenoteerde ondernemingen gekozen, die deze informatie wel openbaar maken. Dit zijn echter vaak relatief grote ondernemingen. Maar investeringen in private equity zijn veelal niet van een dergelijke grootte. Het is dan ook de vraag of de resultaten uit deze onderzoeken te generaliseren zijn naar de vaak kleinere buy-outs.

3.3. Rendementen voor private equity-investeerdere (limited partners)

Recente empirische studies laten zien dat het netto rendement voor de limited partners van private equity-fondsen boven dat van een gediversifieerde aandelenportefeuille (een waardegewogen aandelenmarktindex) ligt, maar de spreiding in de rendementen is groot. De fees die de general partners ontvangen zijn substantieel. Inschatting van Metrick en Yusadi (2010) op basis van een simulatie is 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. Daarbij heeft niet elke institutionele belegger gelijke toegang tot private equity-fondsen. Met name de grote institutionele beleggers met een sterke reputatie zullen worden uitgenodigd door de meest succesvolle private equity-firma's 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 dergelijk hoge rendementen.

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

3.4. Operationele performance

Op basis van bestaand internationaal onderzoek kunnen we voorzichtig concluderen dat de effecten van private equity op de operationele performance en groei van de onderneming gemiddeld positief zijn. De onderneming haalt in de meeste studies gemiddeld een hogere EBITDA-marge en hogere omzet. Tegelijkertijd concluderen recente studies dat deze voordelen over de tijd zijn afgenomen (zie onder meer Guo, Hotchkiss en 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 sé. 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%.

3.5. Faillissementsrisico

Een ander belangrijk element van de performance van private equity is de invloed die het heeft op risico, en faillissementsrisico in het bijzonder. Internationaal onderzoek voor de Verenigde Staten laat inderdaad zien dat het aantal faillissementen licht stijgt als gevolg van de toegenomen leverage onder private equity. De stijging is echter beperkt. Het onderzoek van Hotchkiss, Smith en Stromberg (2014) voor de VS is wellicht het meest uitgebreide onderzoek dat de rol van private equity en faillissementsrisico en -afwikkeling onderzoekt. Zij onderzoeken meer dan 2000 ondernemingen tussen 1997 en 2007 in de VS. Zij vinden een 4,9% kans op faillissement van door private equity-ondersteunde ondernemingen ten opzichte van een 3,6% kans bij niet door private equity ondersteunde ondernemingen. Europese studies, bijvoorbeeld Tykvova 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 faillissementskans. Harford en Kolasinski (2013) vinden daarnaast dat de mate waarin private equity herfinancieringen gebruikt om dividend uit te keren, geen invloed heeft op de kans op faillissement van een door private equity ondersteunde onderneming.

Empirische studies laten derhalve zien dat risico op faillissement van een met private equity gefinancierde onderneming gemiddeld amper hoger is dan vergelijkbare niet door private equity ondersteunde ondernemingen.⁹ Dit suggereert dat private equity-fondsen kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen.¹⁰ De niet heel veel hogere faillissementskans beperkt ook de

⁹ De studies zijn niet eenduidig; sommige studies vinden een stijging, andere studies vinden geen verandering in de kans op faillissement ten opzichte van een vergelijkbare groep ondernemingen.

¹⁰ 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.

verwachte maatschappelijke kosten (ontslagen, waardevernietiging in een faillissementsprocedure, etc.).

Overigens treden private equity-fondsen ook op als kopers van (onderdelen van) failliete bedrijven en maken daarmee potentieel een efficiëntere resolutie van faillissementsprocedures mogelijk. Hierdoor is het makkelijker levensvatbare onderdelen van failliet gegane bedrijven te continueren. Ook op de overnamemarkt is de rol van private equity tegenwoordig substantieel. Het vormt daarbij een belangrijk onderdeel van overdracht van ondernemingen; bijvoorbeeld bij opvolging, of bij herstructurering en rationalisatie van bedrijfsactiviteiten. Het verschaft daarbij liquiditeit aan de overnamemarkt waar die anders minder (of niet) beschikbaar zou zijn.¹¹

4. Herverdelingen en mogelijke excessen

Naast echte waardecreatie kan het rendement dat private equity maakt, duiden op een herverdeling richting investeerders in het fonds en ten koste gaan van een of meerdere stakeholders. Het acteren van private equity kan andere partijen bij de onderneming schaden. 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. Indien private equity het risicoprofiel van de onderneming verhoogt, kan ook via een hoger faillissementsrisico schade aan andere partijen worden toegebracht.

Onderstaand bespreken we allereerst mogelijke negatieve gedragingen van private equity, met name de vaak genoemde kortetermijnfocus en agressieve ‘asset stripping’ (het verkopen van de onderliggende activa van de onderneming na de overname). Vervolgens gaan we in op mogelijke herverdelingseffecten richting overheid (belastingarbitrage), ‘oude’ aandeelhouders en werknemers, en tussen general partner en limited partners in het fonds. Tenslotte bespreken we de mogelijke uitstralingseffecten van private equity op een bedrijfstak of de economie als geheel.

4.1. Investerings, kortetermijnbeleid en asset stripping

Leidt private equity tot een grotere fixatie op de kortere termijn? De resultaten van internationaal onderzoek lijken de conclusie van meer kortetermijngedrag van private equity-ondernemingen (ten opzichte van vergelijkbare niet 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.

¹¹ Dit zijn belangrijke constatering. Private equity dreigt soms veroordeeld te worden omdat het faillissementen kan veroorzaken (wat zo is bij een onverantwoorde aanpak), terwijl het vaak zorgt dat bedrijfsonderdelen uit faillissementen of reorganisaties (Imtech bijvoorbeeld) gered worden.

‘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 betreffende onderneming, laat onderzoek van Cohn, Mills en Towery (2014) zien dat zelfs voor ondernemingen die op het te 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 de meest pure zin¹² te voorkomen. In Nederland valt dit onder de bestuurdersaansprakelijkheid (Artikel 2:216 BW) en de AIFM-richtlijn met verankering in de wetgeving (Artikel 4:37v Wft). 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. Indien aandeelhouders uitkeringen hebben gekregen en de onderneming failliet gaat, kunnen schuldeisers het ten onrechte uitgekeerde bedrag verhalen op de aandeelhouders. In de AIFM-richtlijn (Artikel 30) is een anti-asset stripping-maatregel opgenomen waarin onder meer staat dat private equity-fonds beheerders met een controlerend belang in een onderneming zich de eerste 24 maanden moeten onthouden van steun of medewerking aan handelingen die het vermogen van de betrokken onderneming aantast. Dit moet voorkomen dat een private equity-fonds waardevolle activa verkoopt en via dividenduitkeringen aan zichzelf laat toevallen.

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 terug dringen – 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 supermarktsector 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: op de langere termijn kost een dergelijke strategie de onderneming waarschijnlijk klandizie en omzet. Het onderzoek is echter te incidenteel om hier grote conclusies aan te verbinden.

¹² ‘In pure zin’ slaat op het verkopen van activa met vervolgens winst- of superdividenduitkeringen die crediteuren en werknemers achterlaat met een ‘lege’ onderneming.

Bovenstaand onderzoek nuanceert het beeld dat private equity-partijen een kortetermijnfocus hebben, althans in vergelijking met aandeelhouders van een controlegroep vergelijkbare ondernemingen. Er is geen reden aan te nemen dat gewenste investeringen achter blijven. Wel zijn R&D-investeringen meer gefocust. Slechts in incidentele gevallen worden superdividenden in een vroeg stadium uitgekeerd.

Vraag blijft hoe representatief deze resultaten zijn, gegeven de verschillende selectieverstoreningen. Zo is eerder aangegeven dat het onderzoek zich vooral richt op relatief grotere ondernemingen omdat daar publieke data over beschikbaar zijn.¹³

4.2. Herverdeling en overheid: 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 geldt ook voor aandeelhoudersleningen en is van toepassing op alle overnames, dus niet alleen overnames van private equity-fondsen.¹⁴

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 leidt tot lagere belastinginkomsten voor de overheid. Dit voordeel gaat gepaard met hogere prijzen die betaald worden bij een overname en lijken zo met name deels ook terecht te komen bij de uitgekochte aandeelhouders van de overgenomen ondernemingen (zie Jenkinson en Stucke, 2011).

Maar zoals aangegeven leverage wordt zeker niet alleen gekozen in private equity transacties vanwege de fiscale voordelen. Het is onderdeel van een breder krachtenveld waarin prikkels, disciplineren en het bewerkstelligen van herstructureren centraal staan. Het (verder) terugbrengen van de fiscale voordelen zal dan ook het relatief hoge gebruik van leverage in private equity niet teniet doen. Wel zal het voor enige correctie zorgen.

¹³ Het net aangehaalde onderzoek van Cohn et al. (2014) is een uitzondering. Zij baseren hun onderzoek op belastingaangiften en hebben zodoende ook data van kleinere, en dus meer vergelijkbare bedrijven.

¹⁴ Voor een verdere bespreking van de fiscale aspecten van private equity zie Van der Streek (2016). In het recente Belastingplan 2017, is de renteaftrek van aandeelhoudersleningen overigens afgeschaft.

4.3. Herverdeling ten koste van oude aandeelhouders: market timing en selectie

Een alternatieve (deel)verklaring van het positieve rendement voor private equity-investeerders is de mogelijkheid van timing en/of selectie. Indien het private equity-fonds alleen goed is in de selectie van ondergewaardeerde ondernemingen die vervolgens tegen een hogere prijs worden verkocht, is er 'slechts' sprake van een waardeoverdracht van de aandeelhouders van de overgenomen onderneming naar die van het private equity-fonds. In dat geval komt het rendement voort uit het wegnemen van de onderwaardering, maar niet uit meer waardecreatie. Dit kan ook betrekking hebben op de selectie van ondernemingen met ondergewaardeerde activa, die dan vervolgens in stukken worden verkocht (asset stripping).

Het blootleggen van de onderwaardering kan overigens wel degelijk echte effecten hebben. Zo is het bewerkstelligen van een juiste waardering vaak goed omdat hiermee een meer optimale allocatie van vermogen wordt bereikt. Juiste waarderingen geven een beter signaal over waar kansen liggen en dus investeringsmogelijkheden, en dat leidt tot een betere allocatie van middelen. De op market timing en asset stripping gerichte strategieën waren met name in de jaren tachtig populair bij de opsplitsing van conglomeraten. Overigens was hier niet alleen sprake van onderwaardering, maar vaak ook van onderprestaties waarbij delen van het conglomeraat hun eigen falen konden verbergen als onderdeel van het geheel. Opsplitsing zorgde er voor dat falende activiteiten werden aangepakt, en bood op die manier mogelijkheden voor echte waardecreatie.

Een minder mooi voorbeeld van onderwaardering bij private equity-transacties is als deze bewust is gecreëerd om tot lucratieve transacties te komen ten koste van de zittende aandeelhouders. Het management zou beïnvloed kunnen zijn door het private equity-fonds. 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 waarde stijgingspotentieel na de transactie waar het management, dat vaak aandeelhouder wordt, van profiteert. Andere voorbeelden zijn het toezeggen van excessieve afscheidsregelingen voor het management bij instemming met een overname waardoor het oude management mogelijk de aandeelhouders adviseert te snel en op basis van een te lage prijs de onderneming te verkopen.¹⁵ Dit gaat ten koste van de oude aandeelhouders en pleit voor een actieve rol van de RvC van de verkopende partij bij een overname.

¹⁵ Dit belangenconflict komt uiteraard ook bij reguliere overnames voor. Mannesmann in Duitsland is een mooi voorbeeld. Het management kreeg daarin een goudgerande pensioenregeling. 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 kunnen zich dan vaker bij door private equity geïnitieerde overnames voordoen.

4.4. 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 gemiddeld genomen in de jaren daarna (zie Cressy, Munari en Majlipiero, 2007; Wilson, Wright, Siegel and Scholes, 2012; Boucly, Sraer en Thesmar, 2011). In private equity-transacties gericht op herstructurering is te verwachten dat het aantal werknemers terug zal lopen. Om de efficiëntie van de onderneming te verhogen wordt selectief in bestaande banen gesneden. Hiertegenover staat dat ruimte wordt geschapen voor nieuwe banen. Er kan sprake zijn van een uiteindelijke groei in het aantal banen volgend op de strategische heroriëntatie (met mogelijk daarop volgende fusies en overnames van de onderneming). Er lijkt derhalve sprake te zijn van 'creative destruction' waar herstructurering onder private equity sneller en harder wordt doorgevoerd in vergelijking met de vorige eigenaren. Dit schept dan weer ruimte om verder te groeien.¹⁶ De meest uitgebreide studie naar werkgelegenheidseffecten in door private equity gefinancierde ondernemingen is Davis, et al. (2014). Zij analyseren een zeer 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 netto verlies).

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 salarisniveaus in het algemeen¹⁷, maar tegelijkertijd is er mogelijk een verschuiving naar zwaardere functies. Studies laten verder zien dat het krachtenveld rond werknemers in het algemeen (vakbondslidmaatschap, werkveiligheid, carrièreperspectieven, klachtenprocedures, interne promoties etc.)¹⁸ niet fundamenteel verandert. Er lijkt dan ook geen systematisch bewijs van een indirecte overdracht van waarde van werknemers naar investeerders.

4.5. Herverdeling van limited partners naar general partners binnen het private equity-fonds

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 sterk belang hechten aan de grootte van de fondsen terwijl het bij de limited partners primair gaat om het rendement op de investeringen. De prikkel om de

¹⁶ 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.

¹⁷ Een mogelijk mechanisme hiervoor is dat het financieren met veel vreemd vermogen en de daaruit voortkomende druk op de onderneming, de onderhandelingspositie van werknemers niet sterker maakt; zie voor een uitvoerige theoretische discussie hierover Perotti en Spier (1993).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld de survey van EVCA/CMBOR (2008).

omvang van het fonds (en die van de volgende fondsen) als doel te gaan zien kan er met name aan het einde van de looptijd van een fonds 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. Marktkrachten kunnen hier mogelijk enige discipline voor afdwingen. Momenteel is echter door een relatief overaanbod van vermogen er een 'vragersmarkt' waardoor general partners meer macht hebben en marktdiscipline onder druk staat.

4.6. Uitstralingseffecten van private equity binnen de bedrijfstak

Recent hebben een beperkt aantal studies (zie Bernstein et al., 2010; en Lubbers, Von Eije en Westerman, 2015) gekeken naar de invloed van private equity op meso (bedrijfstak)niveau. Bernstein et al. (2010) vinden dat in bedrijfstakken waar in de afgelopen vijf jaren private equity-fondsen actief zijn geweest er relatief meer groei is in werkgelegenheid en er sprake is van meer investeringen. Dit kan er op wijzen dat er spill-over-effecten zijn van de aanwezigheid van private equity-fondsen naar concurrenten in de bedrijfstak.¹⁹ 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.

5. Ontwikkelingen in de markt voor private equity in Nederland

De markt voor private equity-investeringen was in 2007 op haar hoogtepunt, zowel wereldwijd als in Nederland. Afgezien van de 'oververhitting' toen, en de correctie hierop in de kredietcrisis – met name in 2009 – is over de afgelopen drie decennia gezien private equity alleen maar in omvang toegenomen.

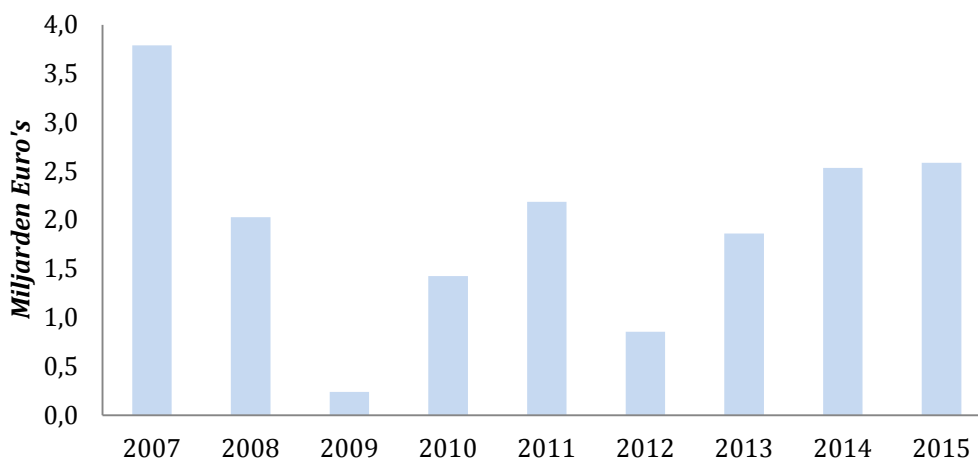
De markt ontwikkelt zich echter in golfbewegingen die sterk beïnvloed worden door de mate waarin vreemd vermogen op een bepaald moment te verkrijgen is en het gemak waarmee exits mogelijk zijn. En dat laatste is sterk afhankelijk van het beursklimaat: al dan niet gunstige omstandigheden voor een beursgang of overnames.

Door de relatief hoge rendementen in het verleden – althans vergeleken met een goed gespreide aandelenindex – is private equity een populaire beleggingscategorie voor institutionele beleggers

¹⁹ Enige voorzichtigheid is hier op zijn plaats. Hoewel getracht wordt zo goed mogelijk te 'controleren' voor reversed causality is dit iets wat niet volledig uitgesloten kan worden. In een studie naar de rol van private equity in de restaurant industrie in de VS vinden Bernstein en Sheen (2016) hier meer direct bewijs van; met name franchise organisaties van door private equity overgenomen organisaties in de nabijheid van private equity-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden.

geworden. ABP bijvoorbeeld belegt vanaf 2005 voor ongeveer 5% van haar totale portefeuille in private equity. Het toenemende aanbod van vermogen voor private equity is ook een gevolg van de relatief hoge omvang van exits uit eerdere private equity-fondsen die vermogen vrijspelen voor herbelegging. Dit alles zorgt ervoor dat de markt op dit moment veel fondsen kent met relatief veel gecommitteerd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal (zogenoeten 'dry powder'). Dit is de 'vragermarkt' waar we al naar verwezen. De jaarlijkse private equity-investeringen in Nederland tussen 2007 en 2015 bedroegen tussen 0,14 en 0,75% van het BBP, en tussen de 1 en 20% van de totale waarde van alle overnames in Nederland.²⁰

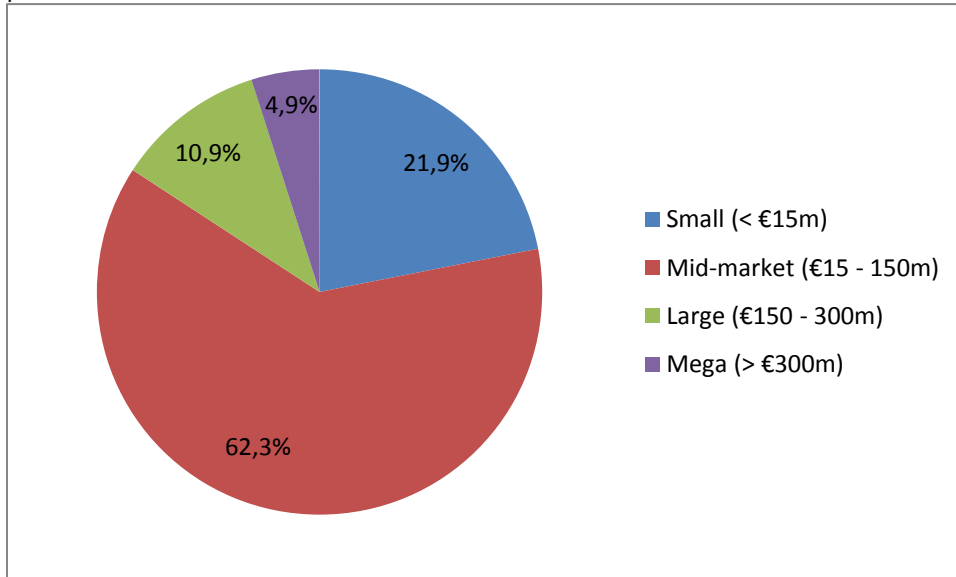
FIGUUR 4: Overzicht ontwikkeling buy-out-investeringen in Nederland door private equity-fondsen (opgave Europese PE fondsen); in miljarden euro's.



Bron: Invest Europe country tables, 2007-2015, table 26.

²⁰ Door de relatief hoge mate van vreemd vermogenfinanciering is de slagkracht van private equity groter dan de eigen vermogeninbreng (en eventuele aandeelhoudersleningen). De gemiddeld genomen hogere leverage na een buy-out is hiervan een reflectie. Na de crisis is er bij door private equity gehouden bedrijven sprake van ruim 60% vreemd vermogen, voor de crisis lag dit gemiddeld nog een stuk hoger. Dit betreft de all-in leverage (dus zowel de leverage op het niveau van de overnameholding als binnen de onderneming).

FIGUUR 5: Indeling in grootte van financiering in buy-outs door private equity-fondsen, gemiddelden over de periode 2007-2015.

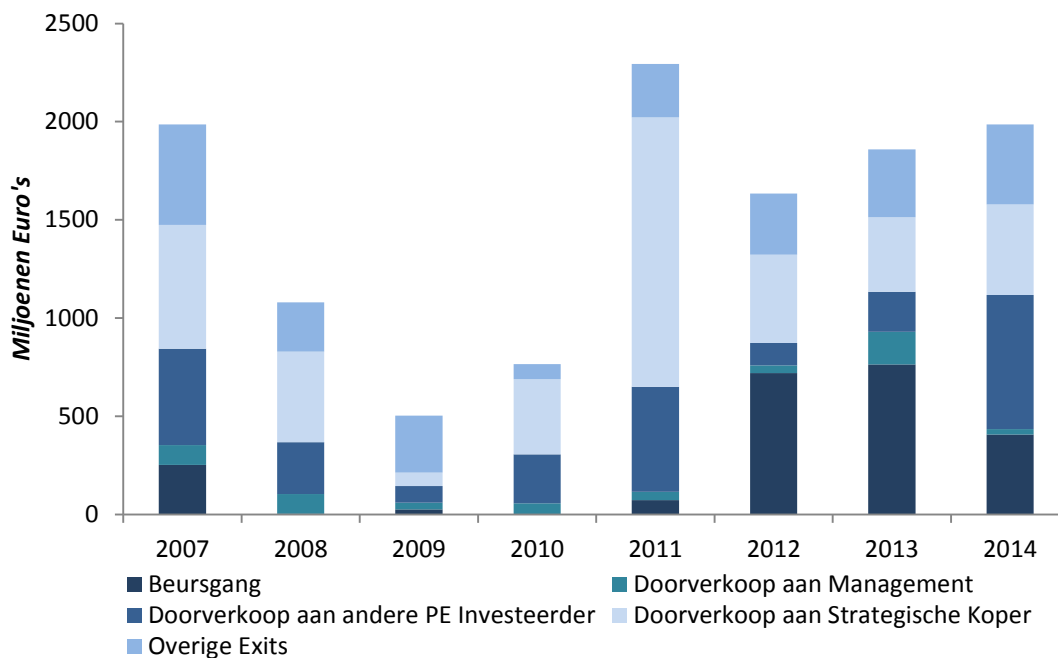


Bron: Invest Europe country tables 2007-2015.

Het grootste deel van de private equity-investeringen valt in de categorie mid-market, met een investering aan eigen vermogen tussen 15 en 150 miljoen euro (62%), 22% zijn kleinere deals, en de overblijvende 15% zijn grote transacties (zie figuur 5). Over de periode 2007-2015 werd gemiddeld 46% van het totale volume door buitenlandse private equity-firma's geïnitieerd. Syndicering, waarbij meerdere private equity-partijen betrokken zijn, komt regelmatig voor; gemiddeld over de periode van 2007-2014 in 29% van de gevallen.

Private equity-fondsen houden hun investering gemiddeld ongeveer vijf jaar aan. Over de periode 2007-2015 is verkoop aan een strategische partij de meest gebruikte manier waarop een onderneming wordt afgestoten (33%). Doorverkoop aan een ander private equity-fonds (secondary buy-outs) neemt 20% voor haar rekening, en een exit via een beursnotering 12%. Het belang van secondary buy-outs neemt toe. Dit is niet alleen in Nederland zo, maar ook wereldwijd. De toename van deze secondary buy-outs wordt deels verklaard door het grote aanbod van private equity-vermogen waardoor er partijen zijn die aan het einde van hun investeringstijd zitten (veelal de eerste 5 jaar van een fonds) maar nog investeringen moeten doen, of juist aan het einde van hun fondslooptijd zitten en dan van hun investeringen af moeten. Doorverkopen (secondary buy-outs) kan verder uit het oogpunt van waardecreatie optimaal zijn als sprake is van complementaire vaardigheden in opeenvolgende buy-outs; bijvoorbeeld via een herstructurering in de eerste ronde naar een groeistrategie daarna.

FIGUUR 6: Desinvesteringen (exits) van private equity in Nederland gedurende de periode 2007-2014 ingedeeld naar type exit.



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015.

6. Inzichten uit empirie voor Nederland

Hoewel governance modellen tussen landen verschillen – vergelijk het Rijnlandse en het Angelsaksische model bijvoorbeeld – is de uitwerking veel meer overeenkomstig dan lijkt (zie Boot, 2009). Voor het private equity-model geldt dit nog veel sterker. Private equity als governance model werkt wereldwijd vrij standaard en kent weinig fundamentele verschillen. Het is dan ook een sterk internationaal georiënteerde activiteit. Nederlandse fondsen investeren in Nederland en in het buitenland, en hetzelfde geldt voor het ophalen van de fondsen (zowel uit binnen- als buitenland). Ook zijn er in Nederland veel buitenlandse private equity-fondsen actief. De inzichten uit de internationale empirische studies uit paragraaf 4 zijn hierdoor ongetwijfeld relevant voor Nederland.

Naast het inventariseren van deze inzichten, is in deze studie ook specifiek naar Nederland gekeken. Op basis van twee elkaar aanvullende steekproeven is getracht inzicht te krijgen in de werking van private equity buy-outs in Nederland. De eerste steekproef is op basis van een publieke database (Zephyr van Bureau van Dijk, verder aangeduid met BvD). Op basis hiervan zijn voor de periode 2007-2015 uiteindelijk 595 private equity buy-outs gevonden. De resultaten van deze buy-outs zijn vergeleken met twee controlegroepen. Een controlegroep bevat telkens 10 vergelijkbare Nederlandse ondernemingen in grootte en bedrijfstak, en een andere bestaat uit steeds 10 Europese ondernemingen vergelijkbaar in grootte en bedrijfstak. Op basis hiervan kijken we naar de ontwikkeling van bepaalde cijfers vanaf één

jaar voor de buy-out tot drie jaar erna, dan wel tot het moment van exit. Doordat het vaak gaat om ondernemingen waarvan data beperkt beschikbaar zijn wordt de uiteindelijke steekproef aanzienlijk kleiner en verschilt de omvang ervan per aspect dat wordt bekeken. Zo blijft er minder dan 5% van de oorspronkelijke steekproef over voor bepaalde cijfers over omzet, vreemd vermogen, aantal werknemers en belastingen. Dit kan de representativiteit aantasten en betekent dat de resultaten zeer voorzichtig geïnterpreteerd dienen te worden.

De tweede, veel kleinere steekproef – met 31 waarnemingen – is afkomstig van een private equity-investeerder en bevat meer gedetailleerde gegevens waarmee aanvullende analyses mogelijk zijn. Deze database zullen we aanduiden als de PE-database (naast de eerdere BvD-database). De PE-database bevat gegevens over de omvang van de investeringen en de karakteristieken van de betrokken ondernemingen, en dat voor het jaar van de overname tot en met de exit voor zover deze al heeft plaatsgevonden.

De belangrijkste inzichten zijn als volgt.

6.1. Holding periode en deal-karakteristieken

De mediaan holdingperiode voor beide steekproeven ligt op 4 jaar voor de bedrijven die een exit hebben gerealiseerd in de periode 2007-2016. Dit is vergelijkbaar met wat gevonden wordt op Europees niveau. Overigens hebben slechts 192 van de 595 bedrijven een exit gerealiseerd. Dit hangt zeer waarschijnlijk samen met de invloed van de crisis. Dit betekent dat de feitelijk periode dat een onderneming gemiddeld genomen in handen is van private equity langer is.

Private equity-fondsen kopen in verreweg de meeste gevallen een meerderheidsbelang (90,3% in de PE-database). In 16% van de gevallen is er sprake van co-investeerders – limited partners die mee investeren – en in bijna 10% van de gevallen participeren private equity-fondsen samen in een deal. Voor wat betreft de initiële investering geldt dat private equity-fondsen in 33% van de gevallen kopen van een strategische verkoper, in 42% van een ander private equity-fonds, en in 25% van de gevallen direct van familie of ondernemer. Private equity-fondsen kiezen bij een exit een strategische koper in 38% van de gevallen, een ander private equity-fonds (39%), een beursemissie (3%), en familie, ondernemer of management, ook 3%. In 18% van de gevallen wordt de onderneming afgeschreven.

6.2. Effect op de onderneming

Op basis van de BvD-database zien we voor de eerste drie jaren onder private equity dat de mediaan groei van totale activa en omzet ten opzichte van de controlegroepen hoger is.²¹ Dit suggereert dat de private equity-fondsen in staat zijn snel groeiende ondernemingen te selecteren dan wel in staat zijn ondernemingen snel te doen groeien. Het is belangrijk de eerdergenoemde disclaimers ook voor deze resultaten te herhalen. Indien de positieve effecten voortkomen door het selecteren van voorheen minder snel groeiende ondernemingen, zou dit wijzen op een selectie-effect en niet zo zeer een

²¹ Het is wel opmerkelijk dat de groeivoet voor ondernemingen met een exit, gemeten vanaf een jaar voor de overname tot en met het jaar van de exit, lager ligt dan die van de controlegroepen. Het aantal observaties van deze steekproef is wel een stuk minder en de verschillen zijn niet statistisch significant.

positieve bijdrage van private equity per sé. 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. Dat dit laatste van belang is blijkt bijvoorbeeld uit de BvD-database waar 57% van de portefeuille-ondernemingen betrokken waren bij fusie- en overname-activiteiten in de periode onder private equity-eigendom.

Ten opzichte van het jaar vóór de overname hebben private equity-ondernemingen meer vreemd vermogen.²² Dit daalt aan het einde van de looptijd voor dat deel dat vervolgens al een exit heeft gehad.

Andere resultaten laten zien hoe belangrijk het is te corrigeren met een controlegroep. Zo laat het bedrijfsresultaat van de private equity-ondernemingen een negatieve trend zien, maar deze is positief ten opzichte van de controlegroepen. Ondernemingen met private equity als investeerder doen het dus beter. Ook hier blijkt overigens dat ondernemingen die een eerdere exit hebben gehad, probleemkinderen zijn: de mediaan groeivoet is negatief ten opzichte van de controlegroepen.²³

6.3. Werknemersperspectief

Voor wat betreft het aantal werknemers zien we een stijging bij de ondernemingen in de grote BvD-database van een jaar voor tot drie jaar na de overname. Maar de controlegroepen tonen een nog sterkere stijging. Het verschil in groeivoet van het aantal werknemers met de controlegroepen is niet significant. Ook voor ondernemingen met een exit is de stijging van het aantal werknemers niet significant verschillend dan in de controlegroepen. Het aantal observaties is hier echter zeer beperkt.²⁴

De voorzichtige conclusie hieruit is dat private equity weldegelijk werkgelegenheid op peil houdt, maar bezien over een periode van drie jaar een kleinere uiteindelijke groei in werkgelegenheid laat zien dan in de controlegroepen. Dit in combinatie met de eerder gerapporteerde hogere groei in totale activa en omzet vergeleken met de controle groep, betekent dat private equity er in slaagt te groeien zonder navenante groei in arbeidsinzet.

6.4. Investeersperspectief

Alleen voor de kleine PE-database hebben we gegevens over het behaalde rendement. Het mediaan rendement (IRR) dat behaald is, bedraagt 24% voor alle ondernemingen tezamen; voor de ondernemingen met een exit bedraagt deze 22%. Het betreft hier rendementen zonder correctie voor de fees die in rekening worden gebracht door het private equity-fonds.

²² De hoeveelheid vreemd vermogen is hier waarschijnlijk nog onderschat aangezien een deel van de schuld vaak nog in de overname holding zit en deze niet in de cijfers uit de database zijn te achterhalen.

²³ Voor de PE-database vinden we een sterke groei van de omzet en een stijgende ondernemingswaarde. Verder zien we een lichte daling in EBITDA en vreemd vermogen ten opzichte van het jaar van aankoop (we hebben hier niet de gegevens van het jaar vóór de aankoop).

²⁴ In de kleine PE-database zien we eveneens een stijging van het aantal werknemers gemeten drie jaar na de buy-out; of op het moment van exit als dat eerder is. Dit is dan relatief tot het eerste jaar na de buy-out omdat gegevens over het jaar vóór de buy-out ontbreken.

6.5. Belastingen

Voor de grote BvD-database zien we een daling in de betaalde belastingen van ondernemingen van een jaar voor de buy-out tot drie jaar na de buy-out of tot het moment van exit. De daling in betaalde belastingen is echter minder groot in vergelijking met de controlegroepen die een grotere daling laten zien (met name in de vergelijking met de ondernemingen met een exit). Deze daling kan deels te maken hebben met de invloed van de crisis.

Zoals eerder gesteld zijn de bovenstaande resultaten gebaseerd op een klein aantal observaties, en bovendien is vaak sprake van majeure wijzigingen in de samenstelling van de betrokken ondernemingen (zie de eerder besproken disclaimers). Voorzichtigheid in interpretatie en gebruik van deze resultaten is dan ook een must.

7. Inzichten uit de case studies

Naast het empirisch onderzoek zijn twee case studies gedaan naar de werking van private equity. Daarbij hebben we ons gericht op de overname van Attero door het private equity-fonds van Waterland in 2014 en op de overname van Action in 2011 door 3i. Beiden worden vaak genoemd in de financiële pers. Attero wordt genoemd door zeer vroege omvangrijke dividenduitkeringen en de suggestie dat er te weinig aan de oude verkopers is betaald. Action wordt gezien als een succesverhaal van private equity met een zeer sterke groei na de overname.

7.1. Attero

In 2014 verkopen Nederlandse provincies en gemeenten hun aandelen in Attero aan het Nederlandse private equity-fonds Waterland voor een bedrag van 170 miljoen euro. Na iets meer dan een jaar na de overname heeft Attero een dividend van 183 miljoen euro aan het private equity-fonds uitgekeerd.

Het beeld dat uit deze casus naar voren komt is dat Waterland aanzienlijke verbeteringen heeft kunnen doorvoeren, en daardoor waarde heeft kunnen creëren. Het betreft hier een relatief conservatief gefinancierde buy-out; met relatief weinig vreemd vermogen. De ratio netto schuld/EBITDA bleef onder 1; hetgeen verhoudingsgewijs laag is. Dit is door de verkopende aandeelhouders in afspraken vooraf vastgelegd door het begrenzen van deze ratio. De mogelijkheid vroeg veel dividend uit te keren was zeker ten dele te danken aan de opleving van de industrie (leidend tot meer import) en hiermee samenhangende stijgende prijzen voor afvalverwerking. Attero is een voorbeeld van private equity waar de private equity-firma zowel door efficiencyverbeteringen en een herziene strategische focus het bedrijf winstgevender weet te maken. Daarnaast is het mogelijk een voorbeeld van market timing en de selectie van een ondergewaardeerde onderneming. De indruk bestaat wel dat Attero tegen een relatief lage prijs is verkocht. Werd de markt onderschat waardoor het mogelijk tegen een te lage prijs is verkocht? Of is Waterland beter in staat geweest het waardepotentieel in te schatten in vergelijking met de verkopers (en andere mogelijke kopers)? De dividenduitkeringen waren mogelijk door hogere efficiency, betere marktomstandigheden en door een vrijval in specifieke voorzieningen (met name voor risico's van het afdichten van stortplaatsen), zonder dat de onderneming daardoor teveel werd uitgehold.

Kijkend naar de werknemers is er ook sprake van ontslag van 20 werknemers (van de in totaal 690 werknemers), maar dat is gegaan in goed overleg met vakbonden en OR op basis van een sociaal plan. Investerings zijn qua focus verlegd, en er lijkt weldegelijk in de lange termijn te worden geïnvesteerd – onder meer wordt er voor 100 miljoen geïnvesteerd in een nieuwe centrale in Moerdijk. Ook geeft Waterland aan dat zij eventueel met verdere kapitaalinjecties groei wil financieren (Waterland, 2015).

Een bijkomend aspect is dat Waterland niet alleen aan het management maar ook aan alle werknemers aandelenparticipaties heeft aangeboden. Dit is niet ongebruikelijk, en kan gezien worden als een middel om werknemers te motiveren om mee te doen aan de veranderingen.

7.2. Action

In het najaar van 2011 koopt private equity-firma 3i via een van haar investeringsfondsen een meerderheidsbelang in Action, voor 117 miljoen euro. Vier jaar na de aankoop heeft het private equity-fonds haar investering al in dividenduitkeringen terugverdiend. Er was sprake van een sterke groei van de operationele kasstroom, en hoge dividenduitkeringen die deels met vreemd vermogen werden gefinancierd. Daarnaast is de waarde van Action in een periode van vier jaar ongeveer verzevenvoudigd.

Action is een voorbeeld van een succesvolle internationale groeistrategie die mogelijk werd gemaakt door het inbrengen van de specifieke kennis die hiervoor nodig is en door professionalisering van de governancestructuur. De groei maakte dividenduitkeringen mogelijk zonder dat de onderneming daardoor in haar handelen werd beperkt. Er werd gebruik gemaakt van een behoorlijke mate van leverage met daarbij in eerste instantie ook een omvangrijke aandeelhouderslening van 254 miljoen euro. De verhouding vreemd vermogen ten opzichte van de ondernemingswaarde meteen na de overname was 48% exclusief de aandeelhouderslening; met aandeelhouderslening 86%. De aandeelhouderslening werd overigens binnen 3 jaar afgelost.

Het aantal werknemers is hard gegroeid: van 9500 in 2011 tot 30.000 in 2015. In deze casus lijkt dus sprake van een succesverhaal zonder evidente herverdelingen.

8. Tot slot

Dit rapport tracht de rol van private equity in buy-outs te duiden. De investeringen van private equity-fondsen stegen sterk in de aanloop naar de financiële crisis mede gevoed door gunstige marktomstandigheden (lage rente, gunstige kredietvoorwaarden en goede mogelijkheden voor het verkopen van ondernemingen). In de periode daarna vond een neerwaartse correctie plaats, maar herstel zette spoedig in. Geconcludeerd kan worden dat in Nederland net als in de rest van de wereld het belang van private equity blijvend is gestegen.

Een belangrijk karakteristiek van private equity is de gebruikte leverage, financiering met vreemd vermogen dus. Naast het eigen vermogen ingebracht door private equity-investeringsfondsen wordt namelijk vreemd vermogen aangetrokken ter financiering van buy-outs. Dit zorgt ervoor dat de leverage in de overgenomen ondernemingen stijgt. Hoe gunstiger de markcondities hoe meer deze overnames worden gefinancierd met vreemd vermogen. Op het eerste gezicht maakt de toegenomen leverage de

onderneming gevoeliger voor faillissementsrisico, een belangrijk zorgpunt in de discussie over de invloed van private equity. Echter omdat een private equity-fonds door zijn directe betrokkenheid (en onderhandelingspositie ten opzichte van banken) eventuele toekomstige problemen beter kan opvangen is het effect van leverage op het faillissementsrisico beperkt.

De hoge gebruikte leverage leidt wel tot minder belastinginkomsten bij de overheid. De Nederlandse overheid heeft (net als in andere landen) stappen gezet om de rente-aftrek op deze schulden in te perken.

Private equity-investeerders hebben naast dit belastingvoordeel nog andere belangrijke redenen om overnames met relatief veel vreemd vermogen te financieren. Zo zorgt het voor een hefboom op de inspanning van de private equity-investeerder (inspanningen worden door de hefboom beloond met een hoger rendement op het eigen vermogen), het zet aan tot urgentie (de hoge leverage 'vereist' actie, met name van belang bij herstructureringen), het maakt het mogelijk meer investeringen te doen met een gegeven hoeveelheid eigen vermogen (dit heeft onder meer een positieve invloed op de beloning van de private equity general partners), en het kan de onderneming helpen in onderhandelingen met andere stakeholders (door de druk en lasten van de leverage zijn deze mogelijk eerder bereid tot concessies). Dit laatste kan wijzen op voordelen die ten koste van andere partijen worden behaald, en duidt op een herverdeling van waarde en niet zo zeer op een waardestijging van het geheel. Private equity heeft dus zowel herverdelingseffecten als een effect op de totale waarde, en leverage speelt hierbij een rol. Dit geldt ook voor de fiscale voordelen die duiden op een afwenteling op de maatschappij. Hoewel de gebruikte leverage op dit moment enigszins beperkt is, kan worden verwacht dat met het verbeteren van marktomstandigheden, het gebruik van vreemd vermogen weer zal stijgen. Het beperken, of zelfs afschaffen van de rente-aftrek zal dit slechts gedeeltelijk beïnvloeden.

Historisch gezien heeft private equity een rendement gegenereerd voor haar investeerders (limited partners) dat boven dat van een goed gespreide aandelenportefeuille uitkomt, ook na aftrek van kosten en (aanzienlijke) fees. We hebben het dan over de limited partners die als beleggers van buiten participeren. Deze geschiedenis is tevens de belangrijkste reden dat de limited partners graag in private equity beleggen. 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.

Het rendement dat private equity fondsen op hun portefeuille 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-firma's gebruiken veel adviseurs en sectorspecialisten om ondergewaardeerde overnamekandidaten op te sporen en hiervan te profiteren door later tegen een hogere prijs te verkopen.

Private equity heeft een toegevoegde waarde als tijdelijke eigendomsstructuur, veelal met als horizon ongeveer 4-7 jaar. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door de leverage) zet het aan tot actie om verbeteringen in een doelwit onderneming 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 firma. 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. Al deze factoren dragen bij aan een betere allocatie van middelen.

Het rendement voor de private equity-investeerder is niet altijd echte waardecreatie maar kan evenzeer - zoals aangegeven - 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. 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, mogelijk (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 verschaffers van vreemd vermogen, met name ook de leveranciers (via ongunstigere voorwaarden van het leverancierskrediet) en uiteindelijk ook werknemers en afnemers.

Onze conclusie is dat deze conflicten zich ongetwijfeld ooit voordoen, maar dat dergelijke excessen incidenteel zijn. Ook is de kans op faillissement maar iets hoger dan voor bedrijven waar geen sprake is van betrokkenheid van private equity. Wij vinden 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 partner alsmede in de selectie van investeringen. Ook de fee-structuur kan leiden tot een mogelijk belangenconflict tussen de general en de limited partners. Het gevaar van belangenconflicten moet niet worden gebagatelliseerd. Hoewel general partners gebaat zijn bij een goede reputatie richting limited partners – zij hebben ze immers ook weer in de toekomst nodig – mag hier niet te veel waarde aan worden gehecht. Er is ten principale een potentieel conflict. General partners zitten er dichter op en halen aanzienlijke fees binnen. Meer druk van limited partners is wenselijk, en transparantie in limited partnerovereenkomsten zou hierbij kunnen helpen. Invloed wordt overigens uitgeoefend (zie bijvoorbeeld de recente richtlijnen ontwikkeld door PGGM), maar het is niet duidelijk hoe effectief dit is, en in hoeverre het voor de gehele sector geldt. Van belang is wel te

onderkennen dat zowel binnen de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd als binnen de organisaties van waaruit de limited partners komen (institutionele beleggers met name) dit bedrijfsbeslissingen zijn waarover men zelf verantwoordelijkheid heeft en de overheid in principe terughoudend zou moeten zijn. Het is niet de rol van de overheid om bedrijfsbeslissingen te verbieden. Overigens kan van de limited partners in de huidige vragersmarkt niet teveel worden verwacht. Zij zullen zich conformeren aan internationale marktstandaarden (die relatief weinig bescherming bieden) en geneigd zijn zich niet te moeilijk op te stellen, en in veel gevallen blij zijn dat zij het geld dat zij alloceren voor private equity in fondsen met goede reputatie kunnen investeren.

Daarnaast zijn excessen mogelijk vóór het moment van de overname door private equity. Bestaande bestuurders kunnen worden beïnvloed. 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 '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. Bij buy-outs (en private equity) kan dit op deze manier ook spelen, maar staat daarnaast centraal de zorg dat nieuwe aandeelhouders (waaronder mogelijk het management) zo goedkoop mogelijk aan de aandelen willen komen, hetgeen aanleiding kan geven tot ongewenst gedrag bij het management. Overigens is dit niet exclusief voorbehouden aan private equity. Transacties rond ondernemingen en bedrijfsonderdelen brengen deze zorgen met zich mee. De juiste positionering van de RvC is van groot belang om de eigen belangen van het management zelf in toom te houden, en daarmee de bestaande aandeelhouders te beschermen.

Wetgeving en contracten tussen de verschillende partijen moeten helpen deze belangenconflicten in de hand te houden. Het blijft echter wel zaak alert te blijven. De effectiviteit van huidige regelgeving – zie onder meer de wetgeving op het gebied van bestuurdersaansprakelijkheid, de AIFM-richtlijn, en de wisselwerking met de faillissementswet (en de rol van curatoren) – zou hiertoe regelmatig gemonitord moeten worden.

Ook aandeelhoudersleningen zijn hierbij een aandachtspunt. Deze worden frequent gebruikt, en vormen op zich een legitieme financieringsbron. De vraag roept zich wel op of deze leningen niet als eigen vermogen zouden moeten worden behandeld en dus zouden moeten worden achtergesteld ten opzichte van de claims van andere crediteuren. Dit voorkomt mogelijk misbruik.²⁵

²⁵ Voor zover er nog sprake is van een fiscale aftrekbaarheid van de rente op deze leningen, is dit ongewenst. Het is niet alleen storend vanwege de afwenteling richting andere belastingbetalers, maar vooral ook problematisch voor het verkeerde gedrag dat het uitlokt. De rente-aftrekbaarheid op deze leningen is in het belastingplan 2017 afgeschaft.

Uit de empirie en de internationale empirische literatuur blijkt dat de effecten van private equity op de performance van ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd over het algemeen licht positief zijn. De onderneming groeien iets harder en zijn iets meer winstgevend ten opzichte van een relevante controlegroep. Ook de ontwikkeling in het aantal werknemers reflecteert deze groei.

Ons eigen onderzoek wijst in dezelfde richting. De dataproblemen zijn echter groot waardoor absolute conclusies over de positieve invloed van private equity niet getrokken kunnen worden. Voor een te beperkte groep ondernemingen zijn voldoende data beschikbaar waardoor representativiteit niet gegarandeerd is. Het komen tot betere databases is dus een absolute must; veel data zal handmatig verzameld moeten worden. In ieder geval zijn ook case studies wenselijk. Dit kan een beter gevoel geven voor de type inbreng die private equity levert. In deze studie is hiertoe naar een tweetal casussen gekeken.

Het is belangrijk te onderkennen dat zelfs dan eenduidige resultaten niet te verwachten zijn. Zo zijn de eerdergenoemde groei en rendementen mogelijk gebaseerd op een selectie-effect waarbij private equity juist hoge groeiers heeft weten te selecteren, dan wel ondergewaardeerde ondernemingen heeft geïdentificeerd. Daarnaast is het van belang hoe de groei is bewerkstelligd. Groei die gecreëerd is door een betere aansturing door private equity, dan wel gefaciliteerd is door de beschikbaarheid van private equity financiering, moet worden onderscheiden van groei die ontstaat door fusies en overnames. Private equity-firma's laten namelijk de door hen overgenomen ondernemingen vaak fuseren, dan wel overnames doen, waardoor automatisch groei wordt gemeten. De vraag is echter of private equity bijdraagt aan groei en rendementen die extra ontstaan bovenop simpele optellingen door fusies of overnames. De fusie en overname-activiteiten (maar ook de afstotingen) van de betrokken ondernemingen zouden moeten worden meegenomen in toekomstig onderzoek. Ook hier ligt een grote uitdaging om deze data te verkrijgen.²⁶

Uiteindelijk is de vraag of private equity bijdraagt aan een efficiëntere allocatie van vermogen in de economie, en een efficiëntere en effectievere aansturing van ondernemingen. Dit hoeft geen 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.

²⁶ De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen zou hieraan iets kunnen doen door bijvoorbeeld het initiatief van de BVCA (British Venture Capital Association) te volgen om een representatieve database te creëren. In een poging om de transparantie en verslaggeving op het gebied van private equity te vergroten rapporteren zij over de effecten van een representatieve steekproef op jaarlijkse basis. Zie BVCA (2015) Annual Report on the Performance of Portfolio Companies, VIII). Hierin wordt informatie verschaft over een representatieve steekproef van ondernemingen waarin private equity heeft geïnvesteerd. Deze gegevens worden verstrekt voor een langere periode. Een belangrijke toevoeging in een dergelijke analyse zouden de fusie-, overname- en afstotingsactiviteiten moeten zijn.

Private equity: een stakeholder-perspectief²⁷

1 Inleiding en motivatie

Private equity blijft de gemoederen bezig houden. Voorstanders van private equity wijzen op de positieve effecten die private equity kan hebben. Zij wijzen op het voordeel van private equity als een alternatieve bron van financiering, als een beter governance model, en op de mogelijke positieve effecten van private equity op de prestaties van de bedrijven waarin is geïnvesteerd. Critici daarentegen stellen dat er geen waardecreatie plaatsvindt, maar dat het rendement van private equity voortvloeit uit een herverdeling van waarde die ten koste gaat van andere belanghebbenden zoals werknemers, vreemd vermogensverschaffers, leveranciers en de fiscus. Zij wijzen daarbij ook op de gevaren van een overmatig gebruik van financiering met vreemd vermogen en de daaruit voortvloeiende hogere faillissementsrisico's. Dit zou tot kosten leiden die op de maatschappij worden afgewenteld onder meer via faillissementen en de daarmee samenhangende mogelijk negatieve invloed op de werkgelegenheid. Ook wijzen zij op een mogelijk te sterke focus op de korte termijn.

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 een onderneming in ruil voor de inbreng van eigen vermogen, dat is verkregen van met name grote internationale (institutionele) beleggers. De transacties worden zo dus met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen gefinancierd. Het eigendomsmodel van private equity is tijdelijk; een exit is meestal voorzien na 4 à 7 jaar (zie Boot en Cools, 2007). In het geval van venture capital wordt geïnvesteerd met risicodragend vermogen in start-ups of opkomende bedrijven.

Volgens de branchevereniging, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), hebben in 2015, 348 Nederlandse bedrijven voor 3,3 miljard euro aangetrokken van private equity-fondsen. Bijna 2 miljard euro is afkomstig van buitenlandse private equity-fondsen. Nederlandse private equity-firma's haalden in 2015 een recordbedrag op van 3,2 miljard euro voor het doen van nieuwe investeringen, waarvan 268 miljoen voor venture capital.²⁸ De brancheorganisatie rapporteert dat in Nederland 1400 ondernemingen (met in totaal ongeveer 380.000 werknemers) een private equity-partij hebben als aandeelhouder.

De maatschappelijke discussie richt zich met name op de voor- en nadelen van buy-outs. De onderzoeksvragen van deze studie zijn:

²⁷ De auteurs zijn alle leden van de stuurgroep dankbaar voor het commentaar op eerdere versies van dit rapport. Tevens danken we Maureen Wouters en Janelle Zoutkamp voor uitstekende onderzoeksassistentie en Sidonie Rademaker en Lorena Zevedei voor redactionele assistentie.

²⁸ Zie website NVP: <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/>

1. Wat is het belang van private equity in de Nederlandse economie over de periode 2007-2015? Draagt private equity bij aan economische groei? Zo ja, op welke wijze?
2. Wat is het effect van private equity op de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd? Wat is de toegevoegde waarde, en welke effecten heeft private equity op de stakeholders van die bedrijven, inclusief de fiscus? En hoe onderscheiden deze effecten zich van andere bronnen van financiering?
3. Wat zijn de voor- en nadelen van deze financierings- en eigendomsvorm?

Dit onderzoek bestaat uit drie delen: een literatuurstudie, een empirisch onderzoek naar de effecten van private equity in Nederland en ten slotte een tweetal Nederlandse case studies. Het bouwt voort op eerder werk van De Jong, Roosenboom, Verbeek en Verwijmeren (2007) en Boot en Cools (2007).

De indeling van de studie is als volgt. Hoofdstuk 2 bespreekt de kenmerken van private equity. Hoe wordt het vormgegeven? Hoofdstuk 3 beschrijft de ontwikkelingen in de markt voor private equity over de afgelopen 10 jaar. Het vraagstuk van waardecreatie staat centraal in hoofdstukken 4 en 5: Wie wint, wie verliest? Hoofdstuk 4 geeft inzicht in de wijze waarop private equity waarde kan creëren, niet alleen voor de investeerders maar ook voor de maatschappij als geheel en geeft inzicht hoe deze waarde wordt verdeeld. Naast waardecreatie kan er bij private equity immers ook sprake zijn van een herverdeling van waarde van verschillende stakeholders naar de private equity-investeerders. Hoofdstuk 5 bespreekt de resultaten van het internationale empirische onderzoek hierover. Hoofdstuk 6 bevat een kwantitatieve analyse over private equity in Nederland, met in hoofdstuk 7 een tweetal Nederlandse cases die inzicht geven in het effect van private equity in twee concrete bekende gevallen.

2 Private equity: een introductie

Dit hoofdstuk legt uit wat private equity is, hoe het model werkt en hoe private equity-fondsen een rendement op hun investering halen. Buy-outs worden mede gefinancierd met vreemd vermogen. De laatste paragraaf laat het effect van vreemd vermogen zien op het rendement en de beloning van private equity-firma's.

2.1 Definitie en introductie van de werking van private equity

Private equity is risicodragend vermogen ingebracht door participatiemaatschappijen in uiteindelijk niet-beursgenoteerde ondernemingen.²⁹ Zoals aangegeven gaat deze studie over voornamelijk buy-outs. Deze vorm van private equity wordt allereerst gebruikt om de bestaande aandeelhouders uit te kopen, bijvoorbeeld voor de verzelfstandiging van het bedrijf met het zittend management (management buy-out) of met nieuwe managers (management buy-in), bij de verzelfstandiging van een bedrijfs onderdeel (divisionele buy-out), of bij het van de beurs halen van een onderneming (public-to private) of bij herstructurering (zie De Jong et al., 2007, p. 15). Eventuele verdere kapitaalinjecties kunnen worden gebruikt voor de financiering van groei.

Private equity-firma's halen risicodragend vermogen op door hiertoe een closed-end³⁰ investeringsfonds op te zetten met een looptijd van veelal tien tot maximaal dertien jaar. Dit gaat dan vaak in de vorm van een partnership met een general partner en limited partners. De general partner is afkomstig van een private equity-firma en is de manager van het fonds. De limited partners zijn veelal grote institutionele beleggers en in voorkomende gevallen welvarende individuen. De general partner (via de private equity-firma) brengt over het algemeen zelf ook minimaal 1% van het totale vermogen van het fonds in. Maar het overgrote deel van het vermogen is afkomstig van de limited partners. Deze zeggen bedragen toe aan het fonds (het zogenoemde gecommiteerde vermogen). Op het moment dat er investeringen vanuit dit fonds gedaan worden, dient de limited partner het door hem gecommiteerde bedrag te storten. Met het hiermee opgehaalde vermogen worden beleggingen in ondernemingen (en ook de management fee van de general partners) gefinancierd. In het eerste deel van het leven van een fonds gaat het erom investeringsmogelijkheden te vinden die bij het gecommiteerde vermogen passen. Daarbij heeft de limited partner geen zeggenschap over de (beoogde) investeringen met uitzondering van wat hetgeen in het fondsreglement is vastgelegd.³¹

Het investeringsfonds (private equity-fonds) koopt met het ingebrachte vermogen doorgaans een meerderheidsbelang in een onderneming. Meestal gaat dit via een nieuw op te richten BV van waaruit

²⁹ Private equity is een verzamelnaam met veel verschillende vormen. In het rapport van het World Economic Forum (2015) worden zelfs 5 vormen onderscheiden. Naast buy-outs en venture capital ook: private equity infrastructure, private equity real estate en private debt.

³⁰ De belangrijkste eigenschap van een dergelijk fonds is dat de investeerders pas geld terug krijgen op het moment dat het fonds gaat uitkeren; er is voor de investeerders geen recht op terugkoop door het fonds. In het geval van private equity is het met name van belang dat vermogen voor langere tijd gecommiteerd en niet eenvoudig te liquideren is, zodra dit eenmaal aan een fonds is toegezegd.

³¹ Zie verder Kaplan en Strömberg (2009) en Axelson, Strömberg en Weisbach (2009).

de overname wordt gedaan. Daarbij wordt in het geval van een buy-out doorgaans een relatief groot deel van de overnamesom met vreemd vermogen gefinancierd. Normaliter is sprake van ongeveer 50-70% financiering met vreemd vermogen (WEF, 2015, p. 14).³² Het resterende deel wordt door het private equity-investeringsfonds als eigen vermogen ingebracht. Overigens varieert het percentage financiering met vreemd vermogen in de loop der tijd en is dit onder meer afhankelijk van marktomstandigheden en het type onderneming waarin wordt geïnvesteerd. Veelal vraagt het private equity-fonds ook van het (zittende of nieuwe) management van het overgenomen bedrijf dat zij aandelen in de onderneming koopt. De beloningsstructuur van het management team van de onderneming wordt zo gestructureerd dat het management een sterke prestatiebeloning krijgt waardoor de belangen van het management en het private equity-fonds met elkaar overeenkomen. De general partner van het private equity-fonds speelt vervolgens een actieve rol in de governance van de onderneming. Hij onderhoudt nauwe banden met het bestuur (als grootaandeelhouder) en neemt vaak plaats in de Raad van Commissarissen.

De vergoeding van de general partner bestaat uit twee delen: een management fee over het gecommiteerde (en later geïnvesteerde vermogen) van doorgaans 1 tot 2% per jaar en een variabele component die aan de prestaties is gekoppeld. Deze is doorgaans zo'n 20% van de netto winst die is gegenereerd over de investeringsperiode, boven een vooraf gespecificeerde minimale hurdle rate van doorgaans 8% (WEF, 2015).³³ De beloningsstructuur is ontworpen (of zou bedoeld moeten zijn) om optimale prikkels te geven en belangenconflicten te minimaliseren; de zogenaamde agency-problemen.³⁴ De beloningsstructuur zorgt voor een sterk financieel belang van de general partner, zowel kwantitatief (hoe groter het fonds, hoe beter) als kwalitatief (de geleverde prestaties). De beloningsstructuur kan echter op zichzelf ook weer een bron van mogelijke principaal-agent problemen tussen de general en limited partners zijn (zie verder hierover hoofdstuk 4). Deze fees zijn substantieel; Metrick en Yasuda (2011) simuleren de waarde van deze fees voor onder meer 144 buy-out-fondsen. Zij vinden dat de mediaan van de contante waarde van de fees voor de general partners ongeveer 17% is van het gecommiteerde vermogen, waarvan grofweg 2/3 bestaat uit vaste componenten (management fees) en 1/3 variabel (carry en monitoring fees).

Na een periode van veelal ongeveer drie tot zes jaar is de overgenomen onderneming zogenaamd 'klaar voor verkoop'. Dit kan op verschillende manieren; bijvoorbeeld door verkoop van het belang aan een strategische partij, door verkoop aan een ander private equity-fonds (secondary buy-out), of door de aandelen naar de beurs te brengen. Na verkoop/beursgang van de onderneming wordt de opbrengst

³² De mate van leverage varieert over de tijd en is onder meer afhankelijk van beschikbaarheid en marktomstandigheden. Hierover later meer.

³³ Uit deze management fee worden eerst de kosten betaald (salaris, advocaten, huisvesting en accountant, etc.). Zie voor een uitvoerige discussie van de feestructuur en hoe deze is opgebouwd, Phalippou (2009) en Metrick en Yasuda (2011). Daarnaast komt het voor dat de general partner van het private equity-fonds ook een management fee en soms monitoring en transactiefees in rekening brengt bij de onderneming waarin is geïnvesteerd. Deze ontvangen management, transactie- en monitoring-fees worden vaak weer gedeeld met de limited partners, maar dit is afhankelijk van hoe een en ander contractueel is geregeld tussen de limited en general partners.

³⁴ Met het agency-conflict wordt bedoeld op het zogeheten principaal-agentprobleem dat kan ontstaan in relaties tussen principaal en agenten vanwege asymmetrische informatie.

door het investeringsfonds gebruikt om uitkeringen te doen aan de general en limited partners op basis van de overeengekomen verdeelsleutel in de fondsdocumentatie.³⁵

Hoe genereren de private equity-fondsen een rendement op hun investering? Het rendement van het investeringsfonds bij private equity komt veelal voort uit (een combinatie van) de volgende bronnen:³⁶

- Operationele verbeteringen: implementatie van maatregelen die de onderneming efficiënter maken (bijvoorbeeld door efficiënter gebruik van productiemiddelen in de onderneming, selectie van een beter management team, betere managementinformatiesystemen, verbeteringen in logistieke planning, meer gerichte R&D, etc.);
- Herziene strategische focus: implementatie van herziene strategie inclusief het mogelijk maken en beter benutten van groeimogelijkheden (bijvoorbeeld buy-and-build-strategie, afstoten van niet-kernactiviteiten, etc.) of optimalisatie van corporate scope (bijvoorbeeld door onderdelen van de onderneming te verkopen);
- Governancestructuur verbeteringen: gericht op het meer in lijn brengen van de financiële belangen van het management met die van de aandeelhouder (bijvoorbeeld door het management mede-aandeelhouder te maken), meer controle en toezicht (door sterkere prikkel en directer toegang tot vertrouwelijke informatie voor de aandeelhouder), via veranderingen in de Raad van Commissarissen en via meer vreemd vermogenfinanciering (dat verhoogt de druk om efficiënter te opereren);
- Financial engineering: door met relatief veel vreemd vermogen te financieren neemt het gemiddelde rendement van een investering toe, maar ook het risico. Daarnaast creëert het private equity-fonds door met meer vreemd vermogen te financieren een belastingvoordeel ten opzichte van het gebruik van eigen vermogen, aangezien rentelasten mogen worden afgetrokken van de vennootschapsbelasting. De private equity-firma weet door zijn specifieke kennis en ervaring de vermogensstructuur van de onderneming zodanig te structureren dat dit met relatief veel vreemd vermogen gefinancierd kan worden³⁷;
- Investeringsselectie en 'market timing': indien private equity-investeerders in staat zijn ondergewaardeerde ondernemingen op te kopen en deze weer op het juiste moment te verkopen kan hiermee een rendement voor de private equity-investeerder worden gegenereerd. De arbitrage kan voortkomen uit het vermogen beter ontwikkelingen in markten te kunnen inschatten (marktkennis), of door toegang tot betere (vertrouwelijke of inside) informatie over de onderneming of door potentieel superieure deal making-capaciteiten (onderhandeling en betere toegang tot deals).

³⁵ Zie als voorbeeld documentatie op de website van ILPA, een vertegenwoordiger van de belangen van limited partners in private equity; <https://ilpa.org/best-practices/overview-and-history/> (geraadpleegd 21 december 2016).

³⁶ Zie bijvoorbeeld Gottschalg (2007), World Economic Forum (2015).

³⁷ Een additioneel voordeel van financiering met relatief veel vreemd vermogen is dat de slagkracht van het fonds toeneemt; het kan uiteindelijk in meer en grotere ondernemingen participeren, vergeleken met de situatie dat alleen eigen vermogen wordt gebruikt.

Kaplan en Strömberg (2009) geven aan dat naast financiële en governance voordelen, private equity-firma's in toenemende mate ook door hun industriële en operationele expertise waarde toevoegen aan hun investeringen. Zij doen dit door managementprofessionals met een specifieke industrie-focus en ervaring in te huren. Zij maken hierbij gebruik van interne en externe consultants om deze kennis aan te kunnen wenden. Deze kennis wordt gebruikt in de identificatiefase waarin attractieve investeringen worden gezocht, in de fase waarin plannen voor waardeverhoging worden gemaakt en voor de implementatie van deze plannen (zie Kaplan en Strömberg, 2009; Acharya en Kehoe, 2008). Verder bieden ze financiële slagkracht om deze veranderingen mogelijk te maken.

Aan de hand van een voorbeeld zullen wij eerst illustreren hoe veelal meerdere vormen van rendement samenkomen in een private equity-transactie.

Voorbeeld: Private equity in actie: de overname van Celanese door Blackstone.³⁸

In 2003 nam de private equity-firma Blackstone, Celanese AG over voor een prijs van euro 32,50 per aandeel. De transactie met een totale overnamesom van euro 600 miljoen (eigen vermogen) werd in april 2004 afgerond. De totale ondernemingswaarde was op dat moment euro 3,1 miljard. Dit was destijds de grootste public-to-private-deal in Duitsland en daarmee een gedenkwaardige buy-out. Een belangrijke motivatie voor Blackstone om deze deal te doen was de geanticiperde onderwaardering van Celanese³⁹. Uitvoerige due dilligence en industrieanalyse leerde Blackstone dat in deze zeer cyclische industrie Celanese ondergewaardeerd was en dat de industrie dicht bij de bodem van een nieuwe cyclus was. Blackstone wilde profiteren van deze cyclische industrie door te proberen in de neergaande fase te kopen en het belang in de opgaande fase van de industrie weer te verkopen. Daarnaast zag Blackstone verschillende mogelijkheden om kosten te reduceren en zo het operationele resultaat te verbeteren en wilde ze op onderdelen de onderneming versterken door andere ondernemingen te kopen en die aan Celanese te koppelen.

De market timing pakte goed uit. De chemische industrie trok in 2004 sterk aan: de sectorindex steeg met 50% in 2004. Daarnaast wist het management van Celanese een aantal kostenbesparingsprogramma's door te voeren. Er werden ook twee acquisities gedaan om de positie van Celanese in de acetylmarkt te versterken, met name middels een lager kostenniveau via het behalen van schaalvoordelen. In september 2004, gaf Celanese een lening uit van 513 miljoen euro en keerde zij 500 miljoen euro uit aan het investeringsfonds van Blackstone. In 2005 bracht Blackstone Celanese weer terug naar de beurs (nu op de NYSE in de VS) en haalde daarmee voor de eerste tranche 800 miljoen euro op. Daarnaast trok ze nog eens voor euro 1,1 miljard euro aan vreemd vermogen aan en keerde ze een dividend uit van 803 miljoen euro. Vanaf het moment dat het investeringsfonds van Blackstone de aandelen van Celanese had gekocht (voor in totaal 600 miljoen euro) tot het moment dat ze haar

³⁸ Bronnen: Harvard Business Simulation Blackstone Celanese, 3712-HTM-ENG, juli 2014. Forbes, June 20, 2005: Bad Chemistry. Website Celanese.

³⁹ De zogeheten multiple waartegen Celanese werd verhandeld was volgens Blackstone te laag. Met multiple wordt een verhoudingsgetal bedoeld waarop de onderneming is gewaardeerd, bijvoorbeeld de price/earnings ratio of de enterprise value/EBITDA ratio.

aandelen weer had verkocht, in 2007, had ze in totaal uiteindelijk zes keer haar initiële investering terugverdiend, en dat in een periode van drie jaar. Dit voorbeeld laat een combinatie van factoren zien die hebben bijgedragen aan een extreem hoog rendement voor de investeerders: market timing (het timen van de cycli in de chemische sector), arbitrage met betrekking tot de waarderingsgrondslag (de multiple in de VS voor chemische bedrijven was hoger dan in Duitsland), kostenbesparingen en het gebruik van vreemd vermogensfinanciering.

Nadat Blackstone in 2007 haar laatste aandelen had verkocht, bleef het niveau van vreemd vermogen relatief hoog en had de onderneming in de periode daarna moeite om zichzelf te herfinancieren, mede door het uitbreken van de crisis. De operationele performance van Celanese bleef relatief goed.

Private equity is een tijdelijk governance-model. Boot en Cools (2007) noemen het een "reparatiemodel", waarbij een general partner andere partijen (limited partners en vreemd vermogensverschaffers) nodig heeft om voldoende middelen bijeen te brengen. De financiering met relatief veel vreemd vermogen zorgt voor hefboomeffect op het rendement op het eigen vermogen van de limited partners (bijvoorbeeld pensioenfondsen) en de general partner als hij er in slaagt tot een goede 'reparatie' te komen. Tegelijkertijd kunnen op deze manier er meer investeringen worden gedaan.

Hieronder zullen wij in twee subparagrafen illustreren hoe het financieren met vreemd vermogen het rendement (maar ook het risico) op het eigen vermogen vergroot, en van invloed is op de vergoeding die de general partner ontvangt (de carried interest).

2.1.2 Invloed van leverage op het rendement op investeringen

Het effect van leverage op het rendement kan het beste worden toegelicht met een gestileerd voorbeeld. Het doel van onderstaand voorbeeld is alleen om het effect van de mate van vreemd vermogensfinanciering op het rendement van het private equity-fonds te laten zien. Stel dat de waarde van de onderneming waarin het private equity-fonds wil investeren 100 is. Deze investering wordt eerst gefinancierd met 100% eigen vermogen, vervolgens met 50% eigen vermogen en tenslotte met 10% eigen vermogen.⁴⁰ Het resterende deel wordt telkens met vreemd vermogen gefinancierd. Stel dat het private equity-fonds voor 15% aan waarde (=15) weet toe te voegen (bijvoorbeeld via operationele verbeteringen of door groei).⁴¹ Wat is dan het rendement voor het private equity-fonds gegeven die drie verschillende financieringsvormen? Aangezien de extra waarde (15) toevalt aan de eigen vermogensverschaffers (in dit geval het private equity-investeringsfonds) is dat in het geval met 100%

⁴⁰ We hebben hier voor extreme waarden gekozen om het effect van vreemd vermogensfinanciering op het rendement inzichtelijk te maken.

⁴¹ Het voorbeeld is zo simpel mogelijk gehouden. We abstraheren in het voorbeeld gemakshalve van het effect van de kostenvoet van vreemd vermogen. Dit heeft geen invloed op het belangrijkste inzicht dat met dit voorbeeld wordt ontwikkeld zoals we later zullen laten zien.

eigen vermogenfinanciering 15%. In het geval met 50% vreemd vermogen loopt dit op tot 30% ($15/50 \cdot 100\%$), en in het geval met 90% vreemd vermogen zelfs tot 150% (zie ook onderstaande figuur).

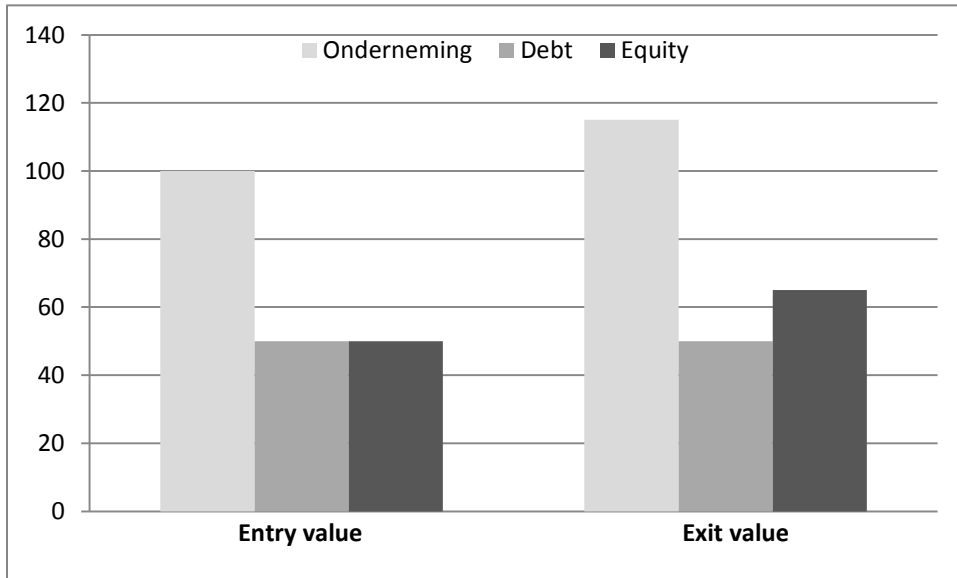
FIGUUR 2.1: Ontwikkeling van het rendement van de aandeelhouder bij een gelijke operationele waardecreatie (van 15) bij verschillende mate van vreemd vermogensfinanciering.

	Waarestijging van 15		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	15	15	15
Rendement als % van het eigen vermogen	15%	30%	150%

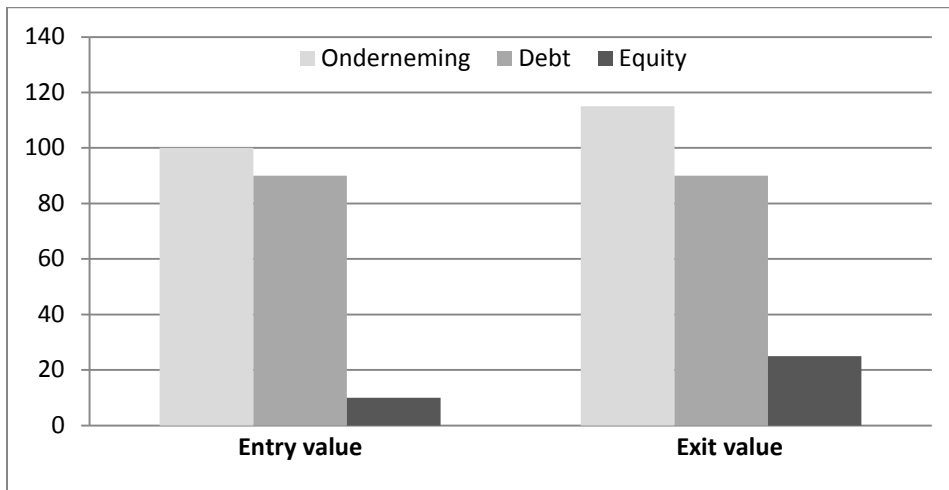
De onderstaande figuren laten vervolgens zien hoe de start- en eindwaardes van de onderneming en het eigen vermogen zich ontwikkelen bij de financiering met 50% en 90% vreemd vermogensfinanciering.⁴²

⁴² In het voorbeeld was geabstraheerd van de kostenvoet van vreemd vermogen. Indien deze in het bovenstaand voorbeeld bijvoorbeeld op 5% wordt gezet, leidt dit tot een rendement op het eigen vermogen van respectievelijk 15%, 25% en 105% bij de drie verschillende financieringsverhoudingen bij een gelijkblijvende kostenvoet van het vreemd vermogen. De positieve hefboomwerking van leverage op het rendement van het eigen vermogen blijft bestaan zolang de kostenvoet van het vreemd vermogen beneden de 15% blijft in dit voorbeeld.

FIGUUR 2.2: Ontwikkeling start- en eindwaardes gegeven 15 waardecreatie bij 50% eigen en 50% vreemd vermogensfinanciering van de investering.



FIGUUR 2.3: Ontwikkeling start- en eindwaardes gegeven 15 waardecreatie bij 10% eigen en 90% vreemd vermogensfinanciering van de investering.



Overigens is het van belang te benadrukken dat met meer leverage het rendement van de private equity-investeerder ook een grotere spreiding (dus risico) zal krijgen, gegeven een bepaalde constante onderliggende operationele waarde-ontwikkeling. Stel dat er maar twee mogelijke scenario's zijn; de waarde toevoeging is 15 of er is een waardedaling van 5. Wat is het extra rendement op het geïnvesteerde vermogen voor het private equity-fonds bij een eigen vermogensfinanciering van wederom 100%, 50% en 10% in het geval er sprake is van een waardedaling? Deze zijn achtereenvolgens

-5%, -10% en -50%. Hoe hoger de leverage, hoe hoger het positieve maar ook het negatieve rendement op het eigen vermogen. Dus een hoger verwacht rendement gaat hand in hand met meer risico.

FIGUUR 2.4: Effect van (operationele) waardedaling van 5 op het rendement van de eigen vermogensverschaffer.

	Waardedaling van 5		
	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Waardecreatie	-5	-5	-5
Rendement als % van het eigen vermogen	-5%	-10%	-50%

2.1.3 Het effect van leverage op de beloning van de general partner

De general partner van het private equity-fonds ontvangt een beloning in de vorm van een management fee en een aan de prestatie van het fonds gerelateerde fee (de zogeheten carried interest). Hier laten we zien wat de invloed is van de financieringswijze van de overname op de carried interest van de general partner. Neem aan dat er een hurdle is van 8% in het contract. Dit betekent dat de general partner zijn carried interest pas ontvangt als er door de limited partners tenminste 8% rendement is behaald op de investering. Indien deze 8% behaald is, krijgt de general partner vervolgens eerst al het vervolgenrendement totdat zijn 20% rendement behaald is (dit wordt aangeduid met de term catch-up). Eventueel verder behaald rendement wordt vervolgens via de 80% (voor de limited partners), 20% (voor de general partners) verhouding verdeeld. Het totaal van deze prestatie-afhankelijke variabele beloning voor de general partner is de carried interest.

Om het effect van leverage op de carried interest te laten zien, gaan we uit van het in paragraaf 2.1.2 gebruikte voorbeeld. Veronderstel een 20% carried interest op het, boven de hurdle van 8%, behaalde rendement. Hoewel in werkelijkheid de carried interest in de regel op het fondsniveau wordt berekend starten we er hier gemakshalve mee dat er maar één investering is gedaan vanuit het fonds en dat alle waarde in één jaar gecreëerd wordt. We veronderstellen een totale operationele waardecreatie binnen de onderneming van 15 op een ondernemingswaarde van 100. We laten de carried interest zien in drie gevallen; respectievelijk 100%, 50% en 10% eigen vermogen financiering.⁴³

van 8% over hun investering (=108). Vervolgens ontvangt de general partner een bedrag zodanig dat hij op basis van het tot dan toe uitgekeerde bedrag een rendement heeft van 20%. Dit is 25% van 8 is 2. Het

⁴³ We houden de management fee gemakshalve buiten beschouwing in dit voorbeeld.

restant ($15-8-2=5$) wordt verdeeld over de general partner en de limited partner conform de 20/80 regel. De general partner krijgt hiervan dus nog $0,2 \times 5 = 1$. In totaal krijgt de general partner bij 100% eigen vermogenfinanciering een carried interest (de prestatie-afhankelijke beloning van de general partner) van 3. Indien we dit voor de verschillende financieringsverhoudingen doen zien we dat in alle gevallen de general partner 3 ontvangt (zie figuur 2.5). Dit lijkt te suggereren dat de general partner indifferent is met betrekking tot de financieringsverhoudingen, maar dat is alleen als we naar één investering kijken. Door met meer vreemd vermogen te financieren kan hij echter, gegeven de omvang van zijn investeringsfonds, meer projecten financieren, en dus zijn totale compensatie, over alle projecten tezamen, verhogen. Stel dat zijn fonds een omvang van 100 aan eigen vermogen heeft dan kan er bij alleen eigen vermogenfinanciering één investering van 100 worden gedaan. Met 50% vreemd vermogen is er 200 om te investeren (100 eigen, en 100 vreemd vermogen), en dus kunnen er twee projecten van 100 worden gedaan, en dus twee keer een carried interest worden verkregen. Bij 90 % vreemd vermogen kunnen zelfs 10 van dergelijke projecten worden gedaan die elk bijdragen aan de carried interest van de general partner. We zien dus dat de totale carried interest kan stijgen naarmate de leverage toeneemt.⁴⁴ Belangrijk is wel te onderkennen dat de carried interest op fondsniveau wordt berekend dus als er één investering geen goed rendement oplevert dit ten koste gaat van de totale carried interest.

Het is duidelijk dat er ook vanuit de general partner van het private equity-fonds een belang kan zijn om de investering in de onderneming zoveel mogelijk met vreemd vermogen te financieren. De totale carried interest die een general partner met zijn fonds kan behalen wordt hiermee positief beïnvloed.

FIGUUR 2.5: Ontwikkeling van de carried interest van een project bij verschillende financieringsverhoudingen.

	100% EV	50% EV	10% EV
Waarde onderneming	100	100	100
Eigen vermogen	100	50	10
Vreemd vermogen	0	50	90
Operationele waardecreatie	15	15	15
Waarde eigen vermogen exit	115	65	25
Hurdle rate (8%)	108	54	10,8
Overwinst boven hurdle	7	11	14,2
Catch up GP (tot 20%)	2	1	0,2
Resterende carried Interest GP	1	2	2,8
Totale Carried interest GP	3	3	3

⁴⁴ In het voorbeeld in figuur 3 is aangenomen dat er een voldoende hoge cash flow is om zowel de hurdle als de catch-up uit te keren.

3 Ontwikkelingen op de markt voor private equity sinds 2007

In dit hoofdstuk staan ontwikkelingen op de markt voor private equity centraal. Eerst voor de markt voor private equity als geheel. Vervolgens beschouwen we de buy-out-markt en kijken we naar ontwikkelingen specifiek voor de Nederlandse markt. Tenslotte geven we inzicht in de effecten van de kredietcrisis op de markt voor private equity.

3.1 Markt voor private equity

Tabel 3.1 geeft een overzicht uit 2015 van de grootste private equity-firma's ter wereld in termen van vermogen dat zij over de voorafgaande vijf jaar hebben aangetrokken. Op basis van dit overzicht is Carlyle de grootste private equity-onderneming met 32 miljard dollar aangetrokken vermogen.

TABEL 3.1: Overzicht van grootste private equity-ondernemingen gebaseerd op een in een 5-jaar periode, van 2010-2015, opgehaald vermogen (in miljoenen dollars).

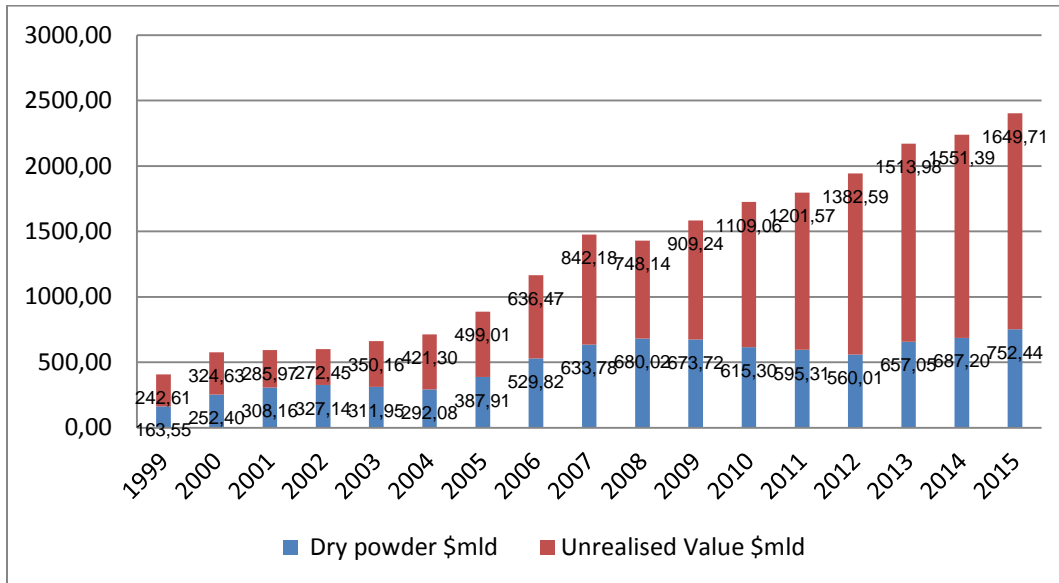
Rang	Private equity-firma	Locatie hoofdkantoor	PEI 300 vijfjarig gemiddelde fundraising (\$m)
1	The Carlyle Group	Washington, DC	\$31.906,72
2	TPG	Fort Worth	\$30.332,95
3	Kohlberg Kravis Roberts	New York	\$29.105,10
4	The Blackstone Group	New York	\$25.565,89
5	Apollo Global Management	New York	\$22.200,00
6	CVC Capital Partners	London	\$21.178,40
7	EnCap Investments	Houston	\$21.147,83
8	Advent International	Boston	\$15.735,37
9	Warburg Pincus	New York	\$15.243,00
10	Bain Capital	Boston	\$14.565,47

Bron: Private Equity International

De grootste spelers op deze markt zijn Amerikaanse firma's; uit de top tien is alleen CVC gevestigd in Londen. De eerste Nederlandse private equity-firma op deze lijst is Alpinvest op plek 91 met een aangetrokken vermogen over de afgelopen vijf jaar van 3,4 miljard dollar. Alpinvest is enigszins atypisch. Alpinvest is oorspronkelijk opgezet om de private equity investeringen van APG en PGGM te beheren. In 2011 hebben zij Alpinvest verkocht aan het management van Alpinvest en Carlyle (een Amerikaanse private equity-investeerder). Naast eigen investeringen beheert het ook een omvangrijke portefeuille beleggingen in private equity-fondsen en functioneert zodanig tevens als een zogeheten 'fund of funds'. Opvallend is verder ook dat vier van de tien grootste private equity-firma's tegenwoordig zelf beursgenoteerd zijn (KKR, Blackstone, Carlyle en Apollo Global Management Group).

Figuur 3.1 geeft de ontwikkeling van de totale waarde van private equity-fondsen wereldwijd weer. De wereldwijde markt voor private equity-fondsen, heeft in 2015, een omvang van 2,400 miljard dollar in termen van beheerd vermogen (assets under management).⁴⁵ Het nog niet benutte deel van deze investeringsfondsen (aangeduid met de term ‘dry powder’) was in 2015 752 miljard dollar. Grofweg 1,400 miljard dollar aan beheerd vermogen zit in buy-out-fondsen. In 2015 is er wereldwijd voor 288 miljard dollar aan nieuw vermogen door private equity-fondsen aangetrokken (Preqin 2016, p.7).

FIGUUR 3.1: Ontwikkeling beheerd vermogen private equity-fondsen wereldwijd.



Bron: Preqin; achtereenvolgens zijn hierin meegenomen buy-out, growth, venture en overige private equity-fondsen.

Private equity ontwikkelt zich in golven. De eerste golf in private equity-financiering was in de jaren tachtig van de vorige eeuw en richtte zich vooral op herstructureren van inefficiënte conglomeraten in de VS. Ondersteund door een bloeiende markt van hoog rentedragende obligaties was er middels private equity-transacties een groot operationeel verbeterpotentieel bij deze conglomeraten. De hoge rendementen die met deze transacties behaald werden, zorgden voor een toenemend aanbod van private equity-vermogen en een oplopende prijs voor acquisities. Als gevolg hiervan liepen de rendementen sterk terug (zie Wright et al., 2001) en nam vervolgens ook het aanbod van private equity-vermogen sterk af. De tweede golf ontwikkelde zich begin jaren negentig van de vorige eeuw met de sterke groei van de economie. Deze was meer gericht op zogeheten ‘financial engineering’ en groeifinanciering en werd mede gestimuleerd door de zeer gunstige markt voor beursintroductions, een belangrijke exit-mogelijkheid voor private equity. Dalende beurskoersen en daarmee samenhangende minder succesvolle exits via de beurs eind 1999 luiden het einde in van deze tweede golf. De derde golf van private equity-financiering had zijn oorsprong in de economische groei vanaf 2002 (zie Smit en Van

⁴⁵ Meting per Juni 2015, zie Preqin Global Private Equity and Venture Capital Report 2016, p.7.

den Berg, 2007). Gevoed door een aantrekkelijk beursklimaat was de derde golf meer gericht op 'buy en build'-strategieën (waarbij private equity-firma's de ondernemingen door hetzij organische groei of middels overnames lieten groeien) en consolidatie binnen de sector. Het hoogtepunt van deze golf werd bereikt op het moment dat de kredietcrisis begon, in 2007. Deze golf werd gevoed door hoge waarderingen op de aandelenmarkt en zeer gunstige financieringsmogelijkheden: een lage rente en financiering tegen weinig restrictieve leenvoorwaarden. Op dit moment is wereldwijd het aanbod van vermogen voor private equity terug op een hoog niveau. De investeringen van private equity zijn de afgelopen jaren echter nog niet heel hard gestegen.

De golfbewegingen in private equity-investeringen (en daaronder liggende gecommiteerde bedragen) kunnen deels worden verklaard door de onderliggende financieringsomstandigheden. Een hypothese is dat private equity profiteert van relatieve over- of onderwaardering van vreemd en eigen vermogensmarkten: als de kosten van vreemd vermogenfinanciering relatief laag zijn, maken private equity-partijen daar gebruik van. Dat suggereert dat er meer vermogen beschikbaar komt en er meer transacties zijn indien de markt voor vreemd vermogen relatief gunstig is. Dit zou mogelijkwijs de eerste golf (met het ontstaan van de junk bond markt in de VS) en de derde golf kunnen verklaren (zie Kaplan en Strömberg, 2009). Met name de periode tot aan de kredietcrisis werd gekenmerkt door zeer gunstige condities ten aanzien van terugbetalingstermijnen en leningsvoorwaarden in financieringscontracten (zie Demoriglu en James, 2007).⁴⁶ Deze cycliciteit komt ook tot uitdrukking in de prijzen die betaald werden voor overnames in LBO's (leveraged buy-outs). Kaplan en Stromberg (2009) laten zien dat de relatieve waarderingen aan het einde van iedere golf steeds het hoogst zijn.

Ook de hoeveelheid gebruikte leverage (financiering met vreemd vermogen) blijkt per golf te verschillen. Werd in de jaren tachtig nog gefinancierd met gemiddeld slechts 10-15% eigen vermogen, in de tweede golf was dat gestegen tot 30%. In de meest recente periode (2010-2014) ligt dit eerder boven de 40%.⁴⁷ Ook een analyse van interest coverage ratios⁴⁸ laat zien dat deze bij de eerste golf het laagste waren en in de tweede en derde golf hoger (zie Kaplan en Strömberg, 2009).

⁴⁶ Shivdasani en Wang (2011) laten zien dat de LBO-golf van 2004-2007 deels gevoed werd door de groei in gesecuritiseerde leningen (Collateralized Debt Obligations). Banken die hierin actief waren verschaften meer krediet tegen gunstigere voorwaarden. Zie voor een verdere discussie hoofdstuk 4.1.2.

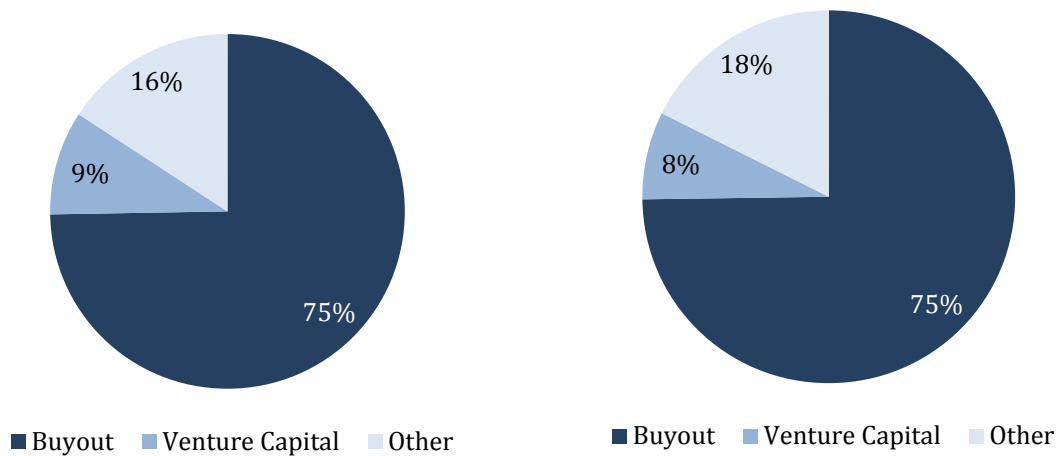
⁴⁷ Zie onder meer Gatti en Chiarella (2015) en Roland Berger: *What is holding back returns of European private equity*, January 2016.

⁴⁸ De interest coverage ratio is gedefinieerd als EBITDA over rentelasten.

3.2. De buy-out-markt

In dit rapport ligt de focus op buy-outs als onderdeel van private equity. Figuur 3.2 laat het relatieve belang van buy-outs in de EU en in Nederland ten opzichte van andere vormen van private equity zien. Naast buy-outs vormt venture capital de tweede belangrijke categorie binnen private equity. Hoewel de twee vormen niet altijd exact kunnen worden onderscheiden richten we ons in deze studie zoveel mogelijk op buy-outs.

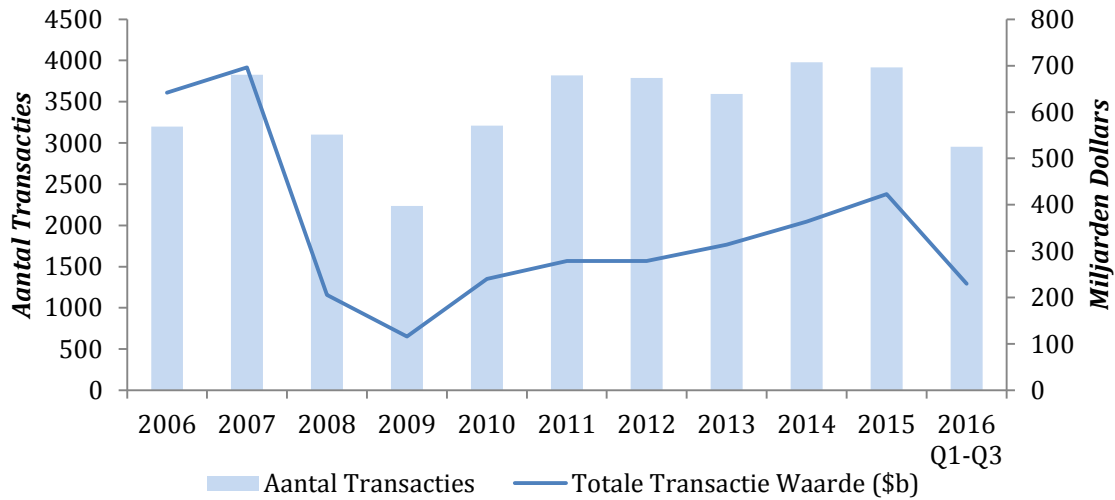
FIGUUR 3.2: Relatieve waarde verschillende vormen private equity (gemiddeld over 2007-2015) in EU en Nederland.



Bron: Invest Europe, country tables, 2007-2015, table 26. Venture capital is gedefinieerd als 'seed', 'start-up' en 'later stage venture growth'. Other is 'replacement capital and rescue turnaround'.

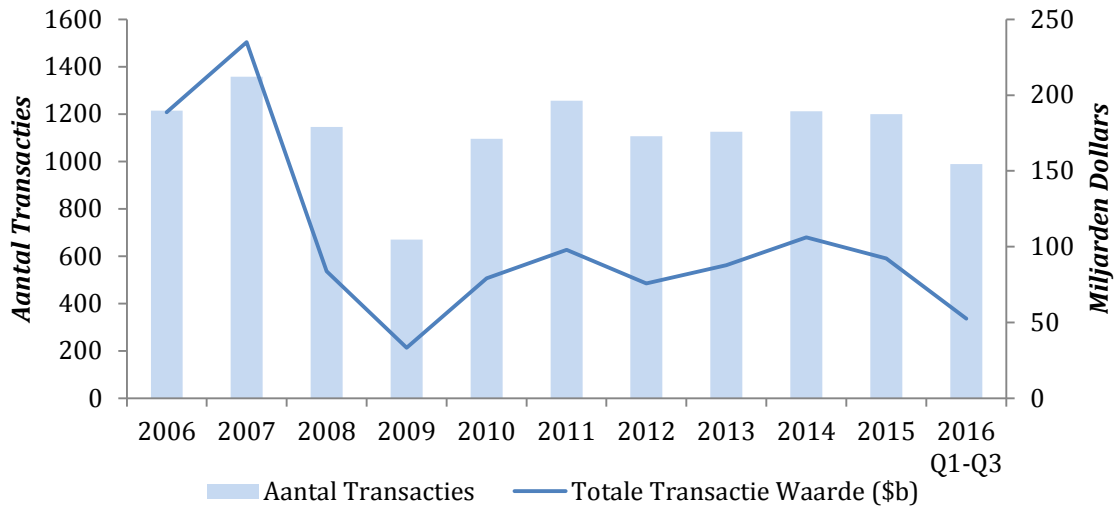
Figuur 3.3 geeft een overzicht van de ontwikkeling van de buy-out-markt met de totale waarde van door private equity gefinancierde buy-outs per jaar wereldwijd over de periode 2006-2016. Figuur 3.4 geeft deze informatie weer voor Europa, en figuur 3.5 geeft dezelfde informatie met opsplitsing per regio. Hieruit blijkt dat 2006-2007 de topjaren waren voor buy-outs. Daarna sloeg de kredietcrisis toe met vooral in 2009 aanzienlijk lagere investeringen. In de jaren daarna lijkt de markt zich weer wat te stabiliseren.

FIGUUR 3.3: Aantal en totale waarde van private equity buy-out deals per jaar wereldwijd 2006-2016.



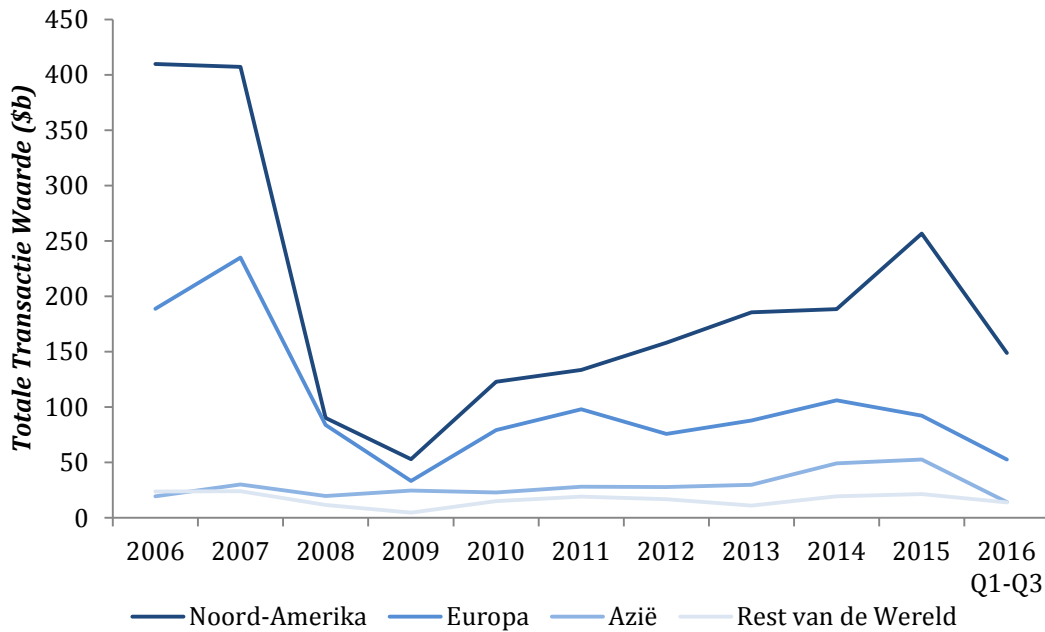
Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016.

FIGUUR 3.4: Aantal en totale waarde van private equity backed buy-out deals per jaar in Europa 2006-2016.



Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

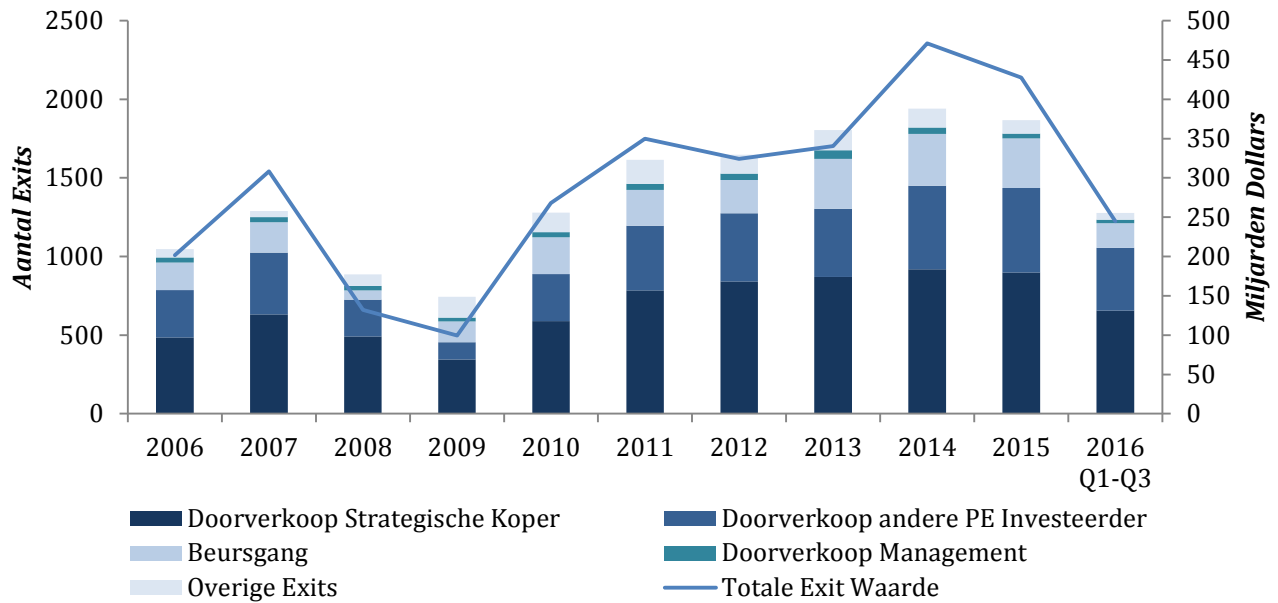
FIGUUR 3.5: Totale waarde per jaar van private equity-backed buy-outs per regio over de periode 2006-2016.



Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

In figuur 3.6 wordt inzicht gegeven in de verschillende manieren waarop de private equity-fondsen afscheid nemen van de ondernemingen waarin is geïnvesteerd. Het meest voorkomend is de verkoop aan een strategische koper, gevolgd door de verkoop aan een ander private equity-fonds (ook wel secondary buy-out genoemd). Daarna volgt een beursgang.

FIGUUR 3.6: Exits van private equity-investeringen naar exit type per jaar 2006-2016, wereldwijd.

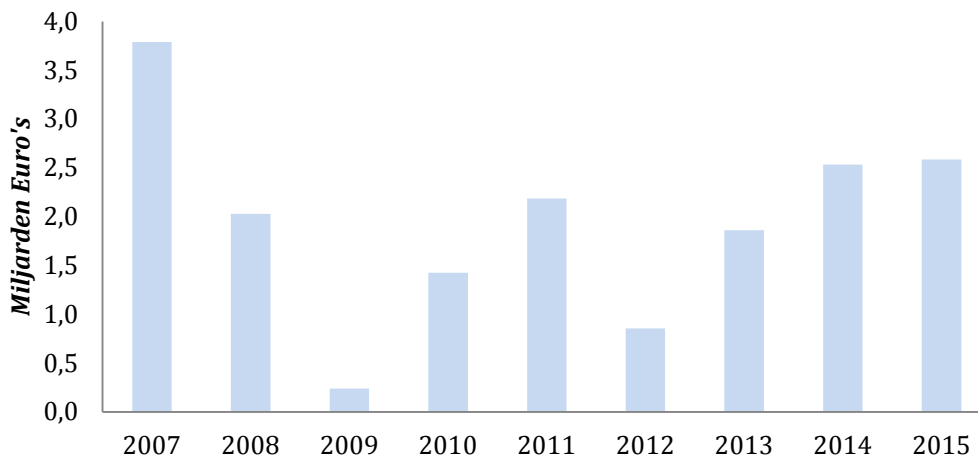


Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

3.3 Private equity in Nederland

Figuur 3.7 laat de ontwikkeling van alle private equity buy-outs in Nederlandse ondernemingen zien. Net als in Europa zien we dat de markt voor private equity-investeringen vanaf het begin van de crisis sterk terugliep met een dieptepunt in 2009. Daarna herstelde de markt zich en ligt deze op een hoger niveau dan voor 2006.

FIGUUR 3.7: Overzicht ontwikkeling buy-out-investeringen in Nederland (opgave Europese PE-fondsen) in miljarden euro's.



Bron: Invest Europe country tables, 2007-2015, table 26.

Tabel 3.2 laat zien dat het belang van private equity per jaar als percentage van het Bruto Binnenlands Product (BNP), tussen 2007 en 2015, varieert tussen de 0,14 en 0,75%. Dit is hoger dan de daaraan voorafgaande periode. In de periode 2000-2006 varieerde dit tussen de 0,23 en 0,45% en de periode daarvoor was dit lager (zie voor eerdere cijfers hierover De Jong et al., 2007, tabel 3.4). Tabel 3.3 geeft deze informatie voor private equity buy-outs. Voor wat betreft de omvang van private equity buy-outs ten opzichte van de emissies op de aandelenmarkt, valt op dat in 2008 er meer met private equity wordt gefinancierd dan dat er door beursgenoteerde ondernemingen aandelen worden uitgegeven. Ook als we kijken naar het relatieve belang van private equity buy-outs als percentage van de totale overnamemarkt zien we dat dit in sommige jaren substantieel is. In de periode 2007-2015 varieert dit tussen de 20% (in 2007) en 1,17% in 2012.⁴⁹

⁴⁹ Voor de gehele wereld varieert dit percentage tussen de 27,5% (in 2006) en 10% in 2014.

TABEL 3.2: Relatief belang van Private equity-investeringen in Nederland.

Jaar	Private Equity- Investerings <i>in €b</i>	Private Equity- Investerings <i>als % van BBP</i>
2007	4,63	0,75%
2008	2,78	0,44%
2009	0,89	0,14%
2010	2,06	0,33%
2011	2,89	0,45%
2012	1,38	0,21%
2013	2,37	0,36%
2014	3,25	0,49%
2015	3,30	0,50%

Bronnen: Data private equity-investeringen: Invest Europe country tables, 2007-2016, table 26. Data BBP Eurostat.

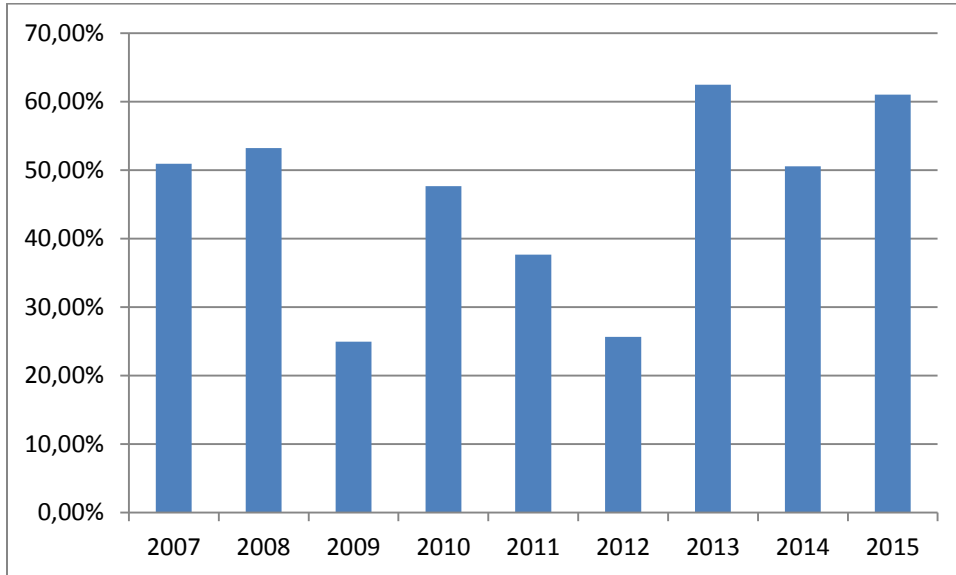
TABEL 3.3: Relatieve belang van private equity buy-outs in Nederland.

Jaar	Private Equity buy-outs <i>in €b</i>	Private Equity buy-outs <i>als % van BNP</i>	Private Equity buy- outs <i>als % van emissie op kapitaalmarkt</i>	Private Equity buy- outs <i>als % van overname markt in Nederland</i>
2007	3,8	0,62%	15,0%	20,09%
2008	2	0,31%	202,0%	2,09%
2009	0,24	0,04%	2,1%	1,51%
2010	1,4	0,22%	14,2%	8,14%
2011	2,2	0,34%	80,6%	12,19%
2012	0,9	0,14%	176,5%	1,17%
2013	1,9	0,30%	28,3%	3,19%
2014	2,5	0,38%	27,3%	3,13%
2015	2,6	0,39%	36,4%	8,32%

Bronnen: Data buy-outs: Invest Europe country tables, 2007-2016, table 26; Data BBP Eurostat en emissie kapitaalmarkt: De gegevens voor het bruto binnenlands product zijn afkomstig van Eurostat. De gegevens van op de Euronext Amsterdam genoteerde aandelen zijn afkomstig van De Nederlandsche Bank (DNB). Het betreft de som van de opbrengst van aandelenemissies door financiële instellingen (exclusief beleggingsfondsen), verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en niet-financiële vennootschappen. Het gaat alleen om emissies uitgegeven door Nederlands ingezetenen. Data overnamemarkt: Zephyr.

Kijken we naar private equity-investeringen door buitenlandse fondsen in Nederlandse bedrijven dan zien we dat het percentage van de investeringen van deze buitenlandse fondsen ten opzichte van het totaal (binnenlands en buitenlands) in de periode tussen 2007 en 2015 schommelt tussen de 25 en iets meer dan 60%. De laatste drie jaar is dit percentage steeds boven de 50% geweest (zie figuur 3.8). De grootste groep buitenlandse investeerders in Nederland zijn afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk.⁵⁰

FIGUUR 3.8: Deel van private equity-investeringen in Nederland gefinancierd door buitenlandse private equity-fondsen over 2007-2015.

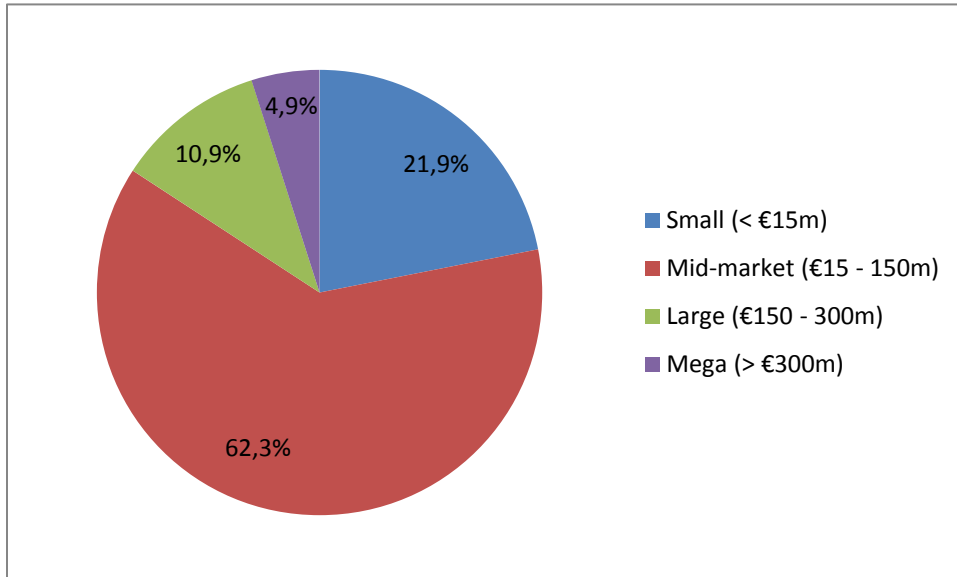


Bron: Invest Europe, Country Tables 2007-2015, table 45.

Figuur 3.9 geeft inzicht in verdeling van buy-outs naar omvang. Omvang is hier gemeten als de inbreng van eigen vermogen. Hieruit blijkt dat over de periode 2007-2015 meer dan 60% van de buy-outs tussen de 15 en 150 miljoen euro ligt (eigen vermogen inbreng).

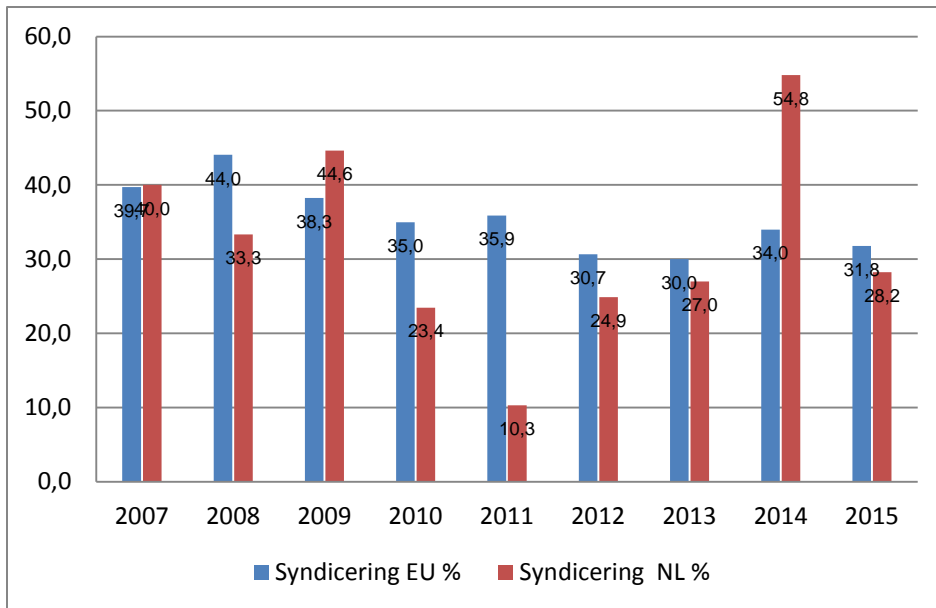
⁵⁰ Dit kan wat vertekenen. Wellicht dat veel Amerikaanse private equity-firma's investeren vanuit hun kantoor in het Verenigd Koninkrijk. Dit wordt dan geteld als investering vanuit Verenigd Koninkrijk.

FIGUUR 3.9: Indeling in grootte van financiering in eigen vermogen van buy-outs, gemiddelden over de periode 2007-2015.



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015, table 24.

FIGUUR 3.10: Mate van syndicering van private equity-investeringen per jaar van 2007-2015 in Nederland en EU.



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015, table 20.

Figuur 3.10 geeft zicht op de mate van syndicering (als er meer dan één private equity-firma betrokken is bij een buy-out). Dit ligt in de periode 2007-2015 in Nederland tussen de 10 en 55% van de investeringen per jaar. Syndicering komt regelmatig voor, en de mate waarin dit gebeurt, wijkt niet systematisch af met de rest van de Europese Unie.

Twee andere belangrijke ontwikkelingen in de markt voor private equity zijn de rol van co-financiering en de ontwikkeling van een tweedehands markt waarop limited partners hun belang (wat in principe illiquide is) toch kunnen verkopen aan andere limited partners. Co-financiering is het verschijnsel waarbij de private equity-fondsen de limited partners uitnodigen om ook direct mee te investeren in bepaalde fonds-investeringen. Er zijn geen gegevens bekend over de omvang van deze markt van co-financiering. Sinds kort is er een onderhandse markt in ontwikkeling die het mogelijk maakt voor limited partners om hun in principe illiquide investering in een fonds te verhandelen.⁵¹ Limited partners kunnen zo onderling hun investeringen in private equity optimaliseren (qua timing, sector, etc.). Deze (onderhandse) markt is nog zeer klein en met name in het Verenigd Koninkrijk. Ook over de omvang van deze markt is geen cijfermateriaal bekend.

Figuur 3.11 geeft aan hoe private equity-investeringsfondsen afscheid nemen van hun overnames in Nederland. Dit levert een vergelijkbaar beeld op met de wereldwijde trends (zie figuur 3.6): verkoop aan een strategische partij (een andere onderneming) komt het meest voor, gevolgd door een beursgang en doorverkoop aan een ander private equity-fonds. Deze doorverkopen (secondary buy-outs) nemen in belang toe. Twee bekende voorbeelden van Nederlandse ondernemingen die doorverkocht zijn aan andere private equity-fondsen zijn Intertrust verkocht door het Nederlandse private equity-fonds Waterland aan het Amerikaanse Blackstone in 2012, en Hunkemöller dat in 2015 verkocht is door de Franse investeringsmaatschappij PAI aan het Amerikaanse Carlyle.

Een verklaring voor secondary buy-outs is allereerst te vinden in de fondsstructuur. Als het investeringsfonds aan het einde van haar looptijd komt, moet het private equity-fonds haar investering in een onderneming afstoten. Indien in de onderneming nog voldoende verbeter- of groeipotentieel zit kan het interessant zijn om deze door te verkopen aan een ander private equity-fonds.⁵² Het kan ook gebeuren dat een general partner meer opportunistische redenen heeft om al vroegtijdig uit een onderneming te stappen, bijvoorbeeld omdat zij er voordeel bij heeft om over een bepaalde tijdsperiode een goede IRR te kunnen rapporteren. Dit zou kunnen helpen bij het ophalen van geld voor nieuwe fondsen.⁵³ Het kan ook zijn dat de verschillende opeenvolgende private equity-partijen gespecialiseerd zijn in verschillende fases (bijvoorbeeld een op operationele verbeteringen en vervolgens op groei).⁵⁴ Tenslotte kan de onderneming aan een ander private equity-fonds worden doorverkocht omdat dat relatief gemakkelijker toegang heeft tot extra vreemd vermogen.

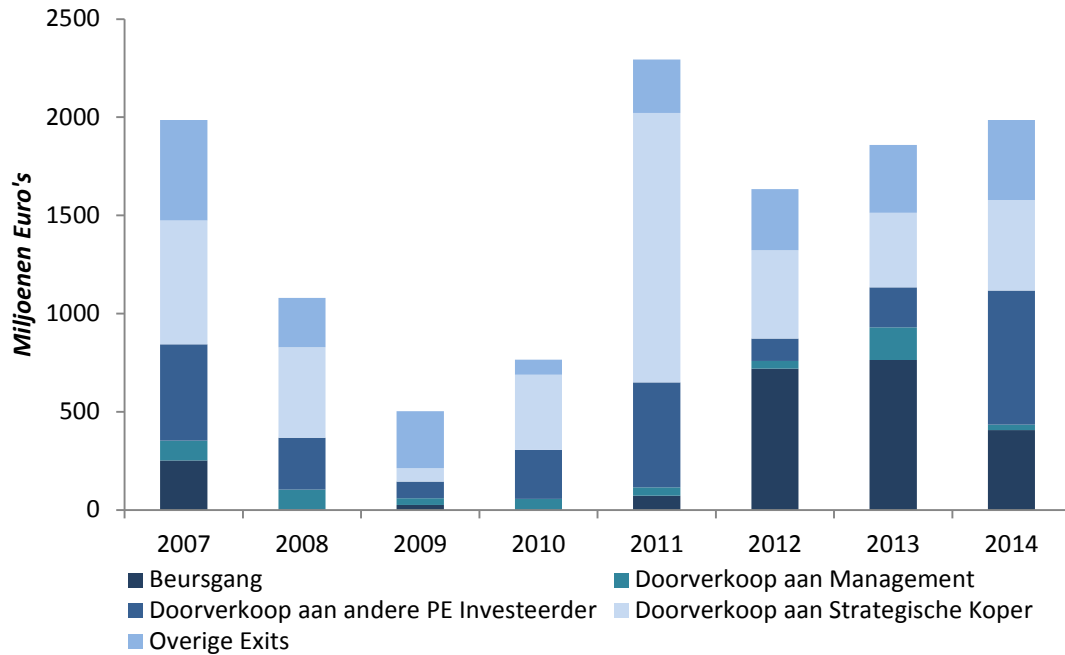
⁵¹ Zie Gilligan en Wright (2014, p. 59, p. 87 en 88).

⁵² Doorverkopen aan een ander fonds van dezelfde private equity-firma wordt in de limited partner agreements normaal gesproken uitgesloten om mogelijke belangenconflicten te voorkomen.

⁵³ Zie bijvoorbeeld Phalippou (2008) voor een discussie.

⁵⁴ Zie Wang (2013) en Achleitner and Figge (2014).

FIGUUR 3.11 : Desinvesteringen (exits) van private equity in Nederland gedurende de periode 2002-2014 ingedeeld naar type exit.



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015, table 39.

Ontwikkeling private equity-firma's in Nederland

In 2015 waren er in Nederland 152 private equity-firma's met een hoofdkantoor in Nederland waarvan 48 in buy-out en 69 in venture capital actief waren en 35 die in zowel buy-outs als venture capital actief zijn.⁵⁵ Het betreft hier zowel de eerdergenoemde partnerships, maar ook zogeheten captives. Captives zijn private equity-firma's die deel uitmaken van een financiële instelling en het geld deels van deze instelling gebruiken, in plaats van dit uit de markt op te halen; voorbeelden zijn Rabo Private Equity en ABN AMRO Participaties. Deze captives waren in de periode 2007-2015 verantwoordelijk voor gemiddeld 23% van alle private equity investeringen in Nederland. Het overgrote deel is echter afkomstig van de onafhankelijke private equity-investeringsfondsen.⁵⁶

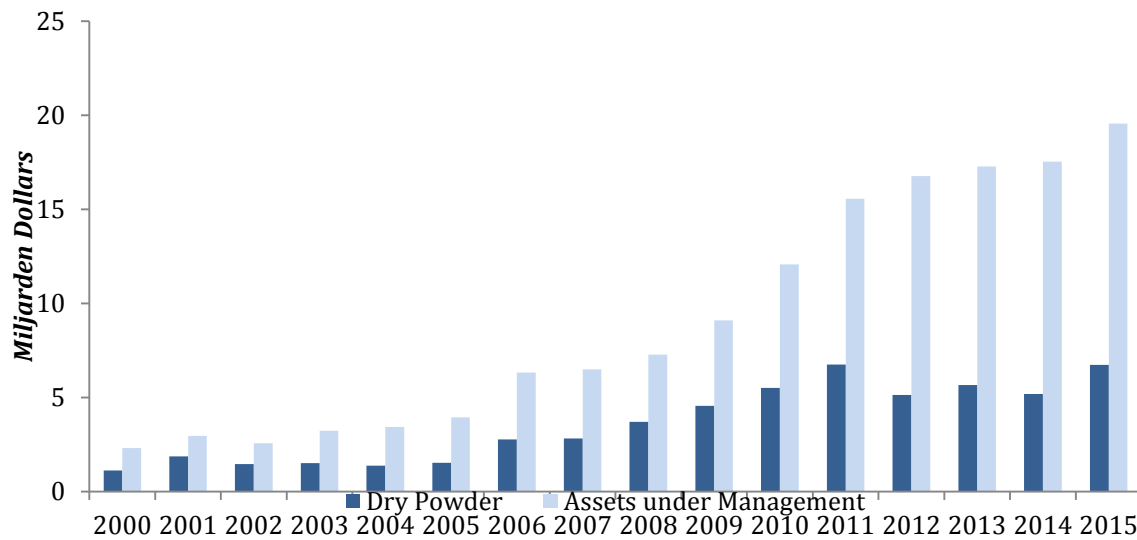
Het totale bedrag aan beheerd vermogen (assets under management) van deze Nederlandse private equity-fondsen eind 2015, bedraagt bijna 21 miljard euro, waarvan iets meer dan 14 miljard euro voor

⁵⁵ Bron: Invest Europe country tables 2007-2015, Netherlands.

⁵⁶ Naast de verstrekkingen door de onafhankelijke private equity-firma's (partnerships) en captives, wordt er nog gemiddeld zo'n 2 a 3% vanuit de publieke sector risicodragend vermogen verstrekt. Bron: Invest Europe country tables 2007-2015.

buy-outs is. Preqin data over private equity assets under management van Nederlandse private equity-firma's over de periode 2000-2015 laten een sterke groei zien (zie figuur 3.12).⁵⁷

FIGUUR 3.12: Ontwikkeling Assets under management en dry powder in Nederland over de periode 2000-2015.



Bron: Preqin.

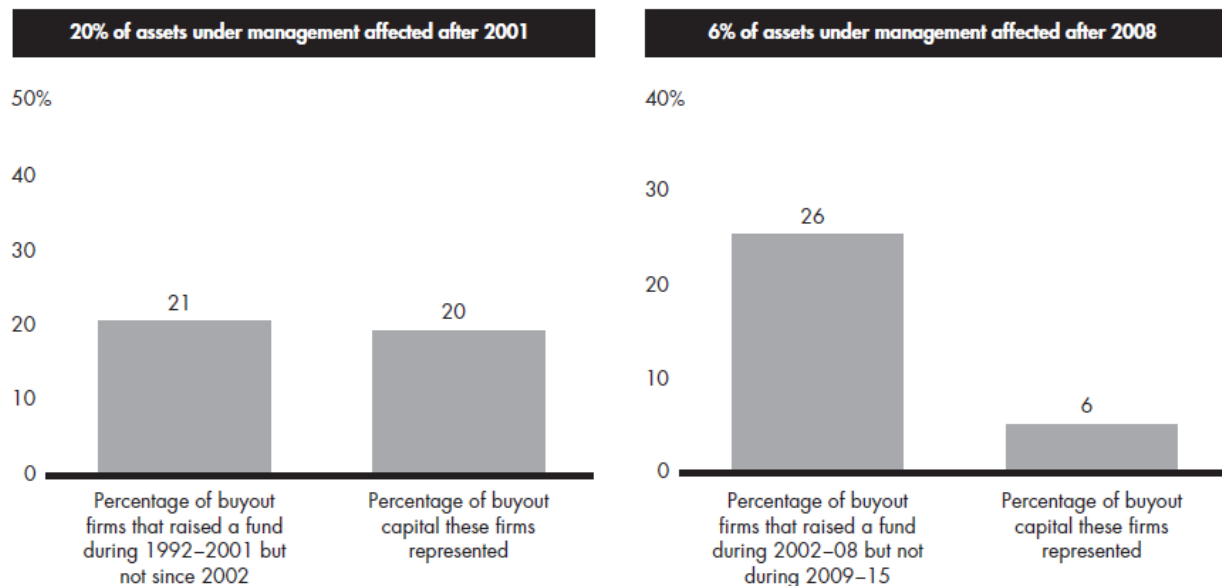
⁵⁷ Het is niet duidelijk of en hoe Alpinvest in deze cijfers is meegenomen. Alpinvest had eind 2015 een beheerd vermogen van euro 39 miljard. Daarnaast opereert Alpinvest als een belegger in private equity-fondsen naast hun eigen private equity-investeringen.

3.4 Het effect van de kredietcrisis op de markt voor private equity

Het effect van de crisis op private equity bleek al uit verschillende eerdere figuren en tabellen. De ontwikkeling in het door private equity-fondsen aangetrokken vermogen wereldwijd (zie Bain, 2016) is in de periode 2009-2012 flink gedaald, maar niet onder het niveau van 2004. In Nederland is dit minder goed zichtbaar; het niveau van het totaal aan beheerd vermogen in de Nederlandse private equity-investeringsfondsen is gedurende deze periode gestaag doorgegroeid (zie figuur 3.12). Wel zien we een belangrijke daling van de investeringen van de private equity-fondsen in met name 2009 (wereldwijd, zie figuur 3.3, voor de EU zie figuur 3.4, en voor Nederland, zie figuur 3.7).

Een analyse van Bain (2016), zie figuur 3.13, laat zien dat de recente crisis uiteindelijk minder effect heeft gehad op de omvang van de wereldwijde private equity-markt dan die van 2001-2002. Toen verdween grofweg 21% van de buy-out-fondsen, en vertegenwoordigde dit 20% van de totale waarde van door private equity beheerd vermogen.⁵⁸ In de meer recente crisis verdween ongeveer 26% van de buy-out-fondsen, maar het betrof hier slechts 6% van de waarde van het beheerd vermogen. Het betreft hier dus vooral de kleinere en wellicht jongere fondsen die door de crisis geraakt zijn.

FIGUUR 3.13: De invloed van kredietcrisis op private equity-fondsen.



Note: "Dead" firms do not include investment banks forced to terminate PE activities due to regulatory changes; Bain determines a PE firm dead if it has not raised a buyout fund since 2008 and Preqin lists the firm as no longer active or as not currently investing; Bain also considers the firm dead if it has stated that it will not raise another fund or the firm meets two of these four criteria: has less than \$50 million in dry powder, has not made an investment in two years, its last fund was in fourth quartile, or had a major SEC lawsuit
Source: Preqin

Bron: Bain (2016, p. 3).

⁵⁸ 'Verdween' in de zin dat de PE-firma's door wie deze fondsen waren geïnitieerd, geen vervolgfondsen meer opzetten. Er kwam dus geen opvolging op het moment dat deze fondsen afliepen.

Naast op de omvang en het aantal private equity-fondsen heeft de kredietcrisis invloed gehad op de prestaties van de ondernemingen waarin door private equity geïnvesteerd is. Door de crisis hadden deze het uiteraard moeilijker en waren ook mogelijkheden minder ruim voorhanden om de onderneming weer te verkopen. Dit heeft een negatieve invloed gehad op de periode waarover de ondernemingen in het fonds zijn gehouden.⁵⁹ Dit kan mogelijk ook leiden tot meer faillissementen, zeker indien de buy-outs met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd. Positief in dit kader voor de ondernemingen en private equity-fondsen was wellicht dat leningen in de hoogtijdagen van private equity in 2006 en 2007 zogeheten 'covenant-light' waren; banken hadden leningen verstrekt zonder daar veel specifieke leenvoorwaarden aan te verbinden. Mede hierdoor kwamen de investeringen van de private equity-fondsen minder snel in de problemen. Daarbij werden ze ook nog geholpen door lage rentestanden. De 'covenant light'-leningen van banken waren mede mogelijk door de in die periode zeer ruime mogelijkheid van banken om deze leningen te securitiseren.

Shivdasani and Wang (2011) laten zien dat de LBO-golf in de periode 2004-2007 gevoed werd door de markt voor gesecuritiseerd krediet. LBO-leningen van banken die actief waren als grote CDO onderwriters (die securitiseren dus), kenmerken zich door een grotere omvang (meer bancaire financiering), een minder groot verschil tussen de berekende rente en de rente die de bank betaalt voor haar financiering (een kleinere spread), en minder covenanten dan in LBO-financieringen in het algemeen. Zij vonden echter geen bewijs dat dit heeft geleid tot betaling van te hoge prijzen of dat hiermee slechtere deals werden gefinancierd. Het is wel de vraag of bij deze covenant-light-wijze van financieren de vreemd vermogenverschaffers zich voldoende hadden beschermd. Het sterke vermoeden is dat banken en andere verschaffers van vreemd vermogen 'over elkaar heen vielen' om niet achterop te raken in marktaandeel bij de financiering van private equity buy-outs. De financiering hiervan zorgde immers voor relatief hoge fee inkomsten voor de banken. Covenant-light-structuren en andere (te) gunstige voorwaarden waren het resultaat. In de crisis was dit relatief gunstig voor de betrokken ondernemingen en de betrokken private equity-partijen.

⁵⁹ Zie bijvoorbeeld in het Europese onderzoek van Roland Berger: *What is holding back returns of European private equity?*, januari 2016. Zij rapporteren bijvoorbeeld een stijging van de mediaan investeringsperiode in een onderneming van een private equity-fonds van 3,3 jaar over de periode 2003-2007, naar 5,6 jaar voor de periode 2012-2015.

4 Private equity en waardecreatie

Dit hoofdstuk bespreekt de vraag of het rendement dat private equity-fondsen behalen voortkomt uit echte waardecreatie (in de zin dat de maatschappij beter af is) of dat er sprake is van een herverdeling van deze waarde ten koste van andere stakeholders. Paragraaf 4.1 beschrijft bronnen van echte waardecreatie en 4.2 bespreekt mogelijke bronnen van herverdeling en de daarbij betrokken stakeholders.

4.1 Inzichten over waardecreatie uit de literatuur

Private equity is een tijdelijke governance- en eigendomsstructuur die private equity-firma's een scherpe financiële prikkel geeft tot actie; het bewerkstellingen van een rendement voor de investeerders staat centraal. Hoofdstuk 2 heeft enkele mogelijke manieren besproken waarop de private equity-fondsen hun rendement behalen (operationele verbeteringen, strategische heroriëntatie en groei, verbeterde governance, leverage en financial engineering en market timing en selectie).

Maar de vraag rijst of private equity een toegevoegde waarde heeft ten opzichte van andere governance- en eigendomsstructuren. En is de maatschappij als geheel beter af? De onderneming had ook overgenomen kunnen worden door een ander (al dan niet beursgenoteerd) bedrijf of had zelfstandig voort kunnen bestaan met de oorspronkelijke aandeelhouders. Daarnaast rijst de vraag wat de positieve en negatieve effecten van de betrokkenheid van een private equity-fonds zijn voor de stakeholders in vergelijking met andere eigendomsstructuren. Deze onderwerpen staan centraal in dit deel van de studie.

4.1.1 'Alignment' centraal

Eerder hebben Boot en Cools (2007) er al op gewezen dat private equity als kortetermijngovernancemodel een toegevoegde waarde heeft boven public equity (beursgenoteerde ondernemingen met wijd verspreide aandeelhouders). Private equity adresseert de belangrijkste tekortkoming 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, actief en onafhankelijk van het zittend management – met optimale toegang tot informatie.⁶⁰ Dit maakt een standvastigere focus en strategie met een optimale afstemming tussen management en aandeelhouders gemakkelijker. Beursgenoteerde bedrijven kennen veelal een grotere afstand, en door de spreiding van het aandelenbezit ook 'free rider' problemen. Aandeelhouders hebben elk individueel een te beperkt belang om actief aan te sturen op een goede governance, en gezamenlijk hebben zij een dilemma van collectieve actie: iedereen kijkt naar elkaar, en kan 'free riden' op elkaars inspanningen.

⁶⁰ Onafhankelijk van het zittend management in de zin dat ze bij een mindere performance niet bang zijn in te grijpen in het management team. Omdat de general partner zeer dicht op de onderneming zit en het investeringsfonds vaak meerderheidsaandeelhouder is, hebben ze direct toegang tot het management en alle informatie.

Empirisch onderzoek uit de Verenigde Staten laat zien dat ‘boards’⁶¹ van private equity-gefinancierde ondernemingen vaak kleiner zijn en dat ze ook actiever zijn in vergelijking met ‘boards’ van niet door private equity gefinancierde ondernemingen (zie Acharya en Kehoe, 2008; Cornelli en Karakas, 2008). De combinatie van maximale zeggenschap en minimale informatie-asymmetrie beperkt de typische agency-problemen kenmerkend voor publiek eigen vermogen tot het minimum. Daarnaast is er sprake van een zeer sterke gelijkgerichtheid van het belang van de aandeelhouders (private equity-fondsen) en het management door middel van het beloningscontract met sterke financiële incentives en veelal de verplichting van 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 ondergaat als het misgaat. Deze investering is illiquide; het management (maar ook het private equity-fonds) kan zijn investering niet verkopen voordat het private equity-fonds zijn investering verkoopt (de exit). Deze illiquiditeit ontnemt het management de prikkel om bijvoorbeeld de korte termijn (interim) resultaten te manipuleren (zie Kaplan en Strömberg 2009, p. 131). Private equity-fondsen zijn verder niet benauwd om slecht functionerend management van een onderneming in een vroeg stadium te vervangen (zie Acharya en Kehoe, 2008).

Private equity-investeringen betreffen meer dan buy-outs van ondernemingen met een beursnotering (public equity). We zien ook veel investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen waar de eerder genoemde voordelen ten opzichte van public equity niet relevant lijken; immers bij private niet beursgenoteerde ondernemingen zit de eigenaar vaak al dicht op de onderneming (weinig informatie-asymmetrie, is er de mogelijkheid tot optimale afstemming en is sprake van een sterke overeenkomst van belangen van van management en aandeelhouders; Alignment). Wat is in een dergelijke situatie de toegevoegde waarde van private equity? Een mogelijke bron is een meer afstandelijke blik, die een reorganisatie vergemakkelijkt hetgeen uiteindelijk kan leiden tot meer efficiënt opererende ondernemingen (die ook weer meer levensvatbaar zijn). Daarnaast geeft private equity deze ondernemingen de mogelijkheid tot een verandering van strategische focus en biedt het de financiële slagkracht, expertise en netwerk noodzakelijk om deze verandering mogelijk te maken. Dit kan nadrukkelijk ook een optimalisatie van corporate scope betreffen, waarbij activa worden verkocht die elders beter kunnen worden aangewend of waarin wordt gespecialiseerd in activiteiten die de hoogste waarde genereren. Ook hier staat gelijkgerichtheid van het management met het belang van de private equity-fondsen centraal.

4.1.2 ‘Alignment’ en financieringsstructuur

De scherpe aansturing in private equity-ondernemingen wordt verder gevoed door de relatief hoge leverage (mate van financiering met vreemd vermogen). Allereerst maakt hoge leverage het mogelijk om geconcentreerd aandeelhouder te zijn. Zonder leverage zou er meer eigen vermogen nodig zijn waardoor het eigen vermogensbelang van één investeerder veel zou verwateren. De hoge mate van leverage geeft hiermee een maximale hefboom op de eigen inspanningen. Dit effect, eigen gewin versterkt door de hefboom (zie ook paragraaf 2.1), maakt betrokkenen scherper en nog meer actief. Het

⁶¹ In de Verenigde Staten vormen de executive en non-executive leden gezamenlijk de ‘board of directors’. Dit in tegenstelling tot de Nederlandse structuur met een in veel gevallen gescheiden Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen.

veranderingstraject dat private equity voorstaat maakt de scherpere aansturing die leverage faciliteert (minder verwatering, hefboom op eigen inspanning, etc.) van groter belang. Bovendien zorgt de hoge mate van leverage normaliter ook voor een sterkere disciplinerende vanuit de financiële markt (met name de crediteur) bij het aangaan van de investering (betere zogeheten screening en monitoring; zie bijvoorbeeld Axelson, Strömberg en Weisbach, 2009).⁶² Een tweede effect van leverage is dat verdere disciplinerende wordt bewerkstelligd (Jensen, 1989). De verplichting van hoge rentelasten en aflossing zorgt er namelijk voor dat managers geen speelruimte hebben om geld te verspillen (zie Jensen, 1986).

Een analyse van de vermogensstructuur van door private equity gefinancierde leveraged buy-out-ondernemingen leert dat de leverage op het moment van de buy-out meer ingegeven is door marktomstandigheden dan door bedrijfsspecifieke factoren in vergelijking met niet door private equity gefinancierde ondernemingen (zie Axelson, Jenkison, Strömberg en Weisbach, 2013). De leverage is aanzienlijk hoger bij een lage rente. Private equity-fondsen investeren ook aanzienlijk meer als de rente laag is. De hoeveelheid vreemd vermogen die beschikbaar is op het moment van de buy-out heeft ook positieve invloed op de prijs die in de acquisitie wordt betaald (zie Jungqvist, Richardson en Wofenzon, 2007). Een mogelijke verklaring voor het feit dat private equity-firma's bij de acquisitie van ondernemingen sterker inspelen op deze marktomstandigheden dan niet door private equity gefinancierde ondernemingen is dat private equity-firma's veel beter ingericht zijn op transacties, en nauwere contacten hebben met financiers.

4.1.3 Effect van hogere leverage: hogere kans op faillissement?

De keerzijde van een hoge leverage is in theorie een hogere kans op een kostbaar faillissement of wanbetaling. Waarom zijn vreemd vermogensverschaffers bereid om private equity-overnames met relatief veel vreemd vermogen te financieren? Daarbij speelt allereerst de reputatie en ervaring met hoge leverage van een private equity-firma een rol. De private equity-firma is een terugkerende speler op de buy-out-markt. Omdat hij ook toekomstige buy-outs met veel vreemd vermogen wil financieren is het belangrijk voor de private equity-firma dat hij een goede reputatie onderhoudt bij vreemd vermogensverschaffers. Doordat private equity-fondsen ervaring hebben met hoge leverage ratios (beter risicomanagement) en makkelijker eventuele bijstortingen uit de nog beschikbare middelen uit het investeringsfonds kunnen doen als zich problemen voordoen, is de faillissementskans en de daarbij behorende faillissementskosten niet per se hoger bij private equity-ondernemingen. Dit maakt dat vreemd vermogensverschaffers bereid zijn private equity-ondernemingen meer te financieren.⁶³

Cohn Mills en Towery (2014) laten zien dat private equity-fondsen regelmatig functioneren als 'back stop' met eigen vermogeninjecties op het moment dat er een cash flow tekort is (gemiddeld 8,55% en 2,66% van de initiële transactiewaarde in respectievelijk het eerste en tweede jaar). Deze flexibiliteit om vermogen in te brengen neemt sterk af naarmate een investeringsfonds aan het einde van haar looptijd komt. Door beter risicomanagement, ervaring, en de mogelijke 'back stop' via eigen vermogeninjecties, hoeft een hoge mate van financiering met vreemd vermogen in de praktijk niet tot een hoger kostbaar

⁶² Overigens staat dit laatste enigszins haaks op de eerdere constatering dat banken tegen zeer gunstige voorwaarden private equity buy-outs willen financieren.

⁶³ Een tweede reden zouden de aantrekkelijke fees kunnen zijn die verbonden zijn aan het verstrekken van deze leningen.

faillissementsrisico te leiden bij met private equity gefinancierde ondernemingen. Er is enig empirisch bewijs dat door private equity gefinancierde ondernemingen met veel leverage deze leverage beter kunnen doorstaan in vergelijking met ondernemingen die niet door private equity ondersteund worden maar wel eenzelfde leverage hebben (zie Hotchkiss, Smith en Strömberg, 2014).

4.1.4. Conclusie

Het hierboven geschetste beeld van private equity geeft aan dat er een toegevoegde waarde van private equity kan zijn ten opzichte van andere eigendomsstructuren. Private equity heeft dus in potentie een meerwaarde en hier draagt een relatief hogere leverage aan bij. Dit zou tot uitdrukking moeten komen in een betere operationele performance van de door private equity gefinancierde ondernemingen ten opzichte van een groep vergelijkbare niet met private equity gefinancierde ondernemingen. Tevens suggereert dit dat private equity-investeerders hogere voor risico gecorrigeerde rendementen kunnen behalen in vergelijking tot bijvoorbeeld public equity.⁶⁴ De empirie in hoeverre dit daadwerkelijk wordt ondersteund, bespreken we in hoofdstuk 5.

4.2 Rendement zonder waardecreatie: herverdeling van waarde

Een rendement voor private equity-investeerders betekent niet per definitie dat er echte waardecreatie is. Wat we hiermee bedoelen is dat er weliswaar een rendement voor private equity-investeerders kan zijn, maar als dit ontstaat doordat de investeerders op een goed moment instappen (timing) of anderen hiervoor laten inleveren, louter sprake is van een herverdeling en niet van netto waardecreatie. We gaan hier nader op in. Vervolgens bespreken we of potentiële belangenconflicten een deel van de voordelen bij verschillende stakeholders teniet kunnen doen (zie ook Boot en Cools, 2007, p. 25 en 26, en Schmeits, 2007).

4.2.1 Herverdeling ten koste van de overheid: belastingen

De mogelijke verklaring waarbij er minder of geen echte waardecreatie plaatsvindt maar waarbij private equity-fondsen wel een hoog rendement op hun investeringen kunnen behalen is via de rente-aftrekbaarheid van het vreemd vermogen. Als private equity niets meer toevoegt dan louter extra belastingbesparingen uit hoofde van een hogere leverage dan is er geen sprake van 'echte' waardecreatie, maar alleen een herverdeling: de overheid of maatschappij levert in, en de private equity-fondsen 'winnen'⁶⁵. Dit voordeel van leverage is overigens niet voorbehouden aan private equity-fondsen maar geldt voor alle ondernemingen die met veel vreemd vermogen financieren.

⁶⁴ Private equity-investeerders krijgen door leverage automatisch gemiddelde hogere rendementen; het gaat er daarom om dat dit hogere voor risico gecorrigeerde rendementen betreft.

⁶⁵ Overigens zijn er beperkingen gesteld aan de aftrek van rente in het geval van private equity buy-outs. Sinds 2012 is er een beperking via de overname holdingsmaatregel. In Europees verband wordt gedacht aan een begrenzing indien de rentelasten boven 30% van EBITDA uitkomen. Verder vindt er in breder verband een discussie plaats over de onwenselijkheid van de fiscale bevoordeling van vreemd boven eigen vermogen. Dit heeft geleid tot een nieuwe richtlijn ATAD op dit vlak. Implementatie vindt plaats vanaf 2019 in alle lidstaten.

Belastingarbitrage kan ook plaatsvinden door het in rekening brengen van management fees door de general partner op het niveau van de onderneming. Deze management fees zijn onder voorwaarden deels fiscaal aftrekbaar.⁶⁶ Afhankelijk van waar deze management fees neerslaan, worden deze al dan niet (of minder) belast. Dit geldt eveneens voor de wijze waarop de general partners hun beloning ontvangen vanuit het investeringsfonds (management fee en carry). Ook dit wordt gestructureerd op een wijze dat de te betalen belastingen geminimaliseerd worden.

Private equity-fondsen kunnen de leverage verder opvoeren (bovenop wat bijvoorbeeld banken maximaal bereid zijn te verschaffen) door zelf aandeelhoudersleningen te verschaffen. De rente op deze leningen is veelal hoog en daarmee stijgen de met leverage samenhangende belastingbesparingen. Afhankelijk van de gekozen structuur zijn de rentebaten voor het private equity-fonds niet of relatief laag belast. In het belastingplan 2017 wordt de renteaftrek op deze aandeelhoudersleningen verder beperkt.

4.2.2 Herverdeling van waarde ten koste van oude aandeelhouders

Een alternatieve (deel)verklaring van het positieve rendement van private equity is dat het voortkomt uit het vermogen tot timing of selectie van de buy-out. Indien het private equity-fonds alleen goed is in de selectie van ondergewaardeerde ondernemingen en deze vervolgens later tegen een hogere prijs verkopen, is er slechts een waarde-overdracht van de aandeelhouders van de overgenomen onderneming naar die van het private equity-fonds. In dat geval komt het rendement voort uit het wegnemen van de onderwaardering. Dit kan ook betrekking hebben op de selectie van ondernemingen met ondergewaardeerde activa, die dan weer verkocht worden (asset stripping).

Het blootleggen van de onderwaardering kan vervolgens wel echte effecten hebben. Zo is het bewerkstelligen van een juiste waardering vaak goed omdat hiermee een meer optimale allocatie van vermogen wordt bereikt: juiste waarderingen geven een beter signaal over waar kansen liggen (en dus investeringsmogelijkheden), en dat leidt tot een betere allocatie van middelen. De op markttiming en asset stripping gerichte strategie was met name in de jaren tachtig populair bij de opsplitsing van conglomeraten. Overigens was hier niet alleen sprake van onderwaardering, maar vaak ook van onderprestatie waarbij delen van het conglomeraat hun eigen falen konden verbergen als onderdeel van het geheel. Opsplitsing zorgde er voor dat kon worden ingegrepen in falende activiteiten, en bood op die manier wel mogelijkheden voor echte waardecreatie; onderdelen van deze conglomeraten gingen daardoor ook zelf beter presteren.

Een strategie gericht op het wegnemen van onderwaardering wordt versterkt door de mogelijk superieure capaciteiten van private equity general partners in het doen van buy-out deals. Zij hebben door hun vele ervaring in het doen van buy-outs meer onderhandelingskracht, betere kennis van deals en ook ervaring met de implementatie van deals. Hierdoor zouden zij uiteindelijk ook in staat zijn om lagere prijzen te bedingen.

De onderwaardering kan mogelijk ook worden gecreëerd voorafgaand aan de private equity-transactie. Het management zou beïnvloed kunnen zijn door het private equity-fonds. Namelijk in het voortraject

⁶⁶ In het geval deze fees niet voldoende samenhangen met de bedrijfsvoering kan aftrek worden beperkt.

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. Andere voorbeelden zijn excessieve afscheidsregelingen voor het management toe te zeggen bij instemming van een overname waardoor het oude management mogelijkerwijs te snel (en op basis van een te lage prijs) de oude aandeelhouders adviseert de onderneming te verkopen.⁶⁷ Dit gaat ten koste van de waarde van de oude aandeelhouders. Omdat private equity-firma's veel overnames doen zouden zij wellicht meer geneigd zijn om dergelijk gedrag te vertonen. Dit pleit in ieder geval voor een actieve rol van de RvC van de verkopende partij (de doelwitonderneming). Zie voor een illustratie ook de beschrijving van de mislukte overname van Qantas door een consortium van private equity-partijen in Box 1.⁶⁸

Box 1: Belangenconflicten aandeelhouders en management bij Qantas.⁶⁹

Begin 2007 bracht een consortium van private equity-fondsen (onder meer Macquarie en TPG) verder aangeduid met APA, een bod van 33% boven de laatste aandelenkoers uit op de aandelen van de beursgenoteerde Australische luchtvaartmaatschappij Qantas. In maart van dat jaar kwam Qantas met haar jaarcijfers waarbij het resultaat 30-40% hoger was dan verwacht. Het bod werd op basis van deze informatie niet verhoogd en op 12 april conditioneel en alleen geldig gemaakt indien meer dan 70% van de aandelen was aangeboden. Op 7 mei van dat jaar was nog geen 50% van de aandelen aangeboden en daarop trok APA haar bod in.

De belangrijkste reden dat de overname niet door ging was dat beleggers het idee hadden dat het bod niet hoog genoeg was. Maar daarnaast speelde een belangenconflict tussen management/board en aandeelhouders een grote rol.

⁶⁷ Dit belangenconflict komt uiteraard ook bij reguliere overnames voor. Mannesmann in Duitsland is een mooi voorbeeld. Het management kreeg daarin een goudgerande pensioenregeling. Aangezien de general partners van private equity investeringsfondsen vaker betrokken zijn bij overnames en dit ook relatief veel doen, zou dit probleem groter kunnen zijn bij private equity in vergelijking met reguliere overnames.

⁶⁸ In een onlangs aangespannen wanbeleidprocedure bij de ondernemingskamer van Frans Faas (een activistische belegger) wordt betoogd dat gedurende de overname van Xeikon door een private equity-fonds van Bencis is verzuimd om interesse van een andere strategische overnamepartij aan de verkopende aandeelhouders te melden. Onmiddellijk na deze interesse heeft Bencis 66% van de aandelen opgekocht waarna ze een bod op de resterende aandelen moest doen en uiteindelijk de onderneming succesvol heeft overgenomen (Financieel Dagblad, 6 juni 2016).

⁶⁹ Case study met name gebaseerd op beschrijving in "Public companies being taken private, a study commissioned by the Australian Council of super investors and prepared by the Melbourne center for Financial Studies"(2009).

De chairman Margareth Jackson van Qantas speelde een belangrijke rol in de overname. Zij was een groot voorstander van de deal, zonder zelfs financieel advies hierover in te winnen, en kleineerde aandeelhouders publiekelijk die het bod niet wilden ondersteunen. De zonder toelichting, laat in het proces omhoog bijgestelde winstcijfers zonder dat door het bestuur/chairman een hoger bod werd verlangd, droegen bij aan de perceptie dat de Qantas board en management in het belang handelden van de private equity-onderneming. Het management kwam onder vuur omdat zij het belang van de bieders boven dat van haar eigen aandeelhouders stelde en weigerde de informatie te delen die de private equity-fondsen kregen. Qantas liet weten dat het management 1% zou krijgen van de aandelen in het geprivatiseerde Qantas (ter waarde van ongeveer 110 miljoen dollar). Later werd bekend dat dit belang op kon lopen tot 4,5%. Dit deed het management nog minder betrouwbaar overkomen en heeft er uiteindelijk toe geleid dat de aandeelhouders zich tegen het management en de board keerden. De Qantas-casus heeft in Australië en veel andere landen met name om deze reden tot veel ophef en zorg geleid over hoe dergelijke belangenconflicten tussen het management/board en de aandeelhouders in het geval van een private equity buy-out verminderd kunnen worden.

Daarnaast kan ook de omgekeerde situatie zich voordoen waarbij het management juist om de overname af te houden allerlei korte-termijnstrategieën initieert (bijvoorbeeld inkoop van eigen aandelen, achterwege laten van strategische investeringen of afstoten van bepaalde bedrijfsactiviteiten).⁷⁰ Aangezien in veel gevallen private equity-firma's het management van de bestaande onderneming in ieder geval deels willen behouden, zal deze situatie zich minder vaak voordoen in het geval van groei- en buy- en holdstrategieën en meer in het geval van een herstructureringsstrategie. In het geval van herstructurering ligt het iets meer voor de hand het management ook te vervangen. Anticiperend hierop kunnen zij zich vooraf tegen de buy-out proberen te verzetten.

4.2.3 Herverdeling ten koste van andere stakeholders

Naast de overheid en oude aandeelhouders is er nog een derde (brede) groep stakeholders ten koste van wie private equity-fondsen wel een rendement op hun investeringen kunnen behalen zonder dat dit in alle gevallen tot waardecreatie leidt.

Werknemers en andere stakeholders

Een mogelijkheid is bijvoorbeeld dat een private equity-fonds excessief de kosten van een onderneming probeert te reduceren door alleen te bezuinigen in de onderneming waarin ze investeert. Dit zou dan ten koste gaan van de werknemers in de onderneming. Zij verliezen mogelijk hun baan en daarmee hun ondernemingspecifieke investeringen in human capital. In een degelijk geval is er een 'overdracht' van waarde van personeel naar private equity-fondsen. Daarbij is het van belang te erkennen dat er ook situaties zijn waar kostenreductie alsnog waardecreërend kan zijn. Stel bijvoorbeeld de situatie voor dat de hoge kostenstructuur voor de bezuiniging levensbedreigend is voor de onderneming. Als private equity de te hoge kostenstructuur doorbreekt en hierdoor levensvatbaarheid

⁷⁰ Zie Schmeits, 2007.

ontstaat, dan is er ten opzichte van de counterfactual ('falen van de onderneming door een te hoge kostenstructuur') wel degelijk waardecreatie.⁷¹

Overigens is het in Nederland en de meeste andere Europese landen arbeidsrechtelijk niet eenvoudig om werknemers te ontslaan en of de lonen te reduceren. Daarom zal dit kanaal van herverdeling in Europa en specifiek in Nederland wellicht minder relevant zijn.⁷² Alleen in extreme situaties kan een dergelijke concessie gevraagd worden. Denk aan het voorbeeld van V&D die in januari 2015 een loonoffer vroeg, maar dat uiteindelijk niet kreeg van haar personeel.

Ook indien er sprake is van een hoge leverage en een daarmee mogelijk stijgende kans op faillissement kan de waarde van werknemers ondernemingsspecifieke investeringen in humal capital worden aangetast. Dit geldt ook voor leveranciers en klanten. Ook zij kunnen dan (een deel) van hun ondernemingsspecifieke investeringen in de buy-out onderneming in waarde zien dalen. Teveel focus op de 'korte-termijn-cash-generatie', en daardoor te lage investeringen in langetermijngroei en in cultuur en motivatie van de medewerkers leidt tot een mogelijk underinvestment-probleem. Te sterke en te eenzijdige sturing op financiële incentives en een te nadrukkelijke focus op exit werkt dit mogelijksterwijs in de hand. In het geval van een goed geïnformeerde markt zou dit overigens niet per se leiden tot een netto voordeel voor het private equity-fonds omdat dit dan verwerkt zou zitten in een lagere exit-prijs.

Een specifieke wijze waarop private equity-investeerders hun rendement kunnen behalen is door al in een heel vroeg stadium – nog voor de veranderingen in de onderneming daadwerkelijk in gang zijn gezet – hoge cash dividenden aan zichzelf uit te keren veelal gefinancierd met vreemd vermogen ('cash in and run'). Indien hiermee de continuïteit van de onderneming in gevaar komt, kan dit de belangen van andere stakeholders schaden. Een dergelijke cultuur kan tot problemen leiden als de cash-uitkeringen de investeerders doet vervreemden van de (uitgeholde) onderneming. Andere stakeholders blijven dan achter met een lege huls. Ten slotte kan de hoge leverage leiden tot een benadeling van werknemers en of leveranciers. Het verhoogde risico kan immers de continuïteit van de onderneming in de weg staan. Dit geldt ook voor kortetermijnstrategieën waarbij de private equity-fondsen allerlei maatregelen nemen zonder voldoende te worden geconfronteerd met de effecten op de lange termijn (met name bij het in zeer korte tijd weer doorverkopen van een investering). Hierdoor kan het rendement van de private equity-fonds mogelijk ten koste gaan van andere stakeholders in de onderneming.

Daarbij kunnen de hoge leverage en daaruit mogelijk volgende financiële problemen ook leiden tot concessies van andere stakeholders om zodoende de onderneming in staat te stellen aan de renteverplichtingen te voldoen. Dit kan tot concessies leiden van verschillende stakeholders die bij een andere financieringsstructuur wellicht niet nodig waren geweest.

⁷¹ De nadruk ligt op 'te hoog'. Indien een onderneming een niet levensvatbaar business model heeft en alleen kan overleven als iedereen bereid is voor de helft van de normale marktlonen te gaan werken, dan is gedacht vanuit een dynamische markteconomie hier geen waardecreatie aan te ontlennen. Het idee is dat deze mensen via de arbeidsmarkt elders inzetbaar zijn, en hen 'opgesloten houden' in het langs normale weg niet levensvatbare bedrijf voorkomt dat ze zich elders productiever kunnen inzetten. De maatschappij als geheel verliest dan, en er is sprake van negatieve waardecreatie.

⁷² Hoewel dit via een doorstart vanuit een faillissement nog steeds mogelijk is.

4.2.4 Herverdeling ten koste van banken en crediteuren

De hoge leverage die samengaat met private equity-financiering kan er eveneens toe leiden dat er een waardeoverdracht ontstaat van vreemd vermogensverschaffers naar de private equity-fondsen. Indien vreemd vermogensverschaffers hun condities op basis waarvan ze leningen verstrekken niet in overeenstemming brengen met het verhoogde financiële risico door een toenemende leverage, dan daalt de waarde van hun vorderingen. Deze waardedaling vertaalt zich dan in een waardestijging voor de private equity-fondsen. Het lijkt onwaarschijnlijk dat dit gebeurt bij actieve professionele vreemdvermogensverschaffers zoals bijvoorbeeld banken. Zij passen hun leenvoorwaarden hierop wel aan en in anticipatie hierop beschermen zij zich door bijvoorbeeld 'change of control'-clausules op te nemen in het leencontract. Maar de covenant-lite-contracten van voor de kredietcrisis lieten zien dat zelfs banken bereid waren om tegen zeer gunstige condities private equity buy-outs te financieren.

Meer kwetsbare crediteuren (leveranciers bijvoorbeeld) lijken gevoeliger voor de mogelijke druk van private equity en leverage. Zij passen hun condities veelal niet aan nadat de onderneming na een buy-out meer wordt gefinancierd met vreemd vermogen, hetgeen leidt tot een waardeverlies voor deze vreemd vermogensverschaffers. Daarnaast komt het voor dat private equity-ondernemingen de betaaltermijn aan leveranciers bewust oprekken om zodoende de cash flows te verhogen.

Hoge leverage leidt mogelijk ook tot te risicovolle investeringen binnen de onderneming. Het verhogen van het risicoprofiel van de investeringen binnen de onderneming met een hoge leverage komt voort uit de beperkte aansprakelijkheid van de private equity-fondsen als aandeelhouder in de onderneming; zij profiteren als het goed gaat, maar verliezen slechts het bedrag van hun investering als het misgaat (zie Jensen en Meckling, 1976). Overigens werkt het feit dat de private equity-firma in de toekomst weer nieuwe fondsen wil ophalen, en daarmee de reputatie van een dergelijk fonds, als rem op dit risicoverhogend gedrag. Tevens kan de hoge mate van leverage leiden tot onderinvesteringen (zie Myers, 1977). Indien er veel vreemd vermogen is en het vooruitzicht slecht, zal de private equity-investeerder niet bereid zijn nog veel te investeren. Naast de vreemd vermogensverschaffers zijn in bovenstaande ook al de consequenties hiervan voor andere stakeholders besproken.

Bij private equity wordt een deel van het vreemd vermogen in voorkomende gevallen verschaft door het private equity-fonds zelf, door middel van een aandeelhouderslening. Een voorbeeld van het gebruik van een aandeelhouderslening in private equity is de overname van PCM door APAX in 2004. Het private equity-fonds van APAX verstreekte samen met de andere aandeelhouders een achtergestelde lening van ongeveer 300 miljoen euro (139 miljoen van APAX) tegen een rente van 12%. Verder werd de overname gefinancierd met een bancaire lening van euro 300 miljoen. Het eigen vermogen bestond voor het grootste deel uit preferent dividend aandelenkapitaal van ongeveer 60 miljoen (verschaft door de overige aandeelhouders) en een klein aandelenbelang van APAX. Zij had daarmee wel een meerderheidsbelang. De rentebetalingen over de aandeelhoudersleningen hoefden niet cash betaald te

worden maar werden bij de lening opgeteld en werden dus pas bij afbetaling van de lening terugbetaald.⁷³

De rente op dergelijke leningen is normaliter relatief hoog. Dit is gunstig vanuit een fiscaal oogpunt; de hoge te betalen interest is immers in veel gevallen gedeeltelijk fiscaal aftrekbaar. Afhankelijk van de gekozen structuur zijn de rentebaten voor het private equity-fonds daarentegen niet of relatief laag belast. Dit biedt derhalve een mogelijkheid tot belastingarbitrage.⁷⁴ Mogelijke belangenproblemen ontstaan echter bij de relatieve voorkeurspositie die de houders van aandelhoudersleningen kunnen hebben op basis van pandrechten die tegelijk met het afsluiten van de lening aan de houders van de aandelhoudersleningen zijn verschafte. Het private equity-fonds kan door gedane aflossingen op deze aandelhoudersleningen door de overgenomen onderneming haar initiële investering in de buy-out snel verkleinen. De rechten verbonden aan de aandelhoudersleningen stellen het private equity-fonds ook in staat om in het geval van faillissement een deel van haar ingelegde vermogen terug te krijgen. In Nederland zijn er geen expliciete regels gesteld om aandelhoudersleningen achter te stellen. Het is derhalve mogelijk voor een private equity-fonds om op deze wijze mee te delen in de boedel (zelfs met voorrang indien zij bepaalde activa als onderpand heeft gekregen).⁷⁵ Indien banken betrokken zijn bij de financiering zorgen deze er veelal voor dat deze aandelhouderslening in ieder geval achtergesteld wordt op de banken. Maar deze achterstelling geldt niet ten opzichte van andere schuldeisers. Een eerste stap zou vanuit dit perspectief kunnen zijn om de aandelhouderslening achtergesteld te maken (zie De Weijs, 2014). Een mogelijk bezwaar hiertegen is dat het achterstellen mogelijk efficiënte herstructureringen middels een aandelhouderslening in de weg zou kunnen staan. Overigens speelt het probleem van aandelhoudersleningen ook bij niet-private equity-transacties.

4.2.5 Belangenconflicten tussen general en limited partners

Naast belangenconflicten binnen de door private equity ondersteunde onderneming kunnen zich ook belangenconflicten voordoen tussen de de limited partners en de general partner van het private equity-fonds. Allereerst speelt daarin de beloningsstructuur van de general partners een rol. Op basis van hun management fee hebben general partners een belang bij de grootte van het fonds dat ze beheren en de daarop volgende fondsen. Dit kan ze prikkels geven die suboptimaal kunnen zijn voor de limited partners, bijvoorbeeld het aanzetten tot het doen van teveel investeringen, en zelfs het doen van investeringen met slechte rendementsverwachtingen (bijvoorbeeld aan het einde van de looptijd van een fonds).⁷⁶ Het beloningscontract van de general partners en met name het prestatiegedreven onderdeel (de carried interest) kan een (te grote) druk zetten op het realiseren van deals en het snel (door)verkopen van participaties. Overigens zal de negatieve uitwerking van het uitbuiten van belangenconflicten op de reputatie van de general partners een corrigerend effect hebben.

⁷³ Zie NRC Handelsblad, 21-12-2008: *PCM deed het vooral zelf fout bij Apax-deal* en NRC Handelsblad, 17-03-2007: *Plukken van PCM*. Voor een verdere analyse van deze casus zie Barneveld (2009).

⁷⁴ Overigens wordt in het Belastingplan 2017 rente-aftrekbaarheid van aandelhoudersleningen beperkt.

⁷⁵ In het faillissement van V&D bijvoorbeeld, heeft Sun Capital het vreemd vermogen met zekerheidsrechten van de banken overgenomen enige tijd voor het faillissement. Nu heeft zij een gesecuritiseerde schuld op de boedel met voorrang boven de overige crediteuren.

⁷⁶ Dit gaat uiteraard ten koste van de carried interest.

Onderzoek laat zien dat in private equity buy-outs de mate van leverage niet verklaard kan worden op basis van traditionele onderneming- en sectorspecifieke factoren (zie Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2013). Private equity-fondsen laten 'hun' ondernemingen zich relatief veel financieren met vreemd vermogen. De mate waarin dit gebeurt, is met name afhankelijk van de beschikbaarheid van goedkoop vreemd vermogen (zie Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach 2013). Dit suggereert dat de mate van financiering met vreemd vermogen ook is ingegeven om te arbitreren tussen de markt voor vreemd en eigen vermogen, en dat private equity-investeringsfondsen goed zijn in de timing hiervan (namelijk, zo veel als mogelijk profiteren van goedkoop vreemd vermogen zodra dat beschikbaar is). Twee mogelijke verklaringen van dit arbitragegedrag van private equity-fondsen zijn: pure market timing en als alternatief een agency-probleem tussen general partners en de limited partners. Dit laatste kan vastzitten aan het beloningscontract van de general partners. Zij zouden gegeven hun beloningsstructuur een incentive kunnen hebben teveel leverage en risico te nemen. Zo lang vreemd vermogen beperkt aanwezig is, vormt deze beperking een bescherming van de limited partners ten opzichte van de general partners. De general partners kunnen dan immers slechts een beperkte hoeveelheid investeringen doen. Indien vreemd vermogen juist uitbundig beschikbaar is, valt deze bescherming weg. General partners kunnen dan mogelijkerwijs teveel investeren in bijvoorbeeld ondernemingen waar zij geen directe waarde kunnen creëren, maar wel het risico kunnen opvoeren (zie Axelson, Strömberg en Weisbach 2009). Uit empirisch onderzoek blijkt dat hogere leverage gepaard gaat met hogere transactiepreizen en lagere rendementen voor private equity-fondsen (zie Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2013). Het lijkt derhalve dat private equity-fondsen teveel betalen wanneer vreemd vermogen makkelijker beschikbaar is en dat dit voortvloeit uit een belangenconflict tussen de general en de limited partners.

Phalippou, Rauch en Umler (2015) laten zien dat naast het beloningscontract de general partners ook management en service agreements aangaan met de door private equity ondersteunde onderneming (wiens boards ze domineren). Hiermee verkrijgen ze substantiële transactie en monitoring fees (3,6% van de EBITDA).⁷⁷ Deze fees hebben met name na 2008 de aandacht getrokken en deze aandacht heeft ertoe geleid dat in veel gevallen general partners hebben aangekondigd de ontvangen fees terug te storten (tot zelfs 100%). Ook limited partners in met name de VS blijken tegenwoordig meer alert hierop te zijn. Dit suggereert dat marktkrachten dit soort praktijken uiteindelijk (enigszins) corrigeren.

4.2.6 Conclusie herverdeling van waarde

Tabel 4.1 geeft een overzicht van de eerdergenoemde mogelijke voordelen van private equity. Er wordt aangenomen dat de private equity-firma in ieder geval profiteert van al deze elementen; de vraag is of en hoe er sprake is van waardecreatie voor andere stakeholders, de maatschappij, en de betreffende onderneming zelf.

⁷⁷ In sommige gevallen is er ook sprake van accelerated monitoring fees waarbij bij een transactie de contante waarde van toekomstige monitoring fees moet worden uitbetaald.

Tabel 4.1: Overzicht van bijdrage aan rendement en waardecreatie private equity.

Bijdrage Private equity	Waardecreatie voor stakeholders en maatschappij tezamen	Waardecreatie voor betreffende onderneming sec
<i>Aansturing:</i>		
1. Betere disciplinerings (controle en monitoring) door geconcentreerd eigendom van een professionele partij die superieure informatie, kennis en skills heeft en de prikkel om dicht op het management te zitten en het introduceren van een ondernemersmentaliteit in de onderneming.	JA	JA
2. Het via (het netwerk van) de general partners toegankelijk maken van budgetten, advies en managementexpertise om gekozen strategie te realiseren.	JA	JA
3. Op basis van optimalisatie van corporate scope, bijvoorbeeld door het verkopen van ondergewaardeerde activa in de onderneming of de door te specialiseren in specifieke activiteiten die meerwaarde genereren.	JA	JA
<i>Leverage:</i>		
1. Dwingt urgentie af en geeft maximaal beloning voor inspanning. Tucht tegen verspilling (zet aan tot meer efficiency in de onderneming);	JA	JA
2. Leidt tot belastingvoordeel via de aftrekbaarheid van rentekosten;	NEE	JA
3. Middel tot afdwingen van concessies van andere stakeholders, indien het slechter gaat krijg je sneller concessies van banken, klanten, leveranciers, werknemers etc.	NEE	JA
4. Maakt het mogelijk geconcentreerd aandeelhouder te zijn waardoor hierboven genoemd onder 'Aansturing' mogelijk is (zonder leverage zou je het aandeelhoudersbelang teveel moeten verwateren);	JA	JA
5. Leidt mogelijk tot te risicovolle investeringen binnen de onderneming, onderinvesteringen, kortetermijngedrag en 'cash and run'-strategie.	NEE	NEE
<i>Market timing en selectie ondergewaardeerde ondernemingen</i>		
1. Op basis van marktspecifieke kennis en informatie kan een private equity-fonds exogene marktontwikkelingen beter inschatten (bijvoorbeeld multiple riding; tegen lage multiple kopen en tegen hoge verkopen);	JA	JA
2. Op basis van acties ('samenspannen' met het management) kan onderwaardering mogelijk worden gecreëerd, waardoor kleine aandeelhouders worden beschadigd.	NEE	NEE
3. Op basis van superieure deal making-capaciteiten (onderhandelingskracht, kennis van deals, ervaring met implementatie etc.) lagere prijs bedingen.	JA	NEE

5 Private equity en de effecten op verschillende stakeholders, inzichten uit de internationale empirische literatuur

Dit hoofdstuk bespreekt de empirische literatuur die de effecten van private equity op de verschillende stakeholders onderzoekt. We kijken eerst naar de limited partners in de private equity-investeringsfondsen. Wat zijn de effecten van private equity op hun beleggingsresultaten? Halen zij gemiddeld genomen een outperformance ten opzichte van een relevante benchmark? Die vragen komen in paragraaf 5.1 aan de orde.

Vervolgens bespreken we de effecten op de ondernemingen waarin door het private equity-fonds wordt geïnvesteerd. Worden deze bedrijven daadwerkelijk meer efficiënt? Groeien ze harder of juist niet in vergelijking met niet door private equity gefinancierde ondernemingen? Wordt er op de lange termijn geïnvesteerd of ligt de focus alleen op de korte termijn met relatief veel desinvesteringen? Wat gebeurt er met de werknemers? Hoe wordt er waarde gecreëerd; is dit door verbeteringen in operaties, via market timing en selectie, inspelen op groei en strategie of alleen via financial engineering?

Tenslotte kijken we naar de effecten van private equity op de maatschappij. Achtereenvolgens komt aan bod het effect van de hoge leverage op de belastingen, de potentiële hogere faillissementsrisico's en kosten die mogelijk voortvloeien uit gangbare hogere leverage bij private equity-investeringen en eventuele spillover effecten van private equity op industrie- en macroniveau.

De vraag rijst in hoeverre resultaten uit deze internationale empirische onderzoeken relevant voor de Nederlandse situatie zijn. Immers, de Nederlandse setting met een meer Rijnlands georiënteerd governancestelsel lijkt niet zonder meer vergelijkbaar met het meer op aandeelhouderswaarde georiënteerde Angelsaksische model. Toch blijkt dit systeem in de uitwerking vaak niet tot heel grote verschillen te leiden (zie Boot, 2009, voor een meer uitvoerige discussie). Maar bovenal is de manier waarop het private equity-model werkt wereldwijd vrij standaard en zijn er weinig internationale verschillen. Dit wordt mede gevoed door het internationale karakter van deze industrie, ook Nederlandse fondsen werven veelal niet alleen in Nederland, en in Nederland zijn veel buitenlandse private equity-fondsen actief als investeerder in ondernemingen (zie ook hoofdstuk 3). Met enige voorzichtigheid denken wij dat inzichten uit de internationale empirische studies ook relevant voor de Nederlandse situatie zijn.

5.1 De effecten van private equity op de investeerders

Private equity wordt vaak geroemd door de hoge rendementen die hiermee worden behaald. Yale's endowment fund claimt met haar beleggingen in leveraged buy-outs over de afgelopen 20 jaar een gemiddeld rendement van 16,4% per jaar te hebben gehaald.⁷⁸ Ook ABP rapporteerde een hoog netto rendement van 24,8% (over 2015) en 14,9% (over de afgelopen 10 jaar⁷⁹) op haar private equity

⁷⁸ http://investments.yale.edu/images/documents/Yale_Endowment_15.pdf, p. 14.

⁷⁹ Zie Financieel Dagblad, 12-05-2016 en 31-08-2015 en Jaarverslag ABP, 2015.

beleggingen. Dit is na aftrek van de beheerskosten die hieraan vastzitten; de aan de general partner te betalen management fees en carried interest. In het geval van ABP bedragen deze beheerskosten op private equity ongeveer de helft van de totale beheerskosten van haar hele beleggingsportefeuille. Dat terwijl private equity niet meer dan 5% van de totale beleggingsportefeuille van het ABP omvat (in 2015 waren de beheerskosten van ABP voor private equity meer dan een half miljard euro).

Het mogelijk hogere rendement (ten opzichte van andere beleggingen en gecorrigeerd voor eventuele verschillen in risico) is een belangrijke drijfveer van beleggers om geld te investeren in private equity. Belangrijk is dat doordat de beleggingen kunnen worden vastgehouden er een 'illiquiditeitspremie' kan worden gevraagd.

Het rendement van private equity is op veel verschillende manieren te bepalen. Een belangrijk onderscheid is allereerst of het rendement voor of na aftrek van de fees die aan de general partners toevloeien wordt bekeken. Het rendement vóór aftrek van de fees (gross of fees) is met name van belang om inzicht te krijgen of er in totaal op de beleggingen een meer dan gemiddeld rendement wordt gemaakt. Het rendement na aftrek van de verschillende fees is van belang voor de limited partners in het investeringsfonds en zal de focus zijn in onderstaande discussie.

Een veelgebruikte performancemaatstaf is de interne rentabiliteit (IRR). Dit wordt zowel veel gehanteerd op fondsniveau als wel om het rendement op investering in een onderneming te tonen. De IRR is de discontovoet waarbij de contante waarde van alle investeringen en alle uitbetalingen in en aan het fonds (of de onderneming) gelijk is aan nul. Aan deze investeringsmaatstaf (die ook veel gebruikt wordt in de interne fondsrapportages aan de limited partners) kleven echter nogal wat nadelen. Zo gaat het er vanuit dat tussentijds gegenereerde kasstromen verdisconteerd kunnen worden tegen de IRR, en is ze gevoelig voor beïnvloeding (bijvoorbeeld door investeringen met een geheel verschillende omvang en timing bij elkaar te nemen).⁸⁰

Om de vraag te beantwoorden in hoeverre private equity als beleggingscategorie een toegevoegde waarde heeft en of met private equity een outperformance valt te behalen zijn de rendementen geschoond voor fees van belang. Hiertoe wordt tegenwoordig vaak het publieke marktequivalent (PME) gebruikt. Dit meet het rendement van private equity ten opzichte van het rendement van een beursindex en houdt daarmee rekening met schommelingen in de hoeveelheid belegd vermogen. Een PME hoger dan één, geeft aan dat het rendement hoger is geweest dan het rendement dat behaald had kunnen worden via een belegging in de beursindex.

⁸⁰ Zie Phalippou (2008), *The hazards for using IRR as performance measurement, the case of private equity*, working paper voor een meer uitgebreide discussie.

TABEL 5.1: Recent onderzoek naar rendementen (op basis van PME's) van buy-outs.

Auteurs	Database, regio	Periode	PME Buy outs (average of medians)*
Harris, Jenkinson en Kaplan (2014)	Burgiss, US	1984-2008	1,16
Phalippou (2014)	Preqin, US	1993-2010	1,12
Robinson en Sensoy (2015)	Proprietary, US	1984-2010	1,18

*Voor de PME's is zoveel mogelijk het gemiddelde van de mediaan van de PME's per jaar van de initiële investering van het fonds genomen ten opzichte van de S&P 500.

De algemene conclusie lijkt dat beleggingen in private equity het beter doen dan beleggingen in een waardegewogen aandelenindex.⁸¹ Beleggingen in private equity doen het gemiddeld ongeveer 3 á 4% per jaar beter dan een belegging in een goed gespreide waardegewogen aandelenindex. Maar er is relatief veel spreiding in de rendementen en het rendement van het private equity-fonds hangt samen met het aantal jaren dat de private equity-firma bestaat (zie Kaplan en Schoar, 2005), de kwaliteiten van de managers van het fonds (zie Fang, Ivashina en Lerner 2013), de periode waarin geïnvesteerd is, of het solo-investeringen betreft of juist co-investeringen (zie Fang, Ivashina en Lerner, 2013) en het aantal investeringen dat een private equity-fonds tegelijkertijd aanhoudt; hoe meer, hoe slechter de performance (zie Lopez de Silanes, Phalippou en Gottschalg, 2015).

De discussie in de academische literatuur richt zich nu op de vraag of dit hogere rendement daadwerkelijke outperformance is of dat dit hogere rendement een compensatie is voor een relatief hoge exposure aan bepaalde factoren. Mogelijke voorbeelden van deze factoren zijn een verschillend risicoprofiel van private equity in vergelijking met de index (zie bijvoorbeeld Franzoni, Nowak, and Phalippou, 2012; Korteweg and Nagel, 2015; Ewens, Jones, and Rhodes-Kropf, 2013), het feit dat het gemiddeld gaat om kleinere ondernemingen (compensatie voor het zogeheten 'size effect' met een relatieve lage marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde (waardepremie, Phalippou 2014), en dat sprake is van lagere liquiditeit van private equity-beleggingen. Private equity is vooral illiquide in een neergaande markt (zie onder meer Ang, Papanikolaou, and Westerfield, 2013; Sorensen, Wang, and Yang, 2014; Longstaff 2009; Kleymenova, Talmor, and Vasvari, 2012; Robinson and Sensoy, 2015; Franzoni, Nowak, and Phalippou, 2012; Sensoy and Bollen 2015). Veel studies vinden dat na correctie voor deze factoren er geen duidelijke outperformance is (Phalippou, 2014, Stafford 2015).

⁸¹ Eerdere onderzoeken, onder meer geciteerd in De Jong et al. (2007) laten meer spreiding zien. Een deel van de spreiding is terug te voeren op een mindere kwaliteit van de onderliggende data. Het recente onderzoek op basis van betere datasets laat een meer congruent beeld zien dat hierboven is weergegeven.

Concluderend stellen we dat de verschillende empirische studies laten zien dat beleggingen in private equity-fondsen een hoger rendement halen in vergelijking met het rendement op een goed gespreide aandelenportefeuille; na aftrek van fees is dit ongeveer 3 á 4%. Het is belangrijk te benadrukken dat dit een gemiddelde betreft. De variatie in de tijd en tussen fondsen is groot. Selectie van fondsen en fondsmanagers lijkt van groot belang. Daarbij heeft niet elke institutionele belegger gelijke toegang tot alle private equity-fondsen. Met name de grote institutionele beleggers zullen worden uitgenodigd door de meest succesvolle private equity-firma's 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 waarschijnlijk meer moeite hebben met het behalen van dergelijk hoge rendementen en het in de hand houden van de kosten. Maar zelfs indien daadwerkelijk deze hoge rendementen worden behaald, hoeft dit geen outperformance te zijn maar kan het compensatie zijn voor exposure ten opzichte van een van eerdergenoemde factoren. Het hogere rendement had dan mogelijk ook op een andere manier kunnen worden bereikt dan door beleggen in private equity.

5.2 De effecten van private equity op de onderneming

Wat gebeurt er met de onderneming na de buy-out door private equity? Welke veranderingen treden op ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen die niet door een private equity-fonds zijn overgenomen? Vele studies hebben gekeken naar de verschillende karakteristieken van de onderneming voor, tijdens en na de private equity-investering.

In al deze empirische studies is het grootste probleem dat niet bekend is wat er met de onderneming gebeurd zou zijn als deze niet door private equity zou zijn gekocht (de zogenaamde 'counterfactual'). Om deze 'counterfactual' te benaderen, wordt veelal gekeken naar de ontwikkeling van een groep zo goed mogelijk gekozen vergelijkbare ondernemingen (bijvoorbeeld het gemiddelde in de bedrijfstak, of een verzameling ondernemingen uit dezelfde sector met vergelijkbare kenmerken als de door private equity gefinancierde onderneming). Hierbij kan al een eerste probleem van 'selectiebias' optreden; de door private equity overgenomen ondernemingen zijn niet willekeurig gekozen maar zijn mogelijk juist die met het meeste verbeterpotentieel, groeimogelijkheden, etc. Door deze verschillen zullen de ondernemingen zich waarschijnlijk anders ontwikkelen dan de gemiddelde onderneming, ook als ze niet door private equity zouden zijn overgenomen. Een van de grote verschillen is bijvoorbeeld dat ondernemingen overgenomen door private equity meer actief zijn in de fusie- en overnamemarkt. Hierdoor ontstaan andere ondernemingen die wellicht moeilijker met de benchmark te vergelijken zijn. Bovendien moet het management van de onderneming open staan voor private equity. In private (niet beursgenoteerde) doelwitondernemingen is het niet zonder meer mogelijk om tegen de zin van het management en aandeelhouders als private equity-onderneming betrokken te raken. Dit betekent dat er mogelijk ook hier een 'selectiebias' is; ondernemingen die openstaan voor private equity zijn mogelijk anders ondernemingen (met een ander type management en aandeelhouders) in vergelijking met ondernemingen die hier juist niet voor open staan. Selectiebias maakt het moeilijk de twee groepen – met private equity gefinancierde ondernemingen en niet met private equity

gefinancierde ondernemingen – te vergelijken en conclusies te trekken over het effect van private equity.

Een derde bron van selectiebias is dat veel van de benodigde data van zowel de onderneming als van de groep vergelijkbare ondernemingen, met name als deze privaat zijn, vaak zeer incompleet of zelfs in het geheel niet beschikbaar is. Dat is de reden dat veel van het onderzoek zich richt op die ondernemingen gefinancierd met private equity die om de een of andere reden informatie moeten verschaffen. Bijvoorbeeld, in de Verenigde Staten en Nederland moeten ondernemingen meer uitvoerig informatie geven als ze obligaties uitgeven of omdat ze op een bepaald moment naar de aandelenbeurs zijn gegaan. Omdat dit weer een bepaald type onderneming is, ontstaat hier wederom de mogelijkheid van 'selectiebias' (namelijk richting relatief grote en succesvolle transacties). Voor de groep vergelijkbare ondernemingen hanteren veel van deze studies beursgenoteerde ondernemingen omdat hiervan de databeschikbaarheid nog relatief het beste is. Dit zijn echter vaak relatief grote ondernemingen. Maar investeringen in private equity zijn niet allemaal (in veel gevallen zelfs helemaal niet) van een dergelijke grootte. Het is dan ook de vraag of de resultaten uit deze onderzoeken te generaliseren zijn naar de vaak kleinere buy-outs.

5.2.1 Operationele performance

Verschillende studies hebben allereerst gekeken naar de operationele performance van de met private equity gefinancierde ondernemingen. Op basis van deze studies (zie Kaplan, 1989, Smith, 1990 en Lichtenberg en Siegel, 1990) lijkt het dat deze gemiddeld genomen verbetert; de EBITDA (de marge), totale factor productiviteit⁸² en ook werkkapitaalbeheersing⁸³ verbeteren volgens de meeste studies (ten opzichte van vóór de buy-out en gecorrigeerd voor ontwikkelingen in de sector). Ook is in latere studies een hogere omzetgroei gevonden specifiek voor divisionele buy-outs (zie Meuleman, Arness, Wright en Scholes, 2009) en in sectoren waar ondernemingen moeilijk aan financiering kunnen komen (zie Boucly, Tesmar en Sraer, 2009).

Guo, Hotchkiss en Song (2011) rapporteren voor de VS over de periode 1990-2006 een substantieel lagere gemiddelde operationele performance verbetering ten opzichte van eerdere studies uit de jaren tachtig. In veel specificaties is er geen statistisch significante verbetering ten opzichte van de bedrijfstak en pre-buy-out-karakteristieken. Dit ondanks het feit dat door private equity-investeerders voor diezelfde periode hoge rendementen worden gegenereerd. De operationele performance verbetert in het bijzonder bij die bedrijven waar de CEO wordt vervangen, en waar relatief veel vreemd vermogen wordt gebruikt. Dit suggereert dat voor een deel van de steekproef het reduceren van agency-kosten en fiscale voordelen belangrijke voordelen zijn van private equity als tijdelijke governancestructuur.

Guo, Hotchkiss en Song (2011) onderzoeken de determinanten van de rendementen van private equity en splitsen deze op in operationele waardecreatie (22% van het rendement ten opzichte van het pre-

⁸² Totale factorproductiviteit verwijst naar de mate van efficiëntie waarmee wordt geproduceerd.

⁸³ Netto werkkapitaal is vlottende activa minus vlottende passiva. Het gaat hier derhalve om de beheersing van de componenten van de vlottende activa (debiteuren, voorraden en kas) en vlottende passiva (crediteuren).

buy-out geïnvesteerd vermogen), gerealiseerde belastingvoordelen uit hoofde van financiering met vreemd vermogen (34%)⁸⁴ en veranderingen in relatieve waarderingen (18%).

Lesley and Oyer (2009) onderzoeken voor 144 LBO's in de VS over de periode 1996-2004 in hoeverre door private equity-gefinancierde ondernemingen verschillen van ondernemingen met een beursnotering. Zij vinden dat deze het management een sterker op prestaties gedreven management compensatie pakket bieden (meer aandelen, minder cash-salaris, en meer variabele beloning) in vergelijking met managers van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven en dat dit leidt tot een betere relatieve performance. Zodra de onderneming weer een beursnotering krijgt, verandert het compensatiepakket en loopt de performance weer terug naar dat van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen. Een sterke belangencongruentie ('Alignment') van management en private equity-firma lijkt van belang in de verklaring van de positieve effecten van private equity op de resultaten van de onderneming.

Studies voor Europa, bijvoorbeeld Weir, Jones en Wright (2009), vinden voor de periode 1998-2004 beperkte verbeteringen in de operationele performance na public-to-private-transacties in het Verenigd Koninkrijk. Boucly, Sraer en Thesmar (2011) en Bergström, Grubb en Johnsson (2007) vinden juist weer relatief sterke verbeteringen in operationele performance na LBO's gedurende deze periode in achtereenvolgens Frankrijk en Zweden. Ook Gaspar (2012) vindt voor Frankrijk voor LBO's in de periode 1995-2005 sterke verbeteringen ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen: een 20-35% punt hogere EBITDA-groei, een 3-6% punt hogere omzetgroei en een 1-2% punt hogere EBITDA-marge (EBITDA/Omzet).

TABEL 5.2: Overzicht empirische studies naar effect private equity op betrokken onderneming.

Auteurs	Regio	Periode	Maatstaf	Verband
Kaplan (1989a)	US	1980-1986	EBITDA Net cashflow	+ +
Lichtenberger & Siegel (1990)	US	1981-1986	Total factor productivity	+
Bergstrom et al. (2007)	Sweden	1998-2006	EBITDA margin ROIC	+ +
Cressy, Munari, & Malipiero (2007)	UK	1995-2000	EBITDA	+
Gottschalg (2007)	Europe	1992-2002	Sales EBITDA EBITDA/assets	+ + +
Meuleman et al. (2009)	UK	1993-2003	ROCE sales	- +

⁸⁴ De gekozen werkwijze leidt waarschijnlijk tot een overschatting van deze belastingvoordelen.

Boucly, Sraer & Thesmar (2011)	France	1994-2004	EBITDA	+
			Sales	+
Guo et al. (2011)	US	1990-2006	EBITDA	0
			Capital/EBITDA	+
Jelic & Wright (2011)	UK	1980-2009	Sales	+
Weir et al. (2008)	UK	1998-2004	EBITDA	+
Gaspar (2012)	France	1995-2005	Sales	+
			EBITDA	+
			EBITDA margin	+
Acharya, Gottschalg, Hahn and Kehoe (2013)	West Europa	1991-2007	EBITDA margin	+

Acharya et al. (2013) geven inzicht in de wijze waarop waarde wordt gecreëerd voor een steekproef van 395 deals in West Europa door 37 grote, meer dan vijf jaar bestaande private equity-firma's, met een goede reputatie. Allereerst corrigeren ze het rendement voor de hogere mate waarin wordt gefinancierd met vreemd vermogen om op deze manier zicht te krijgen op welk deel van het behaalde rendement voortkomt uit operationele verbeteringen en groei. Zij vinden dat 35% van het gemiddelde rendement van een buy-out hieruit voortkomt ten opzichte van de industrie. Gemiddeld 15% van het rendement komt voort uit de betere performance van de sector (inclusief de bijdrage aan het rendement van de bij de sector behorende gemiddelde leverage). Dit deel vertegenwoordigt het vermogen van private equity om juiste sectoren te selecteren waaruit zij hun onderneming kiezen, dat eerder is aangeduid met market timing. Tenslotte komt 50% van het rendement van private equity in een buy-out voort uit de hogere leverage (extra rendement door meer te financieren met vreemd vermogen). Dit bestaat enerzijds uit het hefboomeffect op het rendement van de in private equity gehanteerde hogere leverage in vergelijking met de sector en anderzijds uit de daarbij behorende hogere belastingbesparingen die de hogere leverage met zich meebrengt. Tevens vinden Acharya et al. (2013) een verband tussen de verbeteringen en de achtergrond van de general partners. General partners met een financiële achtergrond blijken outperformance te behalen op deals met significante fusie- en overname-activiteiten, general partners met een achtergrond als ex-consultant of ex-industriemanager zijn het meest verbonden met succesvolle deals gericht op operationele waardecreatie.

De genoemde studies richten zich op ondernemingen die publiekelijk informatie moeten verschaffen (bijvoorbeeld omdat ze met obligatieleningen gefinancierd zijn) en daarmee vooral op de grotere ondernemingen. Cohn, Mills en Towery (2014), laten zien dat er sprake is van mogelijke steekproef bias. Door gebruik te maken van de belastingaangiften van bedrijven kunnen ze de mogelijke selectiebias als gevolg van beschikbare data die het meeste andere onderzoek kenmerkt, omzeilen. Het onderzoek laat zien dat de genoemde voordelen en verbeteringen van private equity bij ondernemingen zich vooral voordoen in de steekproef van ondernemingen die publieke informatie moeten verschaffen en dergelijke verbeteringen niet of nauwelijks worden geconstateerd in een steekproef van ondernemingen in de VS die dit niet hoeven te doen (veelal kleinere ondernemingen die geen gebruik maken van

verhandelbare obligaties en geen aandelennotering hebben). De resultaten van eerdergenoemde studies met eenzelfde selectiebias dienen dan ook met enige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Ook de aan het begin van deze paragraaf genoemde selectieverstoreningen manen tot voorzichtigheid bij de interpretatie van de resultaten.

5.2.2 Effecten op werknemers

Verschillende studies kijken naar de effecten van private equity op het aantal werknemers in de ondernemingen. Veel studies uit de jaren tachtig en negentig vinden over het algemeen een daling in het aantal werknemers van met private equity gefinancierde ondernemingen (ten opzichte van vóór de transactie en gecorrigeerd voor bedrijfstakontwikkelingen) zie bijvoorbeeld Smith (1990), Kaplan (1989). In meer recente studies lijken de resultaten meer gemengd; het aantal werknemers daalt veelal in eerste jaren na transactie, maar stijgt of blijft gelijk in vergelijking met niet door private equity gefinancierde buy-outs in de jaren daarna (zie Cressy, Munari en Majlipiero, 2007; Wilson, Wright, Siegel and Scholes, 2012; Boucly, Sraer en Thesmar, 2011). Jelic en Wright (2011) laten zien dat buy-outs door private equity-firma's met een sterkere reputatie (gemeten op basis van de totale waarde aan private equity investeringen en het aantal deals waar zij als grootste private equity partij bij betrokken waren) leiden tot een stijging in de werkgelegenheid binnen de overgenomen ondernemingen relatief ten opzichte van een controle groep, zowel na de transactie als na de exit.

TABEL 5.3: Overzicht internationale empirische studies naar werknemers en salarissen.

Auteurs	Regio	Periode	Maatstaf	Resultaat
Kaplan (1989a)	US	1980-1986	Employment growth	-
Lichtenberger & Siegel (1990)	US	1981-1986	Employment growth	-
Armess & Wright (2007)	UK	1999-2004	Employment growth Wage growth	0 -
Ducanovic (2014)	NL	2007-2010	Employment	0
Meuleman et al. (2009)	UK	1993-2003	Employment	+
Boucly, Sraer & Thesmar (2011)	France	1994-2004	Employment	+
Jelic & Wright (2011)	UK	1980-2009	Employment	+
Wilson, Wright, Siegel and Scholes, 2012	UK	1995-2010	Employment growth Employment volatility	+ -
Davis, Haltiwanger Hanley Jarmin, Lerner en Mirnada (2014)	US	1980-2005	Employment Wages	0 -

De meest uitgebreide studie naar de werkgelegenheidseffecten in door private equity gefinancierde ondernemingen is Davis, Haltiwanger, Hanley, Jarmin, Lerner en Mirnada (2014). Zij analyseren een zeer uitgebreide dataset van 3200 buy-out-ondernemingen over de periode 1980-2005 met informatie over 150.000 vestigingen en 'controleren' voor bedrijfstakontwikkelingen, grootte, leeftijd en vroegere groei van de ondernemingen. Zij 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 creatie als destructie van banen, resulterend in een klein netto verlies. Zij vinden verder een stijging van de totale factorproductiviteit, met name door versnelde afstotingen van minder productieve vestigingen en grotere groei van meer productieve vestigingen bij door private equity overgenomen activiteiten.

Naast het effect van private equity op het aantal werknemers, is er ook gekeken naar andere aspecten die relevant zijn voor werknemers. Allereerst is er gekeken naar het effect van private equity-financiering op salarissen in de door private equity gefinancierde ondernemingen. Het effect varieert sterk per studie. Lichtenberg en Siegel (1990), Arness en Wright (2007) en Davis et al. (2014) vinden een daling van de salarissen. Wright et al. (2007) vindt daarentegen een stijging. Arness, Grima en Wright (2008) vinden hogere salarissen maar niet als de private equity transactie gebeurt met relatief veel vreemd vermogen. Ook hier spelen dynamische allocatieve effecten een belangrijke rol. Er ontstaat veelal een verschuiving: er kan een druk ontstaan op de bestaande salarissen, maar door veranderingen van de onderneming (met nieuwe veelal hoger opgeleide werknemers) kan het alsnog zo zijn dat de gemiddelde salarissen stijgen ten opzichte van concurrenten (zie Davis et al., 2014).

Verder is gekeken naar lidmaatschap/erkenning van vakbonden. Wright et al. (1990a), Bacon Wright, Scholes en Meulemans, (2009) vinden een lichte daling nadat een private equity-partij betrokken raakt bij een onderneming.

Cohn, Nestoriak en Wardlaw (2015) onderzoeken het effect van LBO's op de werkveiligheid binnen ondernemingen. Zij vinden in hun steekproef dat ondernemingen gekocht in LBO's over de periode 1997-2007, een 1%-punt daling zien van risico's op ongevallen (komt overeen met 15% van de gemiddelde ongevallenkans). De daling is het grootst van het tweede tot en met het vierde jaar na de buy-out. Zij verklaren dit door te wijzen op het feit dat ondernemingen met een beursnotering (niet met private equity gefinancierde ondernemingen) juist prikkels kunnen hebben om hun winst omhoog te brengen door te bezuinigen op investeringen in veiligheid en vinden hier ook enige onderbouwing van; LBO's waar investeerders voor de buy-out een kortere tijdshorizon hadden (gemeten op basis van mate van earnings management voor de buy-out), laten een sterkere daling van het aantal ongevallen zien. Ook Bernstein en Sheen (2016) in een analyse van de rol van private equity in de restaurantindustrie, vinden dat er een daling is van het aantal gezondheidsovertredingen nadat een private equity-fonds het bedrijf heeft overgenomen.

Uit een EVCA/CMBOR (2008) survey onder Europese ondernemingen in handen van een private equity-fonds gedurende de periode 2002-2006 blijkt eveneens dat het aantal werknemers gemiddeld eerst daalt en later stijgt. Voor wat betreft de salarissen van werknemers wordt in 51% een verhoging, in 47% geen verandering en in slechts 3% van de gevallen een daling gevonden na een buy-out. De betrokken ondernemingen introduceerden ook vaker prestatiegerichte beloning en investeerden verder in meer

teambijeenkomsten, meer interne promoties en hanteerden vaker klachtenprocedures om problemen aan de kaak te stellen. Vakbondslidmaatschap daalde slechts een fractie. De studie suggereert dat de belangen van werknemers niet veel minder worden gewogen onder private equity-financiering.

Er kan worden geconcludeerd dat bestaande werknemers in de onderneming de implicaties van private equity ondervinden. In private equity-transacties gericht op herstructurering is te verwachten dat het aantal werknemers terug zal lopen. Indien dit gecombineerd wordt met groei, is dit zeker op termijn minder waarschijnlijk. Om de efficiency van de onderneming te verhogen wordt selectief in bestaande banen gesneden. Hiertegenover staat dat ruimte wordt geschapen voor nieuwe banen. Er kan sprake zijn van groei in het aantal banen die vaak samen gaat met een strategische heroriëntatie.⁸⁵ Hier lijkt derhalve sprake te zijn van 'creative destruction' waar herstructurering onder private equity sneller en harder wordt doorgevoerd in vergelijking met de vorige eigenaren. Dit scheidt dan weer ruimte om verder te groeien.

Voor wat betreft salarissen laat het onderzoek een diffuus beeld zien. Het lijkt dat de salariskosten per medewerker over het algemeen dalen, maar door verandering van de onderneming op lange termijn gemiddeld weer stijgen. Dit kan samenhangen met veranderingen in de ondernemingsstructuur. Een ander mogelijke verklaring is dat het financieren met veel vreemd vermogen en de daaruit voortkomende druk op de onderneming, de onderhandelingspositie van werknemers niet sterker maakt (zie voor een uitvoerigere theoretische discussie van dit mechanisme Perotti en Spier, 1993).

Studies laten verder zien dat de belangen van werknemers gemiddeld genomen niet veel minder worden gewogen na een private equity buy-out in vergelijking met vergelijkbare ondernemingen uit de sector met een andere eigendomsstructuur en dat er op basis van deze studies geen systematisch bewijs is van een overdracht van waarde van werknemers naar private equity-firma's.

5.2.3 Leverage en vreemd vermogensverschaffers

Het effect van buy-outs op vreemd vermogensverschaffers is onderzocht door naar het aankondigingseffect van deze buy-outs op de rendementen van obligatiehouders te kijken. Marais et al. (1989) en Asquith en Wizman (1990) vinden respectievelijk geen en een beperkt verlies (2,8% van de marktwaarde van de pre-buy-out-waarde van de schuld).⁸⁶ Obligaties beschermd met convenanten toonden een positief effect, die zonder een negatief effect (zie ook Cook et al., 1992 en Warga en Welch, 1993). Obligatiehouders met voldoende bescherming verliezen dus niet of gaan er zelfs iets op vooruit. Obligatiehouders zonder bescherming verliezen iets in waarde.

Het effect van de stijging van de financiering met het vreemd vermogen na een door een private equity geïnitieerde deal voor de oorspronkelijke schuldeisers lijkt derhalve beperkt. Vreemd vermogensverschaffers lijken zich te beschermen met onder meer 'change of control'-clausules om een

⁸⁵ Ducanovic (2014), te verkrijgen op de website van de NVP, in haar masterscriptie, laat zien dat voor een steekproef van uiteindelijk 23 Nederlandse door private equity-gefinancierde ondernemingen in de periode 2007-2010 in het eerste en derde jaar deze een niet significante sterkere groei in het aantal werknemers, maar in het tweede jaar een significante daling laten zien ten opzichte van een controle groep.

⁸⁶ Beperkt in vergelijking met de waardestijging van de aandeelhouders; hetgeen suggereert dat het een beperkt deel van de mogelijke waarde creatie is.

eventuele waardeoverdracht te voorkomen. Het is wel van belang te benadrukken dat de potentieel meer kwetsbare groepen van crediteuren (bijvoorbeeld verschaffers van leverancierskrediet) in dit type onderzoek niet zijn meegenomen. Een voorbeeld genoemd in Roosenboom (2009, p. 24) waarin Maxeda wordt aangehaald die de betalingstermijn van haar leveranciers oprekte van 30 tot 60 dagen, suggereert dat deze groep wellicht kwetsbaarder hiervoor is. De Weijs (2016) noemt verder Hema en V&D als voorbeelden van ondernemingen die hun betalingstermijn hebben opgerekt na een buy-out.

5.2.4 Overige economische effecten

Looptijd van investeringen, asset stripping en langetermijn- versus kortetermijnbeleid.

Veelal wordt private equity geassocieerd met kortetermijnbeleid. Een te sterke nadruk op de korte termijn zou nadelig kunnen zijn voor de overige stakeholders en zou waardeverhogende investeringen (bijvoorbeeld in R&D) in de weg kunnen staan. Voordat het empirisch bewijs hierover wordt besproken zijn enkele opmerkingen op hun plaats. De korte termijnoriëntatie wordt vaak gekoppeld aan het feit dat het private equity-fonds vaak gemiddeld ongeveer vijf jaar eigenaar is. Strömberg (2008) laat zien dat 85% van de participaties meer dan vijf jaar na de initiële transactie nog in handen van het private equity-fonds is. Slechts 12% van de private equity-transacties heeft een exit binnen twee jaar. Een vergelijking van de tijds horizon van een private equity-onderneming met die van grote aandeelhouders (met een groot belang) in een beursgenoteerde onderneming leert dat deze aandeelhouders gemiddeld korter als aandeelhouder fungeren dan dat private equity-fondsen dit doen in hun onderneming. Gottschalg (2007) bijvoorbeeld laat zien dat in 1996 in de VS aandeelhouders met een groot belang deze gemiddeld korter aanhouden dan dat private equity-fondsen dit doen.

Een tweede nuance is dat zuiver korte termijnbeleid waarbij de private equity-onderneming de activa verkoopt (evt. via sale en leaseback constructies en zoveel mogelijk snijdt in de kosten en langetermijninvesteringen), een negatieve invloed heeft op de verkoopprijs die een groot deel van het rendement van de private equity-investeerder bepaalt. Dit laat zien dat private equity-investeerders in ieder geval via deze verkoopprijs belang hebben bij beleid wat gericht is op waardemaximering op de lange termijn.

Een voorbeeld van langetermijninvesteringen zijn investeringen in milieu, sociale voorzieningen en governance. In een survey naar de integratie van milieu, sociale en governance (ESG)-aspecten in fusies en overnametransacties (PWC, 2012) onder strategische kopers in een overname, blijkt dat deze een invloed hebben op de overname transactieprijs. 70% van de respondenten die een transactie had gedaan met een general partner van een private equity-firma waren van mening dat deze ESG-aspecten van invloed waren op de transactieprijs. Naast dit belang (van een hogere verkoopprijs) wordt ook druk uitgeoefend door limited partners om hier aandacht aan te besteden (met name door grote pensioenfondsen). Voorbeelden hiervan zijn de UN principles for Responsible Investments (onder meer door ABP en PGGM ondersteund). In een vervolgonderzoek van PWC (2016) onder limited partners blijkt dat 71% van de ondervraagde limited partners een investeringsvoorstel van de general partners zou afwijzen op ESC-gronden en dat 97% van de limited partners verwacht dat dit in de toekomst steeds belangrijker zal worden.

Studies die hebben gekeken naar het niveau van investeringen, volgend op een LBO in de jaren tachtig en negentig, laten een daling zien van deze investeringen na een LBO-transactie (zie Kaplan, 1989; Lichtenberg en Siegel, 1990; Muscarella en Vetsuypens 1990; Smith, 1990 en Long en Ravenscraft 1993). In die periode blijken LBO's vooral meer voor te komen in laag R&D intensieve sectoren (zie Lichtenberg en Siegel, 1990 en Long en Ravenscraft, 1993). LBO's in relatief hoge R&D-intensieve ondernemingen hebben een betere performance voor wat betreft de investeringen in vergelijking met non-buy-out industriegemiddelden. Dit suggereert dat het negatieve verband tussen het niveau van investeringen en buy-outs wellicht deels is ingegeven door de meer op herstructurering gefocuste buy-outs in die tijdsperiode.

Een andere manier waarop een kortetermijnnoriëntatie zich kan uiten, is door in een heel vroeg stadium het grootste deel van het rendement te genereren en dit door vroege dividendbetalingen aan het private equity-fonds uit te keren (vaak gefinancierd met nieuw aangetrokken vreemd vermogen). Hoewel vaak becommentarieerd in de pers - zie bijvoorbeeld de bekritiseerde dividenduitkering die Attero heeft gedaan aan het private equity-fonds (zie case paragraaf 7.1) - blijkt dit gemiddeld genomen in de VS niet heel vaak te gebeuren. Cohn, Mills en Towery (2014) vinden dat de mediane onderneming na een LBO in het eerste jaar geen en in het tweede jaar een minimaal dividend aan het fonds uitkeren. Zelfs in het 90^e percentiel waren dividenduitkeringen in het eerste jaar 0,1% van transactiewaarde en in het tweede jaar 1,7%. Deze dividenduitkeringen waren gemiddeld lager dan voor de buy-out. Wel vinden ze dat bij buy-outs waar de cash flow laag is dividenden wat hoger zijn en vice versa. Het effect is economisch echter zeer gering. Deze cijfers suggereren dat dit in ieder geval niet systematisch veel gebeurt.

Wereldwijd zijn in wetgeving maatregelen verankerd om excessieve winstuitkeringen en zogeheten 'asset stripping' in de meest pure zin (waarbij de overnemende partij de activa van onderneming verkoopt en de crediteuren en werknemers achterlaat in een lege onderneming) te voorkomen. In Nederland valt dit onder de bestuurdersaansprakelijkheid (Artikel 2:216 BW) en stelt de AIFM-richtlijn (in wetgeving verankerd in Artikel 4:37v Wft) hieraan grenzen. Conform Artikel 2:216 BW dienen bestuurders uitkeringen goed te keuren. Bestuurders dienen daarbij in het vennootschappelijk belang te handelen en dienen op basis van realistische prognoses te toetsen of de onderneming door de uitkering niet in continuïteitsproblemen komt. In het geval van faillissement van de onderneming kan indien dit niet voldoende is gebeurd, het bestuur persoonlijk aansprakelijk worden gehouden. Indien aandeelhouders uitkeringen ten onrechte hebben gekregen en de onderneming failliet gaat, kunnen schuldeisers het ten onrechte uitgekeerde bedrag verhalen op de aandeelhouders. In de AFIM-richtlijn (artikel 30) is een anti-asset stripping-maatregel opgenomen waarin staat dat onder meer private equity-fondsbeheerders met een controlerend belang in een onderneming zich de eerste 24 maanden moeten onthouden van steun of medewerking aan handelingen waardoor het vermogen van de betrokken onderneming zakt onder een bepaald niveau. De AFM houdt hier toezicht op.

Een andere bron van zorg is dat teveel leverage druk zet op organisaties waardoor dit consequenties kan hebben voor de kwaliteitszorg binnen dergelijke ondernemingen. Matsa (2011), laat bijvoorbeeld zien dat sterk met vreemd vermogen gefinancierde private equity-ondernemingen in de Amerikaanse supermarktsector bereid zijn concessies te doen aan de kwaliteit van hun producten (ondanks

reputatierisico's en schade aan klantloyaliteit), om zodoende aan hun cash flow-verplichtingen te kunnen voldoen. Dit biedt enige ondersteuning voor de hypothese dat deze ondernemingen het risico willen nemen op teruglopende verkopen en klantloyaliteit om aan hun cash flow-verplichtingen van een relatief hoog schuldniveau te kunnen voldoen.

Verscheidende recente studies hebben, om inzicht te krijgen in de gesuggereerde kortetermijnoriëntatie, gekeken naar de ontwikkeling van patenten van private equity-ondersteunde ondernemingen. Deze hangen samen met investeringen in R&D. Uit deze studies blijkt dat door private equity ondersteunde ondernemingen effectiever in innovatieve investeringen zijn. Lerner, Sorensen, and Strömberg (2011) vinden op basis van een analyse van een steekproef van 1986-2005 door Amerikaanse bedrijven aangevraagde patenten, dat patenten van door private equity gefinancierde ondernemingen vaker worden aangehaald en daarmee meer relevant zijn dan die van niet door private equity ondersteunde ondernemingen.⁸⁷ Zij laten zien dat private equity-ondernemingen zich eerder concentreren op de meer veelbelovende patenten.

Popov en Roosenboom (2009) laten zien dat de R&D-investeringen van private equity-ondersteunde divisies meer effectief zijn in vergelijking met de effectiviteit van niet door private equity-ondersteunde divisies voor een steekproef van Europese ondernemingen over de periode 1991-2004. Zij laten zien dat een 1% stijging van private equity investeringen het aantal patenten met ongeveer 0,04% laat toenemen.⁸⁸ Tevens laten ze zien dat hoewel de door private equity ondersteunde investeringen in R&D 8% van de totale investeringen in R&D bedragen, private equity verantwoordelijk is voor 12% van de innovatie in de bedrijfstak (daarmee aangevend dat deze meer efficiënt zijn).

Bovenstaand onderzoek nuanceert het beeld dat private equity-partijen een kortetermijnfocus hebben in vergelijking met aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen. Ook blijkt dit niet uit het gemiddelde niveau en soort investeringen van de ondernemingen in handen van private equity-fondsen. Slechts in incidentele gevallen worden hoge dividenden in een vroeg stadium (veelal met geleend geld) uitgekeerd aan de private equity-fondsen en in het geval het relatief slecht gaat met de onderneming is er een risico dat dergelijk kortetermijngedrag voorkomt. Tenslotte blijken private equity-ondernemingen meer effectief in hun R&D-investeringen.

5.3 Private equity en effecten op de maatschappij

5.3.1 Private equity en belastingen

Het gebruik van veel leverage in private equity-transacties om buy-outs te financieren zorgt via de rente-aftrekbaarheid voor substantiële vennootschapsbelastingbesparing (zogenoemde tax shields). Dit is een overheveling van waarde van de maatschappij naar het private equity-fonds. Deze

⁸⁷ De hoeveelheid aangevraagde patenten bleek niet systematisch te veranderen bij PE-gefinancierde ondernemingen.

⁸⁸ Dit is overigens wel afhankelijk van hoe patenten gemeten zijn; de genoemde resultaten zijn indien patenten worden gemeten door het aantal patenten aangemeld bij het U.S. Patent and Trade Mark Office. Indien patenten op basis van EPO worden gemeten is het effect nauwelijks meetbaar. Ook is de 'matching' niet optimaal.

vennootschapsbelastingbesparingen worden in populaire media vaak aangehaald als belangrijke (soms zelfs belangrijkste) reden van de agressieve financieringsstructuur. In meerdere landen is regelgeving ontwikkeld om de fiscale aftrekbaarheid bij private equity-overnametransacties te beperken. Nederland heeft met name beperkingen gesteld aan de rente-aftrek met de overnameholding-bepaling in 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 geldt ook voor aandeelhoudersleningen en is van toepassing op alle overnames, dus niet alleen overnames van private equity-fondsen.⁸⁹ In het belastingplan 2017 is deze regeling verder aangescherpt en is de rente-aftrek op aandeelhoudersleningen verder beperkt.

Eerder is al aangegeven dat er naast de belastingvoordelen ook andere redenen kunnen zijn voor private equity-fondsen om overnames met veel vreemd vermogen te financieren. Verder is van belang dat de voordelen van financiering met vreemd vermogen niet voorbehouden zijn aan private equity-fondsen; alle ondernemingen kunnen hier gebruik van maken, maar doen dat in mindere mate gegeven het feit dat private equity-ondernemingen gemiddeld genomen een substantieel hogere leverage hebben.⁹⁰

Studies die gekeken hebben naar de omvang van de fiscale voordelen uit hoofde van de renteaftrekbaarheid van het vreemd vermogen van private equity-ondernemingen, laten zien dat deze voordelen substantieel zijn. Knauer et al. (2014) vinden een waarde van de belastingbesparingen tussen de 16 en 20% van de ondernemingswaarde.

Andere studies hebben juist gekeken naar de bijdrage van deze belastingvoordelen in het totale rendement van de private equity-onderneming. Daarbij concluderen Guo et al. (2011) dat deze bijdrage substantieel was (ongeveer 30% van het extra rendement komt voort uit belastingvoordelen, zie ook paragraaf 5.2). Jenkinson en Stucke (2011) daarentegen concluderen dat deze bijdrage veel beperkter is als het effect van de belastingvoordelen op de te betalen overnameprijs wordt meegenomen. Laatstgenoemde studie laat zien dat de hogere mate van leverage (en daarmee hogere samenhangende belastingbesparingen) gepaard gaat met hogere prijzen die betaald worden voor de buy-outs bij de aankoop door een private equity-fonds. Dit betekent dat de fiscale voordelen via een hogere prijs voor de gekochte onderneming uiteindelijk vooral bij de uitgekochte aandeelhouders terecht komen, en minder bij de private equity-fondsen.

In vervolgonderzoek naar het effect van de verandering van de Duitse wetgeving (beperking van de renteaftrek tot maximaal 30% van EBITDA), laten Knauer, Lahman, Pflucke en Swetzler (2014) zien dat

⁸⁹ Zie voor een verdere bespreking: de position paper: *Fiscale aspecten van private equity, aanpassingen nodig?* van Van der Streek (2016).

⁹⁰ Binnen de financieringsliteratuur zijn er overigens maar weinig goede argumenten aanwezig om vreemd vermogen fiscaal te bevoordelen boven eigen vermogenfinanciering. In Nederland wordt dit gedeeld. In een in maart 2016 aangenomen Kamermotie lijkt er draagvlak in de Tweede Kamer om deze ongelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen aan te pakken in Nederland.

dit beperkt is. Voor een steekproef van 57 LBO's simuleren ze de consequenties en komen ze uit op een daling in de omvang van de belastingbesparingen (als percentage van de ondernemingswaarde) van gemiddeld 1 a 2%.

Concluderend kunnen we stellen dat het belastingvoordeel van de hoge mate van leverage die gebruikt wordt in private equity-ondernemingen substantieel is. De overheid loopt hierdoor belastinginkomsten mis, de renteaftrek wordt groter en de belastingdruk lager. Maar deze voordelen gaan gepaard met hogere prijzen die betaald worden bij de overname en lijken zo met name ook terecht te komen bij de uitgekochte aandeelhouders van de overgenomen ondernemingen. Deze inzichten zijn met name van belang voor de effecten van regelgeving die zich richt op het verminderen van de fiscale aftrekbaarheid van rente op het vreemd vermogen bij private equity-transacties. Deze zullen er bij nieuwe private equity-transacties vooral toe leiden dat de prijzen en daarmee de relatieve slagkracht van private equity ten opzichte van zogeheten strategische kopers zal veranderen. Het effect hiervan op de gebruikte hoeveelheid leverage in private equity-transacties is mogelijk anders dan in eerste instantie verwacht; er zijn nog voldoende andere redenen voor private equity om relatief veel met vreemd vermogen te financieren.

5.3.2 Private equity en risico en kosten faillissement

In paragraaf 4.1 is geconstateerd dat private equity-fondsen buy-outs relatief veel financieren met vreemd vermogen. In hoeverre leidt dit tot teveel leverage en daarmee meer faillissementen in door private equity ondersteunde ondernemingen? En in het geval van een faillissement: wie dragen de kosten van een dergelijk faillissement? Critici wijzen hier vaak op de met vreemd vermogen gefinancierde dividendbetalingen die al kort na de buy-out worden gedaan en waarmee de private equity-fondsen al een groot deel van hun rendement realiseren. In een dergelijk extreem geval zouden de private equity-fondsen (en met name de general partner) er weinig belang bij hebben om nog veel verder moeite en aandacht te besteden aan een dergelijke onderneming.⁹¹ In deze gevallen zouden private equity-ondernemingen een hogere kans op faillissement en bijbehorende hogere faillissementskosten hebben in vergelijking met private equity-ondernemingen.

Het alternatieve gezichtspunt is dat private equity-fondsen beter in staat zijn (door hun ervaring met de sterke leveraged financieringswijze) om hoge schuld niveaus te kunnen managen. Private equity-firma's zijn herhaalde spelers op deze markt en hebben derhalve een reputatiebelang; ook in een volgende buy-out willen ze zoveel mogelijk kunnen financieren met vreemd vermogen. Daarnaast hebben ze vaak het nog niet benutte deel van het fonds om eventueel kapitaalinjecties te verzorgen indien dit nodig is. Dit zou de kans op kostbaar faillissement moeten verkleinen en herstructurerings vanuit distress moeten vergemakkelijken.

Tabel 5.4 laat zien dat verscheidene studies vinden dat private equity leidt tot een hogere faillissementskans in vergelijking tot niet bij een buy-out betrokken onderneming (bijvoorbeeld Kaplan en Stein, 1993, voor de VS).

⁹¹ In 3.1. is overigens al empirisch onderzoek besproken dat suggereert dat dergelijke dividendbetalingen kort na de overname weinig gebeurt.

Het onderzoek van Hotchkiss, Smith en Strömberg (2014) is wellicht het meest uitgebreide onderzoek dat de rol van private equity en faillissementsrisico en -afwikkeling onderzoekt. Zij onderzoeken meer dan 2000 ondernemingen die in de leveraged loan-markt actief waren tussen 1997 en 2007 in de VS. Zij vinden allereerst dat de kans op faillissement van door private equity ondersteunde ondernemingen hoger is dan de kans bij niet door private equity-ondersteunde ondernemingen (4,9% versus 3,6%). Maar zij vinden ook dat de leningen van ondernemingen die verkocht zijn door private equity-fondsen de laagste kans op faillissement hebben (in vergelijking tot andere leningen). Dit strookt niet met het beeld dat deze ondernemingen uitgemergeld achter worden gelaten door private equity-fondsen bij hun exit. Indien gecontroleerd wordt voor leverage (private equity-ondersteunde ondernemingen gebruiken over het algemeen meer leverage) is er geen significant verschil in de kans op faillissement meer tussen de twee groepen. Indien de meest met vreemd vermogen gefinancierde ondernemingen worden bekeken, blijkt dat de door private equity ondersteunde ondernemingen de kleinste kans op faillissement hebben. Verder blijken leverage verhogende herfinancieringen (bijvoorbeeld voor dividenduitkeringen) door private equity-fondsen niet te leiden tot een hogere kans op faillissement. Indien de buy-out relatief vroeg plaatsvindt in het leven van een private equity-fonds, blijkt dit te leiden tot een lagere faillissementskans. Dit komt overeen met het idee dat het private equity-fonds nog voldoende dry powder (nog niet benutte deel van het door de limited partners gecommitteerde kapitaal) heeft voor kapitaalinjecties of dat ze dit doet binnen relatief veilige grenzen. Ze laten verder zien dat ook de afhandeling van insolventie door private equity ondersteunde ondernemingen sneller is (4,2 maanden sneller) en vaker buiten de rechtszaal om of via een pre-pack gebeurt. Tenslotte, komen ze vaker als onafhankelijke entiteit uit de herstructurering, waarbij de private equity-fondsen vaker als uiteindelijke controlerende eigenaren uit de Chapter 11-herstructureringen naar voren komen. De resultaten suggereren volgens de auteurs dat de hoge mate van leverage in private equity-transacties niet leidt tot excessieve kosten van financial distress, noch voor de crediteuren, noch voor de maatschappij als geheel, in vergelijking met de leverage-keuzes van andere ondernemingen.⁹²

Tykvova en Borell (2012) vinden geen verschil in de faillissementskans voor een steekproef van Europese private equity-ondernemingen ten opzichte van een controle groep. Harford en Kolasinski (2013) onderzoeken hoe private equity-ondersteunde ondernemingen het doen in financial distress. Zij vinden dat de mate waarin de private equity-sponsor herfinancieringen gebruikt om dividend uit te keren, geen invloed heeft op de kans van faillissement van een private equity-ondersteunde onderneming.

⁹² Het is een terechte vraag of de werknemers in dit geval niet deels opdraaien voor de kosten als gevolg van deze herstructurering. Dat is zeker zo; zij worden immers ontslagen. Vanuit economisch perspectief kan daarentegen worden beargumenteerd dat nu een eerdere sanering plaatsvindt en dat daardoor wellicht minder werknemers ontslagen hoeven te worden. Bovendien kan beargumenteerd worden dat een eventueel faillissement weer ruimte schept voor nieuwe initiatieven.

TABEL 5.4: Overzicht internationale empirische studies naar faillissementsrisico en salarissen.

Auteurs	Regio	Periode	Maatstaf	Resultaat
Kaplan & Stein (1993)	US		Bankruptcy rate	+
Boucly, Sraer & Thesmar (2011)	France	1994-2004	Bankruptcy rate	0
Kaplan & Strömberg (2009)	Worldwide	1970-2007	Bankruptcy rate	0
Hotchkiss, Smith & Strömberg (2014)	US	1997-2010	Bankruptcy rate Restructuring	+ +
Tyková & Borell (2012)	Europe	2000-2008	Distress risk Bankruptcy rate	0 0
Wilson & Wright (2013)	UK	1995-2010	Insolvency risk	0
Harford & Kolasinski (2013)	US	1993-2001	Bankruptcy rate	0

De empirische studies laten zien dat hoewel het risico op faillissement van een private equity-onderneming in sommige studies (maar niet in alle) beperkt hoger is dan vergelijkbare niet door private equity ondersteunde ondernemingen, private equity-managers kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen. Daarnaast zijn financiële instellingen bereid om deze herhaalde spelers middels hun ondernemingen te financieren met hogere schuld-ratio's.⁹³ De niet heel veel hogere faillissementskans in vergelijking met vergelijkbare ondernemingen beperkt ook de verwachte maatschappelijke kosten die gepaard gaan met de gevolgen van deze faillissementen (ontslagen, waardevernietiging, etc.).

⁹³ Een alternatieve mogelijkheid is dat de financiële instellingen gevangen zijn door de private equity-partijen en dat ze daarom toeschietelijk zijn in de herstructurering door de grote omvang van de financieringen.

5.3.3 Private equity en effecten op macro- en mesoniveau

Zoals eerder is besproken is er enig bewijs dat private equity bijdraagt aan betere operationele performance. Dit kan betekenen dat private equity leidt tot een betere allocatie binnen de economie en daarmee een positieve invloed heeft op de economie op macroniveau. Recent hebben een beperkt aantal studies gekeken naar de invloed van private equity op meso (bedrijfstak)niveau.

Er zijn nog geen studies die hebben gekeken naar het effect van private equity op de economische groei van een land.⁹⁴ Een belangrijk probleem van een dergelijke studie is het uitsluiten van mogelijke omgekeerde causaliteit, namelijk dat groei private equity aantrekt in plaats van dat private equity-investeringen leiden tot economische groei.⁹⁵ Wel kunnen we constateren dat private equity via een verbeterde productiviteit en het faciliteren van meer groei van ondernemingen potentieel kan bijdragen aan deze economische groei.⁹⁶ Naast deze directe invloeden, laten recente studies zien dat er ook nog spillover-effecten zijn van private equity.

Bernstein et al (2010) in een studie geïnitieerd door het World Economic Forum (2010), analyseren de invloed van private equity-fondsen op de rest van de bedrijfstak voor een steekproef van 20 bedrijfstakken in 26 landen gedurende de periode 1991-2007. Zij vinden dat in industrieën waar in de afgelopen vijf jaren private equity-fondsen actief zijn er relatief meer groei in werkgelegenheid en investeringen is (gemeten met totale productie, toegevoegde waarde, totale loonsom en totale werkgelegenheid). Dit kan er op wijzen dat er mogelijke spill-over-effecten zijn van de aanwezigheid van private equity-fondsen in de industrie op concurrenten in die industrie.⁹⁷ Of er relatief veel private equity-activiteit in een industrie is of niet, blijkt niet veel van invloed te zijn (leidt niet tot significante verschillen). Vervolgens kijken ze of private equity-aanwezigheid leidt tot meer cycliciteit in de sector; het zou kunnen dat private equity-aanwezigheid fluctuaties in de sector versterkt. Dit blijkt niet het geval te zijn (ook niet indien de analyse wordt beperkt tot continentaal Europa). Activiteiten in private equity-bedrijfstakken zijn niet meer volatiel en voor wat betreft totale loonsom en werkgelegenheid zelfs minder volatiel.

⁹⁴ Meyer (2010) vindt een positief effect van de omvang van venture capital-activiteiten en reële GDP-groei in een steekproef van 14 Europese landen voor de periode 1989-2014 en beargumenteert dat de causaliteit niet omgekeerd is.

⁹⁵ Het andere grote probleem is doordat zeer vele factoren economische groei beïnvloeden er het risico is dat een van deze factoren gerelateerd is aan de aanwezigheid van private equity waardoor indien voor die variabele niet gecorrigeerd wordt onterecht de conclusie wordt getrokken dat private equity invloed heeft op de economische groei.

⁹⁶ Het Center for Management Buy Out heeft in 2008 in opdracht van de NVP en Ernst & Young de effecten van private equity in Nederland onderzocht middels een survey onder 427 MBO's met een respons uiteindelijk van 70. De bevindingen waren dat 90% een groei strategie nastreefde, dat 57 % van de gevallen de werkgelegenheid toeneemt, dat de omzetgroei na de MBO steeg van gemiddeld 6% voor naar gemiddeld 13% in de drie jaar daarop en meer dan 70% van de respondenten meldde dat ze meer efficiënt opereerden na de buy-out (CMBOR, 2008).

⁹⁷ Enige voorzichtigheid is hier op zijn plaats. Hoewel getracht wordt zo goed mogelijk te controleren voor reversed causality is dit iets wat niet volledig uitgesloten kan worden. In een studie naar de rol van PE in de restaurantindustrie in de VS vinden Bernstein en Sheen (2016) hier meer direct bewijs van; met name franchiseorganisatie van door PE overgenomen organisaties in de nabijheid van PE-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden en operations, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden.

Ook Lubbers, von Eije en Westerman (2015) onderzoeken de effecten van private equity-gefinancierde overnames op de bedrijfstak voor een steekproef van continentaal-Europese ondernemingen in de periode 2001-2009. Resultaten van deze studie zijn allereerst dat de aanwezigheid van private equity niet noodzakelijkerwijs tot een verbetering leidt in groei van de rest van de bedrijfstak (gemeten in productiviteit en value added). Sectoren met relatief de hoogste private equity-investeringen (gemeten op bovenste helft, kwartiel of deciel) doen het steeds iets beter in termen van groei. Voor de groei in operationele performance wordt geen significant verschil gemeten voor al dan niet private equity-aanwezigheid, maar wederom wel een zwak positief verband voor relatief de hoogste private equity-investeringen, waarbij het bovenste deciel eveneens het hoogste scoort. Voor de groei in het aantal werknemers is geen significant (maar wel negatief) verband met het aantal werknemers. Wederom geldt dat voor de relatieve mate van private equity-investeringen voor het bovenste kwartiel en deciel een hogere positieve groei van het aantal werknemers gevonden is. Voor wat betreft de groei van het totale loon vinden ze wel een verschil waarbij bedrijfstakken met relatief veel private equity hogere groeicijfers in lonen laat zien in vergelijking tot bedrijfstakken waar relatief weinig private equity is. Zij vinden geen verschillen binnen kwartielen of decielen van relatieve private equity aanwezigheid. Het is te vroeg om op basis van deze studies sterke conclusies te trekken. Wel is duidelijk dat er mogelijk sprake is van positieve effecten op andere bedrijven in de bedrijfstak door de aanwezigheid van private equity financiering. Het onderzoek in deze richting is echter nog pril.

6 Empirische analyse van PE in Nederland

Het doel van dit hoofdstuk is om een indicatie te geven van het effect van PE-activiteiten op de belangrijkste stakeholders in Nederland. We onderzoeken de prestaties van het portefeuillebedrijf, het rendement voor beleggers (zoals pensioenfondsen), de impact op de werkgelegenheid en de betaalde belastingen.

Tegelijkertijd willen we de beperkte omvang van deze studie en daarbij de beperking van de gepresenteerde gegevens benadrukken. Bij deze studie wordt in het bijzonder gekeken naar leveraged buyouts (LBO's) van Nederlandse bedrijven door private-equityfondsen sinds 2007. Bij de overgrote meerderheid van deze LBO's gaat het om particuliere bedrijven. De beperkte hoeveelheid gegevens over een langere periode die over particuliere bedrijven beschikbaar zijn, levert voor elke studie een grote uitdaging op. Voor deze studie hebben we bijvoorbeeld 755 investeringen door PE-fondsen in Nederlandse bedrijven kunnen vinden.⁹⁸ We beschikken echter over een zeer beperkte hoeveelheid bedrijfsgegevens. Dit is met name het geval als we de waarde van een variabele – bijvoorbeeld de hoogte van de schuld – van het bedrijf vóór de investering door het PE-fonds willen vergelijken met de waarde op het moment van de desinvestering. Wat de schuld (langlopende schulden) betreft, beschikken we slechts over 36 waarnemingen op deze twee momenten, wat 5% (36/755) vertegenwoordigt van alle bedrijven die bij PE-activiteiten betrokken zijn. We willen de lezer daarom op het hart drukken om de cijfers in dit hoofdstuk niet te generaliseren naar alle PE-activiteiten in Nederland. De gegevens van de database van PE-investeerders (de tweede database die we gebruiken) omvat 31 deals, wat 4% van de totale steekproef vertegenwoordigt. Ook hier weer adviseren we de lezer om bij de interpretatie van de resultaten deze beperking in gedachten te houden.⁹⁹

Een andere kanttekening is dat bij bedrijven die in handen van PE-fondsen zijn, de kans beduidend hoger is dat zij zich met fusie- en overname (M&A-)activiteiten bezighouden (zowel overnames als afstotingen) en dat zij sterk veranderen (zie eerdere hoofdstukken in dit rapport). Dit zou enkele bevindingen van dit rapport kunnen verklaren, aangezien we een stijging in de omzet en activa zien. We kunnen niet zeggen of deze groei het gevolg is van interne groei of van overnames van andere bedrijven.¹⁰⁰ Om een sterke vertekening als gevolg van potentiële uitschieters te voorkomen, vermelden we de groei van de mediaan van onze steekproef en niet de groei van het gemiddelde. Voorts onderzoeken we de M&A-activiteiten van elk portefeuillebedrijf in de database van de PE-investeerders. Overnames kunnen van invloed zijn op de meeste gerapporteerde variabelen, zoals omzet, activa, medewerkers en belasting.

Een derde kanttekening is de toename in het aantal gerapporteerde medewerkers. Naast de bovengenoemde vertekeningen is het mogelijk dat PE-bedrijven meer (of minder) uitbesteden,

⁹⁸ Bedrijven die hun hoofdkantoor in Nederland hebben (volgens de BvD-database). Zie paragraaf 6.1 voor een uitgebreide beschrijving van de gegevens.

⁹⁹ Dit gebrek aan balansgegevens van portefeuillebedrijven na een fusie of overname en het resulterende lage aantal waarnemingen is een veelvoorkomend probleem bij studies naar PE en daarom niet uniek voor deze studie (zie bijvoorbeeld Aleszczyk (2016)).

¹⁰⁰ We maken geen onderscheid tussen externe of interne groei, noch voor de portefeuillebedrijven, noch voor de benchmarkbedrijven. Uit eerder onderzoek is echter gebleken dat bij bedrijven in PE-handen de kans groter is dat zij zich met fusies en overnames bezighouden. Dit veroorzaakt deze potentiële vertekening.

bijvoorbeeld om de efficiency te verhogen. We hebben geen zicht op het aantal medewerkers waarop dit type bedrijfsbeleid gevolgen heeft, omdat we het aantal ingehuurde tijdelijke medewerkers of het effect van extern uitbestede productieprocessen niet kunnen zien. De lezer dient deze kanttekeningen in gedachten te houden bij de interpretatie van de verandering in het aantal medewerkers.

6.1 Steekproeven en gegevensbronnen

We nemen de steekproef van met private equity gefinancierde leveraged buyouts (LBO's) van Nederlandse bedrijven uit twee hoofdbronnen. Voor de eerste database maken we gebruik van de Zephyr-database van Bureau van Dijk (hierna de "BvD-database" genoemd), die een omvangrijke, wereldwijde M&A-gegevensset van openbare en particuliere ondernemingen bevat. Uit deze database selecteren we alle transacties met een Nederlandse doelvennootschap die tussen 1 januari 2007 en 15 april 2016 zijn voltooid.

In de volgende stap worden alleen transacties in de steekproef opgenomen waarvoor het type financiering wordt aangemerkt als "private equity", "private investment in public equity" of "leveraged buyout", welke transacties zijn aangegaan door een koper bij wie in de bedrijfsomschrijving de term "private equity" voorkomt. Deze selectiecriteria resulteren in een steekproef van 716 transacties.

Vervolgens verzamelen we de private equity exitdatum voor elk buyout-bedrijf. Deze exitdatums worden niet door de Zephyr-database verstrekt en moeten daarom handmatig worden verzameld. Voor bedrijven zonder vervolgttransactie in Zephyr (in geval van een vervolgttransactie weten we de nieuwe investeerder en dus de exit van de voormalige eigenaar), vergaren we de exitdatums uit andere bronnen, zoals Capital IQ, de websites van de betrokken PE-bedrijven en krantenartikelen. Ingeval het bedrijf wordt overgenomen door een andere PE-investeerder en deze secundaire buyout (SBO) nog niet in onze database staat, voegen we zelf een extra deal toe (39 gevallen), waardoor de steekproef wordt uitgebreid tot 755 transacties. Omdat de meeste portefeuillebedrijven particuliere ondernemingen zijn, is er een gebrek aan betrouwbare en consistente openbare informatie. Daarom kunnen we voor slechts 79% van alle transacties nagaan of de PE-investeerder het portefeuillebedrijf nog steeds in handen heeft of dat hij is uitgestapt, en verwijderen we – wegens een gebrek aan informatie – 21% van de buyout-bedrijven uit de steekproef, zodat er 595 transacties overblijven.

TABEL 6.1: Aantal PE-investeringen in bedrijven met hoofdkantoor in Nederland, zoals verkregen uit de BvD-database, met een instapdatum tussen 2007 en 2016

Jaar	Aantal investeringen per jaar	Aantal exits in onze steekproef per jaar
2007	93	0
2008	62	1
2009	42	4
2010	51	14
2011	71	13
2012	50	39
2013	55	27
2014	61	37
2015	76	50
2016	34	7
Nog geen exit		403
Totaal	595	595

Om jaarrekeninggegevens aan onze steekproef toe te voegen, matchen we onze steekproef met gegevens uit de Amadeus-database van Bureau van Dijk, die pan-Europese balans en winst en verliesrekeninggegevens over zowel beursgenoteerde als niet beursgenoteerde ondernemingen bevat. Door de aard van de publicatievereisten die voor niet beursgenoteerde ondernemingen gelden en de beperkte informatie in Amadeus is de steekproef, afhankelijk van de onderzochte variabele, aanzienlijk beperkt als gevolg van een gebrek aan beschikbare gegevens. Aangezien we de impact op het bedrijf willen zien, hebben we gegevens nodig met betrekking tot het jaar vóór de PE-instap, het jaar van de PE-instap, drie jaar na de PE-instap of de exit van de PE-investeerder. We hebben bijvoorbeeld 123 matches op totale activa en 59 matches op EBIT bij de instap en drie jaar na de instap. Voor cashflow neemt dit aantal af tot 23 waarnemingen. We hebben dus 16% aan EBIT-gegevens en slechts 3% aan cashflow-gegevens voor alle bedrijven die in de steekproefperiode worden overgenomen.

Als we naar het exitkanaal kijken, neemt onze steekproef opnieuw aanzienlijk af, aangezien de mediaan participatieperiode 4 jaar is.¹⁰¹ Bovendien beschikken we (nog) niet over de balanssen voor de onlangs afgestoten bedrijven. Hierdoor loopt het aantal waarnemingen sterk terug. Zo daalt het aantal waarnemingen waarvoor we over een portefeuillebedrijf vóór de instap én ten tijde van de exit beschikken van 123 naar 41 voor de totale activa en van 59 naar 25 voor de EBIT – een daling van 8% naar 3% van alle bedrijven die in die periode bij een PE-transactie betrokken waren.

Dit gebrek aan balans- en W&V-gegevens van portefeuillebedrijven na een fusie of overname is niet uniek voor onze studie. Het verzamelen van informatie over niet beursgenoteerde ondernemingen vormt een grote uitdaging en het resulterende lage aantal waarnemingen is een veelvoorkomend probleem bij studies naar PE (zie bijvoorbeeld Aleszczyk (2016)).

Om deze terugloop in het aantal waarnemingen te ondervangen, alsook om trends te ontdekken die zich tijdens de PE-eigendom voordoen, kijken we naar elke relevante variabele in het jaar vóór de instap, in het jaar van instap, 3 jaar na de instap en bij de uitstap. Sommige potentieel relevante variabelen, zoals R&D, zijn door de beperkte verslaglegging niet beschikbaar.

Controlegroep

Om het effect van PE-financiering op de prestaties van bedrijven te meten, worden de verschillen in de uitkomsten van de relevante variabelen van portefeuillebedrijven en de uitkomsten van deze variabelen voor vergelijkbare, niet in PE-handen zijnde bedrijven geanalyseerd. Een cruciaal aspect bij de samenstelling van de counterfactual is de selectie van een geldige controlegroep.

Hiertoe gebruiken we twee verschillende vergelijkingsgroepen: een portefeuille van de 10 bedrijven binnen de tweecijferige sector binnen de Nederlandse markt die de bedrijven wat betreft reeds aanwezige activa het dichtst benaderen en een portefeuille van Europese bedrijven in dezelfde sector die een vergelijkbare omvang hebben.

De portefeuille met gematchte bedrijven is gebaseerd op Nederlandse bedrijven (met hoofdkantoor in Nederland en gematcht op de tweecijferige nationale sectorcode¹⁰², zoals aangeleverd door Zephyr). Binnen deze groep bedrijven selecteren we de 10 bedrijven die deze het dichtst benaderen wat betreft de reeds aanwezige activa. We elimineren alle bedrijven uit onze controlegroep die zich tussen 2007 en 2016 in PE-handen bevonden. We noemen deze benchmark hierna "gematchte bedrijven". Als tweede benchmark gebruiken we de standaard-peer-groep van AMADEUS, hierna de "peer-groep" genoemd.¹⁰³¹⁰⁴ Deze peer-groep bestaat uit bedrijven uit dezelfde sector die bovendien tot hetzelfde groottekwartiel als het PE-portefeuillebedrijf behoren en hun hoofdkantoor in Europa hebben.

¹⁰¹ Daarom zien we bij recentere investeringen een groot aantal deals die niet zijn afgestoten.

¹⁰² Zie https://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html voor meer informatie over de samenstelling en inhoud van de sectorcode (SIC-code). Voorbeelden van tweecijferige sectoren zijn de sectorgroep 20, Food and Kindred Products (Voedings- en verwante producten) uit de divisie Productie en de sectorgroep 80, Health Services (Gezondheidszorg) uit de divisie Dienstverlening.

¹⁰³ Als er minder dan 10 bedrijven zijn in de tweecijferige sector van een portefeuillebedrijf, reduceren we het aantal gematchte bedrijven dienovereenkomstig.

Helaas bieden openbare databases geen gegevens over het rendement op investeringen in PE-portefeuillebedrijven. Hoewel er openbare databases zijn die algehele performancegegevens bieden van fondsen die in Europa investeren, zoals Preqin, is er geen fonds in deze database dat uitsluitend in Nederlandse ondernemingen investeert dat ons de mogelijkheid biedt een zinvolle analyse van PE-investeringen te maken die op Nederland is toegespitst.

We willen echter licht werpen op de performance van investeringen vanuit het oogpunt van de investeerders (limited partners), zoals pensioenfondsen en dergelijke. Daarom verzamelen we gegevens over de performance en andere kerncijfers van het portefeuillebedrijf van een *fund of funds*, alsook van een limited partner die in Europese PE-fondsen investeert. Bij de verstrekte gegevens richten we ons, net als bij de BvD-database, op investeringen die tussen 2007 en 2016 in Nederlandse bedrijven zijn gedaan. Onze tweede database is daarom gebaseerd op de investeringen van PE-investeerders (hierna de "database met PE-investeerders" genoemd). We verkrijgen zowel rendementcijfers en de belangrijkste bedrijfsvariabelen voor hun investeringen op het niveau van het portefeuillebedrijf. We kunnen echter niet de overlap tussen de twee databases zien, aangezien de database die we van de PE-investeerders hebben gekregen, geanonimiseerd is.¹⁰⁵ Hoewel deze gegevens ons inzichten geven in performance-gerelateerde variabelen die niet beschikbaar zijn in andere, openbaar toegankelijke databases, moeten we de lezer tot voorzichtigheid manen bij de interpretatie van deze resultaten. De gegevens kunnen een selectiebias vertonen, omdat het aantal investeringen klein is, met 31 waarnemingen in totaal, waarvan er 16 worden afgestoten. Toch kunnen we, als we deze nadelen in aanmerking nemen, bij deze gegevens kijken naar deze uitkomstvariabelen die niet op andere wijze openbaar beschikbaar zijn.

TABEL 6.2: Jaar van instap en jaar van exit van PE-investeringen in Nederlandse portefeuillebedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: database PE-investeerders)

	Aantal investeringen per jaar	Aantal exits in onze steekproef per jaar
2007	7	0
2008	2	0
2009	2	1
2010	6	0
2011	7	4
2012	0	3
2013	2	1
2014	4	4
2015	1	3

¹⁰⁴ Zie de bijlage voor een uitvoerige beschrijving van de samenstelling van de peer-groep. Aangezien deze vergelijkingsgroep wordt opgebouwd door Amadeus, omvat de groep zowel bedrijven die in PE-handen zijn als bedrijven die niet in PE-handen zijn.

¹⁰⁵ Aangezien de gegevens geanonimiseerd zijn en we de sector van het portefeuillebedrijf niet weten, kunnen we ze niet matchen met onze benchmarks.

2016	0	0
Actief		15
Totaal	31	31

6.2 Algemene kenmerken private equity buyouts

In de BvD-database zien we dat het jaar 2007 het actiefste jaar voor buyouts was in vergelijking met de andere jaren. De dealfrequentie nam in 2008 en 2009 als gevolg van de financiële crisis af, steeg langzaam in 2010 en 2011 en daalde weer in 2012. De BvD-database geeft aan dat de PE-fondsen de meeste van de bedrijven in onze steekproef nog niet hadden afgestoten (403 van de 595 bedrijven worden nog steeds aangehouden, wat 68% van onze steekproef vertegenwoordigt), zoals aangegeven in tabel 6.1. De database met PE-investeerders laat zien dat grofweg de helft (16 van de 31) is afgestoten (tabel 6.2).

6.2.1 De participatieperiode

Samenvatting: De participatieperiode voor de portefeuillebedrijven door private equity fondsen in allebei onze databases is in lijn met die voor de Europese portefeuillebedrijven. De participatieperiode voor afgestoten bedrijven is gemiddeld 4,1 jaar, terwijl de duur op de mediaan 4,0 is. Een hoog percentage portefeuillebedrijven is echter nog niet afgestoten, waarschijnlijk als gevolg van de crisis, waardoor de participatieperiode aanzienlijk toeneemt.

Tabel 6.3 toont de participatieperiode voor afgestoten portefeuillebedrijven uit de BvD-database en de database met PE-investeerders, alsook de participatieperiode van Europese portefeuillebedrijven volgens de rapportage van Preqin. We zien een vrijwel identieke participatieperiode voor allebei onze Nederlandse databases. Zowel de mediaan als het gemiddelde zijn identiek: het gemiddelde ligt op 4,1 jaar en de mediaan is 4,0 jaar voor alle afgestoten deals voor allebei onze gegevenssets. Deze cijfers komen sterk overeen met de Europese gegevens over dezelfde periode die uit een andere gegevensbron, Preqin, zijn verkregen. Voor afgestoten buyouts in West- en Noord-Europa vanaf 2007 nemen we een gemiddelde participatieperiode van 4,2 jaar en een identieke mediaan van 4,0 jaar waar, wat in lijn is met onze gegevens.

TABEL 6.3: Vergelijking participatieperiodes portefeuillebedrijven tussen verschillende gegevensbronnen en landen, voor bedrijven die zijn aangekocht en afgestoten tussen 2007 and 2016

	Participatieperiode Nederlands portefeuillebedrijf (gegevensbron: BvD)	Participatieperiode Nederlands portefeuillebedrijf (gegevensbron: database met PE- investeerders)	Participatieperiode Europees portefeuillebedrijf (gegevensbron: Preqin)
Gemiddelde	4,1	4,1	4,2
Mediaan	4,0	4,0	4,0
Waarnemingen	192	16	768

Om een globaal beeld te krijgen van de ondergrens van de participatieperiode, richten we ons op bedrijven die in 2007 zijn overgenomen.¹⁰⁶ Dit zijn de bedrijven die zich het langste in de steekproef bevinden en daarom hoogstwaarschijnlijk als eerste zullen worden afgestoten. Van de 93 bedrijven die onze database in 2007 binnenkomen, worden 28 bedrijven (30%) pas in 2016 afgestoten. Zoals aangegeven in tabel 6.4, is de gemiddelde participatieperiode van afgestoten portefeuillebedrijven met een instap in 2007 5,4 (mediaan: 5) jaar. Om een inschatting te maken van de minimale participatieperiode van alle bedrijven die in 2007 zijn overgenomen, dus zowel afgestoten als niet afgestoten bedrijven, gaan we ervan uit dat alle exits van de nog actieve bedrijven in 2017 zullen plaatsvinden. Op basis van deze veronderstelling zou de gemiddelde participatieperiode oplopen tot 6,8 jaar (mediaan tot 7). Deze ontwikkeling is waarschijnlijk het gevolg van de crisis, die het voor PE-investeerders zeer lastig maakte om hun portefeuillebedrijven vóór 2012/2013 af te stoten.

TABEL 6.4: Participatieperiode Nederlandse portefeuillebedrijven voor bedrijven die in 2007 zijn overgenomen en vóór april 2016 zijn afgestoten (gegevensbron: *BvD-database*)

Gemiddelde	5,4
Mediaan	5,0
Aant. waarn.	65

TABEL 6.5: Participatieperiode van een substeekproef van Nederlandse portefeuillebedrijven die in 2007 zijn overgenomen. We stellen de exitdatum van nog actieve bedrijven in op 2017 om de gemiddelde ondergrens van de participatieperiode te schatten (gegevensbron: *BvD-database*).

Gemiddelde	6,8
Mediaan	7,0
Aant. waarn.	93

6.2.2 Opzet van deals

In dit gedeelte onderzoeken we de partijen die betrokken zijn bij de acquisitie van het portefeuillebedrijf. Aangezien deze gegevens niet beschikbaar zijn in openbare gegevensbronnen, baseren we ons op onze eigen gegevensbron, de database met PE-investeerders. Bij de interpretatie van de onderstaande gegevens dient de lezer er rekening mee te houden dat de steekproef uit de database met PE-investeerders ruwweg 5% van alle deals in Nederland in de desbetreffende periode omvat.

¹⁰⁶ Dit is een schatting van de ondergrens van de participatieperiode op basis van de overnames door PE-fondsen in 2007. Recentere overnames hebben mogelijk een kortere participatieperiode, omdat het aantal exits van portefeuillebedrijven is aangetrokken.

We zien dat het PE-fonds in 90% van alle deals een meerderheidsbelang¹⁰⁷ aangaat. Bij 16% van de deals nemen we mede-investeringen waar; dit zijn deals waarbij naast de PE-investeerder een limited partner (LP) in het bedrijf investeert. Verder zien we dat het bij 10% van alle deals om zogeheten *club-deals* gaat. Bij dergelijke deals investeren verschillende PE-investeerders samen in het portefeuillebedrijf.¹⁰⁸

TABEL 6.6: Opzet van PE-investeringen in Nederlandse bedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *database PE-investeerders*)

		Ja	Nee	Totaal
Meerderheidsbelang	Aant. waarn.	28	3	31
	%	90,3%	9,7%	100,0%
Co-investeringen LP	Aant. waarn.	5	26	31
	%	16,1%	83,9%	100,0%
Club-deal	Aant. waarn.	3	28	31
	%	9,7%	90,3%	100,0%

6.2.3 Wie verkoopt het bedrijf aan PE-investeerders?

In dit gedeelte gaan we na van wie het PE-fonds het bedrijf heeft overgenomen en aan wie het PE-fonds het bedrijf later verkoopt.

Beide databases laten een vergelijkbare trend zien. We zien dat PE-fondsen hun portefeuillebedrijven meestal overnemen van een ander PE-fonds; dit zijn zogeheten *secondary buyouts* (SBO's). Bij 42% van de deals in beide databases waarvoor we informatie over de verkopers hebben, was de verkoper zelf een PE-investeerder. Dat aantal is aanzienlijk hoger dan in de jaren vóór 2007, toen de PE-huizen doorgaans een bedrijf van een concern overnamen (zie Strömberg, 2007). In onze steekproef blijkt overname van het bedrijf van een *corporate sponsor* de op één na gangbaarste vorm te zijn, met 33% in de *BvD-database* en 23% in de *database met PE-investeerders*. Met een aandeel van 25% (in de *BvD-database*), respectievelijk 23% (in de *database met PE-investeerders*) in de steekproef is overname van een familie of ondernemer de op twee na gangbaarste vorm. *Public to Private* (P2P), de overname van (een deel van) een beursgenoteerde onderneming die vervolgens van de beurs wordt gehaald, is met 1% in de *BvD-database* (13% in de *database met PE-investeerders*) de minst frequent voorkomende overnamevorm voor PE-fondsen.

TABEL 6.7: Type verkoper van portefeuillebedrijf aan PE-investeerder in Nederlandse bedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *BvD-database*)

¹⁰⁷ Een meerderheidsbelang is een belang van meer dan 50% op het niveau van de *general partner* (GP). (Het is mogelijk dat er in de deal wordt geïnvesteerd door meerdere fondsen die door dezelfde GP worden beheerd.)

¹⁰⁸ De drie club-deals zijn niet dezelfde als de drie deals met een minderheidsbelang. Bij een van de club-deals gaat het om een minderheidsdeal op GP-niveau. Bij de andere twee club-deals wordt een meerderheidsbelang verkregen door een of meer fondsen die door één GP worden beheerd.

Type verkoper	Aantal waarnemingen	% van totale steekproef met informatie over verkoper (371 bedrijven)	% van totale steekproef (595 bedrijven)
Concern	123	33%	21%
PE-investeerder	155	42%	26%
Familie/ondernemer	91	25%	15%
Public to Private (P2P)	2	1%	0%
Totaal	371	100%	62%

TABEL 6.8: Type verkoper van portefeuillebedrijf aan PE-investeerder in Nederlandse bedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *database PE-investeerders*)

Type verkoper	Aantal waarnemingen	% van totale steekproef
Concern	7	23%
PE-investeerder	13	42%
Familie/ondernemer	7	23%
Public to Private (P2P)	4	13%
Totaal	31	100%

6.2.4 Exitkanaal van de PE-investeerder

In dit gedeelte gaan we na hoe het PE-fonds zijn portefeuillebedrijf van de hand doet. We merken op dat het merendeel van de bedrijven nog niet is afgestoten. Analoog aan internationaal bewijs (Degeorge, Martin en Phalippou, 2015), blijkt uit deze studie dat de verkoop aan een ander concern alsook desinvesteringen via een SBO aan een andere PE-investeerder de meest gangbare exitvormen zijn. *Trade sales*, waarbij het portefeuillebedrijf aan een concern wordt verkocht, vertegenwoordigen 38% van alle exits in de *BvD-database* en 44% van alle exits in de *database met PE-investeerders*. 39% (*BvD-database*) respectievelijk 25% (*database met PE-investeerders*) van alle portefeuillebedrijven wordt verkocht aan een andere PE-investeerder in een zogeheten *secondary buyout*. Deze bedrijven blijven dus in handen van een private-equitybedrijf. Verkoop van het bedrijf aan de aandelenmarkt via een beursgang of terugverkoop van het bedrijf aan de familie/management/ondernemer zijn beide minder waarschijnlijk met 3% (*BvD-database*) en 13% (*database met PE-investeerders*). Terwijl we slechts één afgeschreven portefeuillebedrijf in onze *database met PE-investeerders* zien, zien we 18% afgeschreven firma's in de *BvD-database*.

TABEL 6.9: Type exit door PE-investeerder uit zijn portefeuille met Nederlandse bedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *BvD-database*)

Type exit	Aantal waarnemingen	% van totale steekproef	% van afgestoten deals
Terugverkoop aan familie/ ondernemer/management	5	1%	3%
Concern	72	12%	38%
PE-investeerder	74	12%	39%
Openbare markt	6	1%	3%
Afschrijving	35	6%	18%
Actief	403	68%	
Totaal	595	100%	100%

TABEL 6.10: Type exit door PE-investeerder uit zijn portefeuille met Nederlandse bedrijven tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *database PE-investeerders*)

Type exit	Aantal waarnemingen	% van totale steekproef	% van afgestoten deals
Terugverkoop aan familie/ ondernemer/management	2	6%	13%
Concern	7	23%	44%
PE-investeerder	4	13%	25%
Openbare markt	2	6%	13%
Afschrijving	1	3%	6%
Actief	15	48%	
Totaal	31	100%	100%

6.3 De impact van PE-investeringen op stakeholders

In dit gedeelte kijken we naar de impact van PE-investeringen vanuit het perspectief van vier verschillende stakeholders: het portefeuillebedrijf, de investeerder, de medewerker en de maatschappij.

We willen hierbij de aandacht vestigen op de kanttekeningen bij deze studie. Vanwege de beperktere hoeveelheid financiële gegevens die over niet beursgenoteerde ondernemingen in Amadeus staan, kunnen we slechts voor een fractie van de bedrijven in de steekproef gegevens verkrijgen. Van de 755 bedrijven die in de onderzochte periode door een PE-fonds zijn overgenomen, verkrijgen we bijvoorbeeld slechts 36 waarnemingen op deze twee tijdstippen, wat 5% vertegenwoordigt van alle bedrijven die bij PE-activiteiten betrokken zijn. We willen de lezer daarom op het hart drukken om de cijfers in dit hoofdstuk niet te generaliseren naar alle PE-activiteiten in Nederland. De gegevens van de

database met PE-investeerders omvat slechts 31 deals, wat 4% van de totale steekproef vertegenwoordigt. Wederom raden we de lezer stellig aan deze beperking van de studie in aanmerking te nemen.

Een andere kanttekening is dat bij bedrijven in PE-eigendom de kans beduidend hoger is dat zij zich met M&A-activiteiten bezighouden om extern te groeien (zie eerdere hoofdstukken in dit rapport). Dit zou enkele bevindingen van dit rapport kunnen verklaren, aangezien we alleen de groei in de omzet en activa laten zien, maar geen onderscheid maken tussen activa die intern zijn toegenomen en activa die door overnames van andere bedrijven zijn toegenomen.¹⁰⁹ Om een te sterke vertekening te voorkomen, maken we melding van de groei van de mediaan van onze steekproef en niet de groei van het gemiddelde. Overnames kunnen van invloed zijn op de meeste onderzochte variabelen, zoals omzet, activa, medewerkers en belasting.

De samenstelling van de steekproef verandert tussen het instapmoment, het exitmoment en de andere tijdstippen die we onderzoeken (door vroege verkoop, verwijdering uit de steekproef als gevolg van niet-beschikbaarheid van gegevens, etc.). Dit resulteert in een verschillende aantal waarnemingen op elk waargenomen tijdstip. Om deze verschillende tijdstippen tijdens de PE-eigendom vergelijkbaar te maken, vermelden we de groeiwaarde van de bedrijven die nog van de steekproef deel uitmaken bij de instap, op het onderzochte tijdstip (3 jaar na instap respectievelijk bij de exit) en in het jaar vóór de instap.

6.3.1 Het perspectief van het portefeuillebedrijf

Samenvatting: De BvD-database geeft aan dat PE-bedrijven snelgroeiende bedrijven lijken uit te kiezen. Al in het jaar van instap is er een sterke toename in de totale activa van de portefeuillebedrijven te zien, hetzij door interne groei, hetzij extern door overnames. Afgestoten bedrijven laten echter een ander beeld zien, aangezien hun activa juist afnemen ten opzichte van het jaar vóór de instap. Dit lijkt het gevolg te zijn van de lage exitwaardering, wat wellicht te maken heeft met de specifieke periode van onze steekproef (de periode waarin de financiële crisis zich heeft voorgedaan). Zowel de kortlopende als de langlopende verplichtingen nemen eerst toe in het jaar van de investering door de PE-investeerder ten opzichte van de verplichtingen van het bedrijf één jaar vóór de PE-investering. De EBIT neemt in de eerste drie jaar licht af vergeleken met het jaar vóór de PE-investering, maar in mindere mate dan bij de benchmarks het geval is. We constateren bij de bedrijven een sterkere afname van de EBIT in het jaar van de desinvestering ten opzichte van het jaar vóór de investering.

In dit gedeelte willen we nagaan hoe PE-eigendom van invloed is op Nederlandse bedrijven. Hiervoor onderzoeken we de ontwikkeling van kernvariabelen op de balans en in de winst-en-verliesrekening van het portefeuillebedrijf. We kijken naar de groei van de medianen¹¹⁰ van de performance- en balansvariabelen. We noteren de groei van het mediaan bedrijf in het jaar van de instap (respectievelijk

¹⁰⁹ We maken geen onderscheid tussen externe of interne groei, noch voor de portefeuillebedrijven, noch voor de benchmarkbedrijven. Uit eerder onderzoek is echter gebleken dat bij bedrijven in PE-handen de kans groter is dat zij zich met fusies en overnames bezighouden. Dit veroorzaakt deze potentiële vertekening.

¹¹¹ Hoewel we er de voorkeur aan zouden geven om EBITDA te gebruiken, presenteren we EBIT-cijfers omdat er een gebrek aan EBITDA-gegevens is.

het jaar vóór de instap) en vergelijken deze met het mediaan bedrijf drie jaar na de instap en bij de exit. Op die manier proberen we te voorkomen dat onze resultaten door uitschieters worden beïnvloed. Bovendien kunnen we laten zien hoe de volledige portefeuille zich ontwikkelt van bedrijven die zich in PE-handen bevinden (vandaar de mediaan op elk tijdstip), en dus welk effect dit heeft op de belanghebbenden en de maatschappij, terwijl de mediaan groei mogelijk minder informatief is, aangezien die kan worden toegeschreven aan een niet-representatief bedrijf in onze steekproef.

In de volgende tabel worden deze ontwikkelingen weergegeven en afgezet tegen twee benchmarks: een portefeuille van de 10 ondernemingen uit dezelfde sector binnen de Nederlandse markt die het portefeuillebedrijf wat betreft de totale activa het dichtst benaderen, en een benchmark op basis van een portefeuille van Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks).

In alle vergelijkingen zijn er slechts gegevens voor 5-20% van de 595 gevonden buyout-deals beschikbaar en zijn er geen gegevens over de andere deals beschikbaar. Daarom wordt de vergelijking, hoewel die wordt gemaakt tussen het met PE gefinancierde bedrijf en vergelijkbare bedrijven in dezelfde periode, op een kleine subset van alle buyouts gemaakt en moet de vergelijking met terughoudendheid worden geïnterpreteerd.

De *BvD-database* geeft aan dat PE-bedrijven het portefeuillebedrijf heel snel optimaliseren dan wel dat ze snelgroeiende bedrijven lijken uit te kiezen. Al in het jaar van instap namen de totale activa van de portefeuillebedrijven sterk toe en namen ze ook sterker toe dan bij de benchmarkbedrijven het geval was. De groei van de portefeuillebedrijven is statistisch significant op het 1%-niveau. Dit zou het gevolg kunnen zijn van interne of externe groei van activa, bijvoorbeeld door de overname van andere bedrijven. Afgestoten bedrijven laten daarentegen een ander beeld zien, waarschijnlijk door de heel andere samenstelling van de steekproef en de periode waarin de PE-investeerdere het portefeuillebedrijf overnamen (zie de bespreking van de mediaan participatieperiode in het vorige gedeelte). Door de kleine gegevensset wijkt dit verschil echter in statistische zin niet af van de benchmark, waardoor we geen harde conclusie kunnen trekken dat het portefeuillebedrijf inderdaad sneller groeide dan de benchmarkbedrijven. Zie bijlage 1 voor de definitie van de gebruikte variabelen.

Voor de omzet zien we een soortgelijk beeld als bij de totale activa. Bedrijven in PE-handen vertonen een lichte groei (statistisch significant op 10%-niveau) in de omzet in het jaar van instap en na drie jaar vergeleken met het jaar vóór de instap. De peer-groep daarentegen laat een tragere groei dan de bedrijven in PE-handen zien. Omdat we te weinig waarnemingen hebben, vermelden we niet de omzet bij de exit.

Langlopende schulden en andere langlopende verplichtingen alsook kortlopende verplichtingen nemen eerst statistisch significant toe voor PE-portefeuillebedrijven als zowel kort- als langlopende schulden. In de tijd dat het bedrijf in handen van de PE-investeerder is, zien we de kortlopende verplichtingen vervolgens teruglopen. Door de geringe steekproefgrootte kunnen we geen statistisch significant verschil detecteren ten opzichte van de benchmarkportefeuille of voor bedrijven die worden afgestoten.

We zien de leverage, gemeten als schuld/EBITDA, ook toenemen. Het aantal waarnemingen is echter klein en de groei is niet statistisch significant.

We zullen nu de winstgevendheid onderzoeken. Bij de 10% van de bedrijven waarvoor we over gegevens beschikken, zien we een negatieve trend in de EBIT¹¹¹ van de 10% van de buyouts die we waarnemen. De performance is echter beduidend beter dan de performance van de benchmarks. De negatieve trend, met name voor de afgestoten bedrijven, zou het gevolg kunnen zijn van de financiële crisis, aangezien afgestoten bedrijven over het algemeen aan het begin van de in dit rapport onderzochte periode worden overgenomen.

Voor de cashflows zien we een sterke – zij het, als gevolg van de geringe steekproefgrootte, niet statistisch afwijkende – groei. De PE-investeerder lijkt in staat te zijn de cashflow te verbeteren (of een bedrijf uit te kiezen met toenemende activa en een toenemende cashflow, aangezien de portefeuillebedrijven al in het jaar vóór de PE-investering een groei vertonen), zowel in nominale zin als vergeleken met de peer-groep in het eerste jaar en in de periode van drie jaar. We beschikken echter over gegevens voor slechts 3% van alle buyouts in de betrokken periode. We hebben een ontoereikend aantal waarnemingen om de verandering in de cashflow op de exitdatum te kunnen bespreken.

¹¹¹ Hoewel we er de voorkeur aan zouden geven om EBITDA te gebruiken, presenteren we EBIT-cijfers omdat er een gebrek aan EBITDA-gegevens is.

TABEL 6.11: Balansontwikkeling

Mediaan balans van Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 vergeleken met een gematchte sector binnen de Nederlandse markt en een portefeuille met Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks). (Gegevensbron: BvD-database.) De groei van de benchmark is op dezelfde wijze gemeten als de groei van de portefeuillebedrijven.¹¹² De definities van de variabelen worden vermeld in bijlage 1. "% totale steekproef" is het aantal waarnemingen voor de relevante variabele ten opzichte van alle waargenomen transacties (755). *** significant bij 1%; ** significant bij 5%; * significant bij 10%. De significantie in kolom 1 meet of de ruwe groei van de portefeuille statistisch significant is; de significantie in kolom 2 en 3 geeft aan dat het verschil in groei tussen het portefeuillebedrijf en de desbetreffende benchmark significant is.

	PE- portefeuillebedrijven	Groei gematchte bedrijven	Groei peer- groep
Totaal activa			
Aantal waarn./% totale steekproef	123/16%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	12,1%***	-0,7%*	11,1%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	64,6%***	1,1%	17,6%
Totaal activa			
Aantal waarn./% totale steekproef	41/5%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	33,1%**	-1,7%	0,8%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	-27,3%**	-2,6%	49,2%
Omzet			
Aantal waarn./% totale steekproef	32/4%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	5,8%*	0,1%	5,6%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	26,7%	12%	-0,4%
Kortlopende schulden			
Aantal waarn./% totale steekproef	123/16%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	20,8%***	-0,1%	6%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	40,5%***	-21,4%*	21,2%
Kortlopende schulden			
Aantal waarn./% totale steekproef	41/5%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	8,8%*	39,3%	-0,9%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	-4,4%*	14,5%	-10,9%
Langlopende schulden en andere langlopende verplichtingen			
Aantal waarn./% totale steekproef	113/15%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	73%	-18%	-5,4%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	57,7%***	-4,3%	3,2%
Langlopende schulden en andere langlopende			

¹¹² We berekenen de relevante variabele van de mediaan bedrijven binnen de portefeuille met gematchte bedrijven (respectievelijk de peer-groep) en vergelijken de mediaan in de twee onderzochte perioden. Ter controle van de robuustheid berekenen we bovendien de mediaan toename voor elk van deze variabelen. De resultaten blijven voor de meerderheid van de onderzochte variabelen kwalitatief vergelijkbaar.

verplichtingen			
Aantal waarn./% totale steekproef	36/5%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	236,4%	-0,1%	10%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	115,3%	-44%	6%
Leverage			
Aantal waarn./% totale steekproef	26/3%		
Groeipercentage jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	19,9%	-5,1%	22,3%**
Groeipercentage 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	90,2%	7,9%	17,1%

TABEL 6.12: Verloop W&V

Mediaan W&V-indicatoren van Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 vergeleken met een gematchte sector binnen de Nederlandse markt en een portefeuille met Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks). (Gegevensbron: *BvD-database*.) De definities van de variabelen worden vermeld in bijlage 1. "% totale steekproef" is het aantal waarnemingen voor de relevante variabele ten opzichte van alle waargenomen transacties (755). *** significant bij 1%; ** significant bij 5%; * significant bij 10%. De significantie in kolom 1 meet of de ruwe groei van de portefeuille statistisch significant is; de significantie in kolom 2 en 3 geeft aan dat het verschil in groei tussen het portefeuillebedrijf en de desbetreffende benchmark significant is.

	PE- portefeuillebedrijven	Groei gematchte bedrijven	Groei peer- groep
EBIT			
Aantal waarn./% totale steekproef	59/8%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	12,9%	-10,8%	-25,1%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	-7,8%**	-51,3%*	-65,7%*
EBIT			
Aantal waarn./% totale steekproef	25/3%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	12,8%	19,6%	-21%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	-64,5%	-22,4%	-69,5%
Cashflow			
Aantal waarn./% totale steekproef	23/3%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	39,5%	-21,6%	4,3%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	25,4%	-2,2%	-7,5%

Bij de vergelijking van de *BvD-database* met de *database met PE-investeerders* moeten we rekening houden met het feit dat we voor de *database met PE-investeerders* niet beschikken over cijfers van vóór de investering. Dit houdt in dat we alleen de variabelen kunnen vergelijken met het jaar van de PE-investering, en niet met het jaar daarvóór zoals we bij de *BvD-database* hebben gedaan.

In de PE-investeerders database zien we een schuldafname als we de cijfers van het instapjaar vergelijken met de cijfers van het exitjaar. Deze schuldafname is met name sterk bij portefeuillebedrijven die zijn afgestoten. We zien een forse stijging in de vermogenswaardering, wat het gevolg is van de toegenomen ondernemingswaarde ("OW") van het bedrijf. De bedrijven laten een solide omzetgroei zien. Anders dan bij de *BvD-database* signaleren we een sterke groei in de EBITDA tot aan de uitstap door de PE-investeerder. Dit duidt er mogelijk op dat de *database met PE-investeerders* een opwaartse vertekening geeft, aangezien de PE-investeerders in deze database een buitengewoon selectievermogen lijken te vertonen.

TABEL 6.13: Performance-gegevens van Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016. Voor nog niet afgestoten portefeuillebedrijven is de exitwaarde de laatste gerapporteerde waarde. (Gegevensbron: database PE-investeerders)

	Gemiddelde	Mediaan	Aant. waarn.
OW instap (miljoen)	556,89	300,00	31
OW exit (miljoen)	770,57	450,00	31
Δ OW exit – instap	213,68	150,00	31
% verandering OW	38%	50%	31
Nettoschuld instap (miljoen)	317,47	220,00	31
Nettoschuld exit (miljoen)	304,47	202,88	31
Δ Nettoschuld exit – instap	-13,01	-17,12	31
% verandering nettoschuld	-4%	-8%	31
Eigen vermogen instap (miljoen)	239,42	99,53	31
Eigen vermogen exit (miljoen)	466,10	185,94	31
Δ Eigen vermogen exit – instap	226,69	86,41	31
% verandering eigen vermogen	95%	87%	31
Omzet instap (miljoen)	645,85	187,77	31
Omzet exit (miljoen)	774,33	211,30	31
Δ Omzet exit – instap	128,47	23,53	31
% verandering omzet	20%	13%	31
EBITDA instap (miljoen)	66,89	34,70	31
EBITDA exit (miljoen)	76,12	49,20	31
Δ EBITA exit – instap	9,24	14,50	31
% verandering EBITDA	14%	42%	31

TABEL 6.14: Gegevens portefeuillebedrijf van uitsluitend afgestoten deals van Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016. (Gegevensbron: database PE-investeerders)

	Gemiddelde	Mediaan	Aant. waarn.
OW instap (miljoen)	558,70	216,50	16
OW exit (miljoen)	741,38	195,10	16
Δ OW exit – instap	182,68	-21,41	16
% verandering OW	33%	-10%	16
Nettoschuld instap (miljoen)	340,78	154,85	16
Nettoschuld exit (miljoen)	258,50	59,35	16
Δ Nettoschuld exit – instap	-82,28	-95,50	16
% verandering nettoschuld	-24%	-62%	16
Eigen vermogen instap (miljoen)	217,92	65,89	16
Eigen vermogen exit (miljoen)	482,88	145,75	16
Δ Eigen vermogen exit – instap	264,95	79,86	16
% verandering eigen vermogen	122%	121%	16
Omzet instap (miljoen)	753,18	193,45	16
Omzet exit (miljoen)	774,33	211,30	16
Δ Omzet exit – instap	21,15	17,85	16
% verandering omzet	3%	9%	16
EBITDA instap (miljoen)	73,41	30,88	16
EBITDA exit (miljoen)	81,20	28,10	16
Δ EBITA exit – instap	7,79	-2,78	16
% verandering EBITDA	11%	-9%	16

We onderzoeken nu of deze portefeuillebedrijven intern of extern, bijvoorbeeld door overnames, groeien. We verzamelen gegevens over de M&A-activiteiten van de portefeuillebedrijven uit de database met PE-investeerders (zie tabel 6.15) en constateren een zeer dynamische M&A-activiteit: we zien dat 57% (15 van de 26) van de portefeuillebedrijven waarvoor gegevens beschikbaar zijn, bij minimaal één M&A-deal is betrokken. Voor vijf portefeuillebedrijven hebben we geen gegevens over hun M&A-activiteiten. We zien dat een portefeuillebedrijf van de resterende steekproef gemiddeld vier bedrijven en op de mediaan twee bedrijven koopt. Sommige bedrijven zijn zeer actief op het gebied van M&A, waardoor het gemiddelde voor de bedrijven met minimaal één add-on op 7 gemiddeld en twee bedrijven op de mediaan uitkomt.

TABEL 6.15: M&A-activiteit van Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *database PE-investeerdere*)

	Aantal waarnemingen	Gemiddeld aantal add-ons	Mediaan aantal add-ons
Portefeuillebedrijven met minimaal één add-on	15	7	2
Portefeuillebedrijven zonder add-ons	11	0	0
Alle portefeuillebedrijven	26	4	2

In de volgende stap kijken we of bedrijven sneller intern of extern, dat wil zeggen, door add-ons, groeien. Een kanttekening daarbij is de beperkte steekproefgrootte. Het portefeuillebedrijf dat failliet is gegaan, maakte deel uit van de extern groeiende bedrijven, wat een significante invloed op de gemiddelde waarden heeft. We richten ons daarom op de mediaan waarden. Er ontstaat echter geen duidelijk beeld. Hoewel extern groeiende bedrijven op de mediaan sneller groeien, vertaalt deze sterkere groei zich niet in een sterkere toename van de EBITDA op de mediaan. Door de hierboven genoemde uitschieters laat het gemiddelde echter het omgekeerde zien. Zowel op het gemiddelde als op de mediaan zien we dat extern groeiende bedrijven een sterkere toename in het aantal medewerkers vertonen dan intern groeiende portefeuillebedrijven. Dit bevestigt eerdere literatuur en het potentiële voorbehoud dat in deze studie is gemaakt bij de vergelijking van de activagroei van bedrijven in handen van PE-fondsen in vergelijking met de groei van benchmarks. Een substantieel type groei wordt gegenereerd door externe groei.

TABEL 6.16: Groei van omzet, EBIT en aantal medewerkers afhankelijk van externe versus interne groei verdeeld in twee groepen: of een portefeuillebedrijf betrokken was bij minimaal één M&A-transactie of bij geen M&A-transactie betrokken was. Als het bedrijf niet is afgestoten, gebruiken we het laatst gerapporteerde cijfer. Steekproef: Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: *database PE-investeerdere*)

	Portefeuillebedrijven met minimaal één add-on			Portefeuillebedrijven zonder add-ons		
	Gemiddelde	Mediaan	Waarn.	Gemiddelde	Mediaan	Waarn.
Omzet instap (miljoen)	422,94	101,70	15	221,87	207,20	11
Omzet exit (miljoen)	774,33	211,30	15	774,33	211,30	11
Δ Omzet exit – instap	351,39	109,60	15	552,45	4,10	11
% verandering omzet	83%	108%	15	249%	2%	11
EBITDA LTM instap (miljoen)	52,80	16,88	15	55,89	47,90	11

EBITDA exit (miljoen)	64,79	16,30	15	66,30	52,41	11
Δ EBITA exit – instap	11,99	-0,58	15	10,41	4,51	11
% verandering EBITDA	23%	-3%	15	19%	9%	11
Medewerkers instap	1905	454	12	1688	835	6
Medewerkers exit	2532	690	12	2076	740	6
Δ Medewerkers exit – instap	627	237	12	389	-96	6
% verandering medewerkers	33%	52%	12	23%	-11%	6

6.3.2 Het perspectief van de medewerker

Samenvatting: We moeten de lezer tot voorzichtigheid manen bij de interpretatie van de gegevens, aangezien gegevens over aantal medewerkers vaak ontbreken in de *BvD-database*. We zien een stijging in het mediaan aantal medewerkers bij portefeuillebedrijven in de *BvD-database* op de mediaan na drie jaar en bij de exit vergeleken met het jaar vóór de PE-investering. We nemen een vergelijkbare ontwikkeling waar in de database met PE-investeerders. In tegenstelling tot de gegevens uit de *BvD-database*, geven de gegevens uit de database met PE-investeerders een sterke stijging aan in het aantal medewerkers tussen het instapmoment en de exit.

In dit gedeelte onderzoeken we de ontwikkeling van het aantal medewerkers. Zoals aan het begin van dit empirische onderzoek is aangegeven, moeten we drie kanttekeningen maken bij de interpretatie van de resultaten: het geringe aantal waarnemingen (voor 4% van alle steekproefbedrijven zijn er gegevens over de instap- en exitmomenten beschikbaar), de potentiële invloed van externe groei en de mogelijkheid van uitbesteding door portefeuillebedrijven.

In de volgende tabel worden de ontwikkelingen weergegeven en afgezet tegen twee benchmarks: een portefeuille van de 10 ondernemingen uit dezelfde sector binnen de Nederlandse markt die het portefeuillebedrijf wat betreft de totale activa het dichtst benaderen, en een benchmark op basis van een portefeuille van Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks). De samenstelling van de steekproef verandert tussen het instapmoment, het exitmoment en de andere momenten, zoals aan het begin is beschreven.

We zien dat het aantal medewerkers in het jaar van de PE-investering op de mediaan toeneemt vergeleken met het jaar vóór de instap. De ontwikkeling in de eerste drie jaar en tot aan de uitstap is niet statistisch significant, zodat we deze resultaten niet kunnen interpreteren.

TABEL 6.17: Mediaan personeelsstatistieken van Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 vergeleken met drie benchmarks: bedrijven in dezelfde sector als het portefeuillebedrijf binnen de Nederlandse markt, een portefeuille van de 10 ondernemingen in dezelfde sector die het portefeuillebedrijf wat betreft de totale activa het dichtst benaderen, en een benchmark op basis van een portefeuille van Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks). (Gegevensbron: *BvD-database*.) De definities van de variabelen worden vermeld in bijlage 1. "% totale steekproef" is het aantal waarnemingen voor de relevante variabele ten opzichte van alle waargenomen transacties (755). *** significant bij 1%; ** significant bij 5%; * significant bij 10%. De significantie in kolom 1 meet of de ruwe groei van de portefeuille statistisch significant is; de significantie in kolom 2 en 3 geeft aan dat het verschil in groei tussen het portefeuillebedrijf en de desbetreffende benchmark significant is.

	PE- portefeuillebedrijven	Groei gematchte bedrijven	Groei peer- groep
Aantal medewerkers			
Aantal waarn./% totale steekproef	72/10%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	20,4%*	23,1%	31,8%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	47,8%	84,6%	68,2%
Aantal medewerkers			
Aantal waarn./% totale steekproef	30/4%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	1,3%*	0%	27,3%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	2%	247,2%	86,4%

Als we ter vergelijking naar de *database met PE-investeerders* kijken, zien we in tabel 6.18 een trend die in lijn is met de *BvD-database*. In de *database met PE-investeerders* nemen we een stijging van het aantal medewerkers waar. Aangezien we niet voor alle bedrijven over personeelsgegevens beschikken, wordt de steekproef van afgestoten bedrijven verkleind tot 11 bedrijven. Als we naar afgestoten en actieve bedrijven kijken, zien we een vergelijkbare – maar minder sterke – groei.

TABEL 6.18: Ontwikkeling van aantal medewerkers bij Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 die zijn afgestoten (gegevensbron: *database PE-investeerders*)

	Gemiddelde	Mediaan	Aantal waarn.
Medewerkers instap	2107	627	11
Medewerkers exit	2732	740	11
Δ Medewerkers exit – instap	625	113	11
% verandering medewerkers	30%	18%	11

TABEL 6.19: Ontwikkeling van aantal medewerkers bij Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: database PE-investeerders)

	Gemiddelde	Mediaan	Aantal waarn.
Medewerkers instap	1818	646	20
Laatst gerapporteerde aantal medewerkers	2350	705	20
Δ Laatst gerapporteerde medewerkers – instap	532	59	20
% verandering medewerkers	29%	9%	20

6.3.3 Het perspectief van de investeerder

Samenvatting: We zien een gemiddelde IRR van 24% en een mediaan van 24% voor alle Nederlandse portefeuillebedrijven in de database met PE-investeerders, terwijl we een gemiddelde IRR van 49% en een mediaan van 22% zien als we alleen naar de afgestoten bedrijven kijken. Dit is het rendement vóór aftrek van kosten, waardoor het rendement voor de limited partner lager zal uitvallen.

Tabel 6.20 toont de performance voor limited partners in Nederlandse portefeuillebedrijven tussen 2007 en 2016, volgens de *database met PE-investeerders*. De investering levert een gelijkgewogen IRR van 24%¹¹³ vóór kosten en een gemiddelde multiple van 2,4 met een mediaan van 2,0 op. Als we ons alleen richten op afgestoten deals, stijgt het gemiddelde naar een IRR van 49% bruto en een multiple van 2,7. Er is nog geen reeds gepubliceerde paper voorhanden om de rendementscijfers van PE-investeringen tijdens dezelfde periode te vergelijken. Uit de steekproef van Europese PE-investeringen van 2001 tot 2008 van Achleitner et al. (2010) blijkt bijvoorbeeld een hoger IRR van 42,8% en een hoger gemiddelde van 33%.

Uiteraard is dit het rendement vóór aftrek van kosten. Een gemiddelde managementvergoeding van 1,5% tot 2% en een 20% carried interest zorgen voor een forse verlaging van het rendement na aftrek van kosten dat feitelijk aan limited partners wordt uitgekeerd (zie Phalippou, et al., 2016, voor een uitvoerige bespreking van een vergoedingsstructuur voor PE).

¹¹³ Gewinsoriseerd op 5%-niveau.

TABEL 6.20: Rendement van Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: database PE-investeerders)

	Gemiddelde	Mediaan	Waarn.
Bruto IRR (%) van PE-investering	24%	24%	31
Multiple van PE-investering	2,4	2,0	31
OW instap (miljoen)	556,89	300,00	31
OW exit (miljoen)	770,57	450,00	31
Δ OW exit – instap	213,68	150,00	31
% verandering OW	38%	50%	31
Eigen vermogen instap (miljoen)	239,42	99,53	31
Eigen vermogen exit (miljoen)	466,10	185,94	31
Δ Eigen vermogen exit – instap	226,69	86,41	31
% verandering eigen vermogen	95%	87%	31

TABEL 6.21: Rendement voor *afgestoten* Nederlandse portefeuillebedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 (gegevensbron: database PE-investeerders)

	Gemiddelde	Mediaan	Waarn.
Bruto IRR (%) van PE-investering	49,39%	22,32%	16
Multiple van PE-investering	2,7	2	16
OW instap (miljoen)	558,70	216,50	16
OW exit (miljoen)	741,38	195,10	16
Δ OW exit – instap	182,68	-21,41	16
% verandering OW	33%	-10%	16
Eigen vermogen instap (miljoen)	217,92	65,89	16
Eigen vermogen exit (miljoen)	482,88	145,75	16
Δ Eigen vermogen exit – instap	264,95	79,86	16
% verandering eigen vermogen	122%	121%	16

6.3.4 Economische gevolgen voor de maatschappij

In dit gedeelte kijken we naar de gevolgen die PE-investeringen op de maatschappij hebben. We kijken in het bijzonder naar de ontwikkeling van de betaalde belastingen.

6.3.4.1 Belastingen

Samenvatting: We zien een afname in de belastingen die door de portefeuillebedrijven worden betaald. Drie jaar na de instap en bij de exit van de PE-investeerder blijken minder belastingen te worden betaald dan in het jaar vóór de PE-investering. PE-bedrijven verlagen de belastingen in mindere mate dan de gematchte bedrijven en de bedrijven uit de peer-groep.

In dit gedeelte onderzoeken we de belastingen (Winstbelastingen) die worden betaald door bedrijven die zich in PE-handen bevinden. In de volgende tabel worden deze ontwikkelingen weergegeven en afgezet tegen twee benchmarks: een portefeuille van de 10 ondernemingen uit dezelfde sector binnen de Nederlandse markt die het portefeuillebedrijf wat betreft de totale activa het dichtst benaderen, en een benchmark op basis van een portefeuille van Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks).

We zien dat de financiële crisis in de eerste helft van de onderzochte periode gevolgen heeft gehad voor de bedrijven – zowel portefeuillebedrijven als benchmarkbedrijven – en daarmee op het bedrag aan betaalde belastingen (vergelijkbaar met de verlaging van de EBIT, zoals in het vorige hoofdstuk is besproken). We zien dat het mediaan bedrijf¹¹⁴ (van de 8% van de bedrijven waarvoor we gegevens hebben) drie jaar na de investering 39% minder betaalt dan het mediaan bedrijf in het jaar vóór de investering. Ten tijde van de desinvestering betaalt het mediaan portefeuillebedrijf (we hebben gegevens voor 3% van alle bedrijven) 9% minder dan in het jaar van instap. De afname in de betaalde belasting lijkt echter minder sterk te zijn voor benchmarkbedrijven, hoewel dit verschil niet statistisch significant is voor de bedrijven gemeten van een jaar voor tot drie jaar na de overname.

¹¹⁴ We berekenen de relevante variabele van de mediaan bedrijven binnen de portefeuille met gematchte bedrijven (respectievelijk de peer-groep) en vergelijken de mediaan in de twee onderzochte perioden. Ter controle van de robuustheid berekenen we bovendien de mediaan toename voor elk van de variabelen. De resultaten blijven voor de meerderheid van de onderzochte variabelen kwalitatief vergelijkbaar.

TABEL 6.22: Stijging van belastingen betaald door de mediaan Nederlandse bedrijven in PE-handen tussen 2007 en 2016 vergeleken met twee benchmarks: portefeuillebedrijf binnen de Nederlandse markt, een portefeuille van de 10 ondernemingen in dezelfde sector die het portefeuillebedrijf wat betreft de totale activa het dichtst benaderen, en een benchmark op basis van een portefeuille van Europese bedrijven uit dezelfde sector en met eenzelfde omvang (zie gedeelte "Benchmarks" voor een nadere toelichting op de samenstelling van deze benchmarks). Portefeuillebedrijven moeten drie jaar in PE-handen zijn of te gelde zijn gemaakt. (Gegevensbron: *BvD-database*.) De definities van de variabelen worden vermeld in bijlage 1. "% totale steekproef" is het aantal waarnemingen voor de relevante variabele ten opzichte van alle waargenomen transacties (755). *** significant bij 1%; ** significant bij 5%; * significant bij 10%. De significantie in kolom 1 meet of de ruwe groei van de portefeuille statistisch significant is; de significantie in kolom 2 en 3 geeft aan dat het verschil in groei tussen het portefeuillebedrijf en de desbetreffende benchmark significant is.

	PE- portefeuillebedrijven	Groei gematchte bedrijven	Groei peer- groep
Belasting			
Aantal waarn./% totale steekproef	63/8%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	-2,3%	-14,8%	-5,5%
Groei 3 jr t.o.v. jaar vóór instap (%)	-39,5%**	-28,7%	-57,7%
Belasting			
Aantal waarn./% totale steekproef	26/3%		
Groei jaar van instap t.o.v. jaar vóór instap (%)	-3%	-31,4%	4,6%
Groei exit t.o.v. jaar vóór instap (%)	-8,8%**	-32,7%**	-67,2%*

Bijlage 1

Amadeus: Peer-groepvariabele¹¹⁵

Bij de zoekopdracht op het internet staan bij de peer-groepvariabelen koppelingen naar de beschrijving daarvan. Hieronder staat die beschrijving. Het idee is om een bedrijf te kunnen vergelijken met een cluster bedrijven met vergelijkbare kenmerken, zoals gedefinieerd door BvD.

Standaard-peer-groep AMADEUS

Standaard-peer-groepen

Naam variabelen = PGID PGNAME PGDESC PGSIZE

De standaard-peer-groep van een bedrijf in de Amadeus-database wordt bepaald door de sector en de omvang:

De opsplitsing naar sector vindt plaats op basis van de primaire NACE-code (rev. 1).

De splitsing naar omvang binnen een sector vindt plaats op basis van een combinatie van drie variabelen:

Omzet

Totaal activa x mediaan waarde van Omzet per medewerker voor de sector x mediaan waarde van Totaal activa per medewerker voor de sector

Aantal medewerkers x mediaan waarde van Omzet per medewerker voor de sector

De bedrijven worden gerangschikt op de hoogste waarde van een (of meer) van de drie bovenstaande variabelen.

Elke sectorgroep is als volgt opgesplitst in vier grootteklassen:

VL: Zeer grote bedrijven (10e deciel)

LA: Grote bedrijven (8e en 9e deciel)

ME: Middelgrote bedrijven (5e, 6e en 7e deciel)

SM: Kleine bedrijven (1e, 2e, 3e en 4e deciel)

¹¹⁵ https://wrds-web.wharton.upenn.edu/wrds/support/Additional%20Support/WRDS%20Knowledge%20Base%20with%20FAQs.cfm?folder_id=650&article_id=1352. Opgevraagd op 10 juli 2016.

Voor sectorgroepen met minder dan 220 bedrijven zijn de klassen als volgt:

Groepen met 110 tot 220 bedrijven:

LA: 9e en 10e deciel

ME: 6e, 7e en 8e deciel

SM: 1e, 2e, 3e, 4e en 5e deciel

Groepen met 74 tot 110 bedrijven:

LA: 8e, 9e en 10e deciel

ME: 5e, 6e en 7e deciel

SM: 1e, 2e, 3e en 4e deciel

Groepen met 56 tot 75 bedrijven:

LA: 7e tot 10e deciel

SM: 1e tot 6e deciel

Er is geen opsplitsing naar grootte voor groepen met minder dan 56 bedrijven.

Bijlage 2

De definities van variabelen die in het empirische onderzoek zijn gebruikt, zijn afkomstig uit de Amadeus-database.

<i>BvD-variabelen</i>	<i>Beschrijving</i>	<i>Nederlands label</i>
Cashflow	Net Result + Depreciation on IFA and TFA	Netto Resultaat / Afschrijving op IVA en MVA
Current Liabilities	Current Liabilities + Other Liabilities	Kortlopende Schulden + Overige Passiva
EBIT	Operating Results	Bedrijfsresultaat
Number of Employees	Number of Employees	Aantal Medewerkers
Omzet	Net Sales	Netto-omzet
Belasting	Income Taxes	Winstbelastingen
Totaal activa	Fixed Assets + Current assets	Vaste Activa + Vlottende Activa

7 Case studies van private equity-investeringen in Nederland

Naast het empirisch onderzoek zijn twee case studies gedaan naar de uitwerking van private equity. Daarbij hebben we ons gericht op de overname van Attero door private equity-fonds Waterland in 2014 en de overname van Action in 2011 door 3i. Beiden worden vaak genoemd in de financiële pers; Attero door zeer vroege omvangrijke dividenduitkeringen en de suggestie dat er te weinig aan de oude verkopers (provincies en gemeenten) is betaald. Action als succesverhaal van private equity met een zeer sterke groei na de overname.

7.1 Attero

In 2014 verkopen Nederlandse provincies en gemeenten hun aandelen in Attero aan het Nederlandse private equity-fonds Waterland voor een bedrag van 170 miljoen euro. Meer dan een jaar na de overname heeft Attero een dividend van 183 miljoen euro aan het private equity-fonds uitgekeerd.

De onderneming: Attero

In 2009 koopt het Duitse RWE de aandelen in energiebedrijf Essent, waarbij Attero wordt afgesplitst en in handen blijft van de gemeentelijke en provinciale aandeelhouders. Attero, voorheen Essent Milieu, opereert als een grootschalig verwerker van huishoudelijk restafval, organisch afval, bedrijfsafval en mineraal afval, waarbij herbruikbare grondstoffen worden teruggewonnen en reststromen worden omgezet in duurzame energie. Het bedrijf heeft diverse vestigingen en verwerkingslocaties verspreid over Nederland. De aandelen in Attero waren voor de overname in eigendom van Nederlandse provincies (74 procent) en gemeenten (26 procent).

Private equity-partij

Waterland: Een onafhankelijke Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Nederland, België, Duitsland en Polen. Waterland beheert momenteel €4 miljard en heeft in meer dan 350 ondernemingen participaties genomen. Waterland investeert met haar fondsen veelal in bedrijven met een ondernemingswaarde tussen €10 miljoen en €500 miljoen met een bovengemiddelde groeiverwachting.

De transactie

Reeds in 2009 heeft een aantal aandeelhouders de intentie om de aandelen in Attero te verkopen, gezien het feit dat afvalverwerking niet tot hun strategische kernactiviteiten behoort (Gedeputeerde Staten van Groningen, 2015). Zowel de aandeelhouderscommissie als de RvB en RvC van Attero laten zich in 2011 en 2012 daarom adviseren over de toekomststrategie van het bedrijf, waaruit blijkt dat verkoop aan een strategische dan wel financiële partij de beste optie is (Gedeputeerde Staten van Groningen, 2015). Wat betreft de timing van het proces blijken vooral de gewijzigde marktomstandigheden in de afvalbranche en het gewijzigde risicoprofiel van Attero een belangrijke rol te spelen (Gedeputeerde Staten van Groningen, 2015). In juni 2013 valt uiteindelijk het besluit om het verkoopproces te starten. Daarbij laten de verkopers zich adviseren door professionele partijen. Uiteindelijk wordt Waterland de finale koper in mei 2014. De ondernemingswaarde, inclusief

stortplaatsvoorzieningen, belastinglatenties, minderheidsbelangen en overige voorzieningen is ongeveer euro 444 miljoen. Waterland koopt de aandelen Attero voor een bedrag van euro 170 miljoen.

Waterland laat een strategische evaluatie uitvoeren en op basis daarvan besluit Attero zich te richten op haar kernactiviteiten: energie-opwekking uit afval, composteren, en vergisten en recycling van duurzame grondstoffen. Groei-initiatieven zullen zich hierop richten, andere activiteiten (zoals bijvoorbeeld textiel recycling) worden afgestoten. Daarnaast worden verbeteringen in het operationeel proces doorgevoerd (efficiencyverhoging in onderhoudsprocessen, verlaging van inkoopkosten, verminderen van de voorraden, verbetering van efficiency van ondersteunende diensten, en kostenbeheersing door de gehele onderneming) en wordt een flexibele, prestatie gedreven 'best in class'-cultuur geïntroduceerd (Jaarverslag Attero, 2015). Externe consultants worden ingehuurd in deze fase om de strategie te formuleren en uit te voeren. Dit zal gevolgen hebben voor ongeveer 20 FTE. Tegelijkertijd is hiervoor een sociaal plan opgesteld met de vakbonden en de ondernemingsraad (Jaarverslag Attero, 2015). Door deze acties, en het invoeren van afval uit onder meer het VK tegen hogere prijzen, en door het vrij laten vallen van specifieke voorzieningen, behaalde Attero in 2014 en 2015 substantieel hogere winsten dan de jaren daarvoor (respectievelijk 72 en 50 miljoen euro). Naast de desinvesteringen van niet-kernactiviteiten wordt er ook geïnvesteerd (onder meer 100 miljoen euro in een nieuwe turbine in Moerdijk).

Hierdoor was Attero in staat in een vroeg stadium een fors dividend uit te keren. Na de overname in mei 2014 heeft Attero in drie stappen een totaal van €183 miljoen aan dividend uitgekeerd. De eerste uitkering bedraagt €85 miljoen en wordt gefinancierd uit de liquiditeiten die bij Attero op de balans staan ten tijde van de transactie (Waterland, 2015). De verkopers waren op voorhand op de hoogte dat dit bedrag wordt aangewend om de overname te financieren (Waterland, 2015). De tweede uitkering vindt plaats in september 2014 en bedraagt €42 miljoen, welke volgens Waterland voortkomt uit de herfinanciering van Attero. De financiering door de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) is namelijk niet langdurig continueerbaar na de privatisering en wordt daarom vervangen door een private placement financiering (onderhandse lening) van €125 miljoen uit de Verenigde Staten. Met deze financiering is de BNG-lening van ongeveer €80 miljoen afgelost en de tweede dividenduitkering van €42 miljoen gefinancierd. De nieuwe financiering heeft niet alleen een langere looptijd maar ook een aanzienlijk lager rentepercentage, waardoor Attero's totale rentelasten met ongeveer €0,5 miljoen per jaar afnemen, ondanks de toename van de schuld. De laatste dividenduitkering eind maart 2015 bedraagt €55 miljoen en komt uit de netto winst over 2014 (Waterland, 2015).

Tijdens de verkoop zijn er door de verkopers en Attero afspraken gemaakt over de maximale financiering met vreemd vermogen. Dit is vastgelegd in financieringsratios (vreemd vermogen/EBITDA en EBITDA/Netto renteverplichtingen en hoeveelheid eigen vermogen). De ratio netto bankschuld/EBITDA was in 2014 1x (Waterland, 2015). Eind 2015 bedraagt de netto bankschuld/EBITDA ratio 0,7. De netto schuld bedraagt ca. €86 miljoen (€143 miljoen bank schuld minus €57 miljoen vrij beschikbare liquide middelen) en de EBITDA bedraagt ca. €130 miljoen (Jaarrekening 2015 Attero Holding NV).

De vroege dividenduitkeringen zorgden voor veel publiciteit. Na de dividenduitkering van maart 2015 komen er na publicatie van het artikel 'Investeerder plukt afvalverwerker kaal' in de Telegraaf (8 Mei, 2015) kritische vragen vanuit verschillende hoeken. Er wordt aan de minister van Financiën om opheldering gevraagd en Attero en Waterland komen met een uitgebreide toelichting. Beide partijen benadrukken hierin dat de dividenduitkeringen zijn gedaan na zorgvuldige afweging van de toekomstige financiële positie van Attero en in overleg met de ondernemingsraad en betrokken belanghebbenden (Kamerstukken, 2015¹¹⁶; Waterland, 2015). Bovendien wordt gesteld dat de dividenduitkeringen binnen de geldende richtlijnen zijn gedaan en daarmee ook is voldaan aan de zogenaamde anti-asset stripping-bepalingen onder de AIFM-richtlijn (Waterland, 2015). Vakbond FNV geeft in maart 2016 aan zich grote zorgen te maken dat Attero door aandeelhouder en investeerder Waterland wordt kaalgeplukt, terwijl nodige investeringen uitblijven. In een persbericht stelt FNV dat werknemers geen vertrouwen meer hebben in de bedrijfsvoering en dat het steekt dat Waterland sinds 2014 meer aan dividend heeft ontvangen dan het totale aankoopbedrag van Attero (NRC, 22-03-2016).

In maart 2016 kondigt Waterland aan geen dividend te zullen uitkeren, maar de winst over 2015 juist opzij te willen zetten om de organisatie van Attero te versterken. Volgens vakbond FNV is dat een positief signaal, al blijft de situatie bij Attero volgens de FNV zorgelijk (Telegraaf, 8 april 2016).

Discussie

Deze buy-out laat zien hoe een private equity-fonds een onderneming opkoopt met relatief veel vrije kasmiddelen en zichzelf hieruit in een vroeg stadium al behoorlijke dividenden uitkeert. In het geval van Attero waren deze kasmiddelen direct beschikbaar. De verkopers in dit geval zijn zich bewust geweest (of hadden dit moeten zijn) van het feit dat de nieuwe investeerders deze kasmiddelen hiervoor zouden kunnen aanwenden. Voor de eerste uitkering van euro 85 miljoen die onmiddellijk gebruikt is in de financiering van de deal was dit concreet afgesproken op het moment van de deal. Voor de resterende dividendbetalingen (in 2014 en 2015) was dit niet expliciet afgesproken maar het paste wel binnen de tijdens de verkoop afgesproken financiële kaders. Daarnaast was het van belang voor de verkopers dat de risico's van de stortplaatsen samen met Attero meedingen naar de nieuwe eigenaar. Dit heeft voor verkopers een belangrijke rol gespeeld in het verkoopproces en bij de uiteindelijke selectie van Waterland als koper. Verkopers hebben als onderdeel van de transactie bedongen dat alle verplichtingen voor de nazorg van alle stortplaatsen door Attero direct na de overname overgeboekt werden naar de nazorgfondsen van de betreffende provincies. De nog bij Attero blijvende risico/verplichting ten aanzien van de stortplaatsen heeft grotendeels betrekking op kosten gepaard gaande met het afdichten van stortplaatsen wanneer deze gesloten worden. Echter dit risico was door de tijd heen afgenomen doordat een groot aantal van deze stortplaatsen al waren afgedicht. Tevens heeft Attero samen met andere marktpartijen en de overheid het project 'Green Deal stortplaatsen' gestart. Dit project is een meerjarige pilot waarin duurzaam storten wordt onderzocht. Deze pilot bleek een succes te zijn waardoor het in de toekomst niet meer nodig zal zijn om op dezelfde manier de

¹¹⁶ Aanhangsel Handelingen, Tweede Kamer der Staten- Generaal Vergaderjaar 2014-2015, Vragen van het lid Merkies (SP) aan de Minister van Financiën over het kaalplukken van een afvalverwerker door private equity (ingezonden 11 mei 2015). Antwoord Minister Dijsselbloem (Financiën), ontvangen 3 juli 2015, zie ook Aanhangsel Handelingen, vergaderjaar 2014-2015, nr. 2435.

stortplaatsen af te dichten, wat de resterende verplichting aanzienlijk deed verminderen. In 2014 zijn de voorzieningen voor het afdichten van stortplaatsen verminderd met een bedrag van 44 miljoen euro. Dit was mogelijk door de boven beschreven verandering in strategie. In 2015 vond verder een herwaarderingsaanpassing plaats op een turbine van Wijster van 22 miljoen euro. Beide herwaarderingsaanpassingen komen ten gunste van de winst in respectievelijk 2014 en 2015.

Het beeld dat hieruit naar voren komt is dat naast de vrijvallende voorzieningen Waterland aanzienlijke verbeteringen heeft kunnen doorvoeren, en daardoor waarde heeft kunnen creëren. In aanvulling daarop zijn ze op zoek naar een internationale overname om de positie in de markt verder te verbeteren (groeistrategie). De rol van leverage was beperkt; dit mede door de eis van gemeentes en provincie bij de overdracht dat deze beneden een afgesproken ratio moest blijven. De ratio netto schuld/EBITDA bleef onder 1; hetgeen verhoudingsgewijs laag is. De mogelijkheid in een vroeg stadium veel dividend uit te keren was zeker ten dele te danken aan de opleving van de industrie (leidend tot meer import) en hiermee samenhangende stijgende prijzen voor afvalverwerking. Attero is een voorbeeld van private equity waar de private equity-firma zowel door efficiencyverbeteringen als door een herziene strategische focus het bedrijf winstgevender weet te maken. De dividenduitkeringen waren mogelijk door hogere efficiency, betere marktomstandigheden en door een vrijval in specifieke voorzieningen (met name voor risico's van het afdichten van stortplaatsen), zonder dat de onderneming daardoor teveel werd uitgehold. Daarnaast is het mogelijk een voorbeeld van markt timing en de selectie van een ondergewaardeerde onderneming. Werd de markt onderschat waardoor het mogelijk tegen een te lage prijs is verkocht? Of is Waterland beter in staat geweest het waardepotentieel in te schatten in vergelijking met de verkopers?

Kijkend naar de werknemers is er sprake van ontslag van 20 werknemers (van de in totaal 690 werknemers). Dat is gegaan in goed overleg met vakbonden en OR op basis van een sociaal plan. Investeringszwaarte is qua focus verlegd, en er lijkt wel degelijk in de lange termijn te worden geïnvesteerd. Onder meer wordt er voor 100 miljoen geïnvesteerd in een nieuwe centrale in Moerdijk. Ook geeft Waterland aan dat zij eventueel met verdere kapitaalinjecties groei wil financieren (Waterland, 2015).

Een bijkomend aspect is dat Waterland niet alleen aan het management maar ook aan alle werknemers aandelenparticipaties heeft aangeboden. Dit is niet ongebruikelijk, en kan gezien worden als een middel om werknemers te motiveren om mee te doen aan de veranderingen. Meer dan 100 werknemers (van de ongeveer 650) hebben hier gebruik van gemaakt en zijn nu ook aandeelhouder.

Inmiddels heeft Waterland Attero in de verkoop gezet en wordt gerept van een overnamesom van ongeveer euro 1 miljard.¹¹⁷ Dit heeft de kritiek dat de provincies Attero te goedkoop hebben verkocht verder gevoed. De Zuidelijke Rekenkamer gaat een onderzoek doen naar het verkoopproces en naar de hoogte van de betaalde overnameprijs op verzoek van de Provinciale Staten van Brabant en Limburg. Dit moet begin 2017 klaar zijn.

¹¹⁷Bron: Financieel Dagblad, 14-07-2016: 'Chinezen willen afvalverwerker Attero kopen'.

TABEL 7.1

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Werknemers	654	821	835	793	691	682
Nettowinst	24,4	25,7	8,1	(67,2)	72,0	49,7
Bedrijfsresultaat	53,8	54,9	34,1	(50,7)	101,9	53,3
Balanstotaal	819,1	839,4	770,1	675,5	590,4	599,5
Omzet	312,7	350,0	277,0	264,7	338,8	339,3
Gebeurtenissen		Acquisitie VAR Frankenhuis			Overname en reorganisatie	

Classificaties

Initiatief: bedrijf (privatisering)

Jaar: 2014

Aantal biedende partijen: 4

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: Ja plus meer dan 100 werknemers

Hoeveelste bod geaccepteerd: onbekend

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: ja

Bronnen:

- Aanhangsel Handelingen, vergaderjaar 2014-2015, nr. 2435
- Gedeputeerde staten Groningen 2015; Brief omtrent verkoopproces Attero 25- 08-2015,
- Jaarverslagen Attero
- Persberichten FNV, Attero en Waterland
- Website Attero
- Website Waterland

7.2 Action

In het najaar van 2011 koopt private equity-firma 3i via een van haar investeringsfondsen een meerderheidsbelang in Action, voor 117 miljoen euro. Vier jaar na de aankoop heeft het private equity-fonds haar investering al in dividenduitkeringen terugverdiend. Er was sprake van een sterke groei van de operationele kasstroom, en hoge dividenduitkeringen die deels met vreemd vermogen werden gefinancierd. Daarnaast is de waarde van Action in een periode van vier jaar ongeveer verzevenvoudigd.

De onderneming: Action

Action is een non-food discounter die in 1993 werd opgericht door Gerard Deen en Rob Wagemaker (later kwam hier nog Boris Deen bij). Action startte vanuit Enkhuizen met één winkel. In 1994 opende zij acht nieuwe winkels. De formule was een steeds wijzigend assortiment tegen de laagste prijzen. De onderneming groeide zeer snel. In 2005 opende Action haar eerste winkel in België. In 2008 opende ze haar 200^e winkel en in 2009 de eerste winkel in Duitsland. In 2011 werd Action door 3i overgenomen.

Private equity-partij

3i is een beursgenoteerde private equity-onderneming uit het Verenigd Koninkrijk. De overname werd gedaan vanuit een van haar investeringsfondsen door de managing partner vanuit het lokale kantoor van 3i in Amsterdam. 3i is een investeringsmaatschappij met private equity, infrastructuur en debt management. Voor haar private equity-deals specialiseert 3i zich in het marktsegment van overnames met een ondernemingswaarde (enterprise value) tussen de 100 en 800 miljoen euro op het moment van aankoop in de voor haar belangrijkste markten van Noord-Amerika en Europa. Met name in ondernemingen met internationale groeimogelijkheden in de sectoren consument, industrie en zakelijke dienstverlening. Het totale bedrag aan fondsen onder haar beheer, bedraagt in 2016 6,7 miljard euro en haar investeringen bestaan uit belangen in 47 niet-beursgenoteerde en 5 in beursgenoteerde ondernemingen.

De transactie

In 2011 koopt, na onderhandelingen van 1 ½ jaar, 3i met haar investeringsfonds de onderneming Action van de drie directeur-groootaandeelhouders (DGA's) voor een bedrag van ongeveer euro 117 miljoen (eigen vermogen). Met een groeistrategie met aandacht voor inkoop, HR, ICT, logistiek, administratie en een strategie om de activiteit verder te internationaliseren wil 3i de groei van de onderneming versnellen. De DGA's bleven het eerste jaar nog aan maar traden aan het einde van het jaar conform eigen wens terug. Daarna werd een nieuw managementteam geformeerd met ervaring in (discount) retail, logistiek en internationale groeistrategieën.

Anno 2015 heeft Action haar omzet, het aantal winkels en de EBITDA ten opzichte van 2011 meer dan verdubbeld (zie tabel 7.2). De omzet bijvoorbeeld groeide van 718 miljoen euro naar 1995 miljoen euro eind 2015. Daarnaast heeft Action 454 miljoen uitgekeerd aan haar aandeelhouders, waaronder 254 miljoen aan aflossing op aandeelhoudersleningen en de rente hierover (8 en 11,2% per jaar) en het resterende deel als dividend. De uitkeringen aan de aandeelhouders worden gefinancierd uit herfinancieringen van het vreemd vermogen, waarmee de dividenduitkering meegefinancierd wordt. De snel stijgende groei van de EBITDA maakte het mogelijk om meer vreemd vermogen aan te trekken. Het

eerste dividend werd uitgekeerd in 2013 (euro 65 miljoen) en het tweede dividend, van 187 miljoen euro, werd begin 2015 uitgekeerd (*NRC Handelsblad*, 23-07-2015). Daarmee hadden de aandeelhouders binnen 4 jaar hun gehele investering (van oorspronkelijk 117 miljoen euro aan eigen vermogen) al meer dan terugverdiend waarbij ze nog niets van hun aandelen verkocht hadden. De waarde van het aandelenpakket wordt op dat moment geschat op 825 miljoen euro (*NRC Handelsblad*, 25-07-2015). In 2016 (februari) kondigt 3i voor Action een nieuwe herfinancieringsronde aan, ditmaal voor 1,2 miljard euro. Een deel hiervan (voor ongeveer 145 miljoen euro) wordt uitgekeerd als dividend aan de aandeelhouders. In 2016 heeft Action 750 winkels.

In de pers wordt Action veelal aangehaald als succesverhaal van private equity. Een belangrijke bijdrage die de private equity-investeerder in dit geval toevoegde is kennis op het gebied van logistiek, ICT, retail en het managen van groei door ervaren managers en adviseurs op dit gebied binnen te halen. Daarnaast werd een duidelijke strategie van internationale expansie ingezet. 3i schroomde verder niet om veranderingen in het management door te voeren. Nadat, conform afspraak, de 3 DGA's terugtraden na een jaar, en een geheel nieuw managementteam aantrad, is in drie jaar tijd 2 keer een nieuwe CEO benoemd en ook de CFO positie wisselde in deze periode enkele malen. Nieuw management werd niet alleen ingebracht in de top, maar ook in de laag daaronder. Uit een interview in Management Team met Ronald van der Mark, toen CEO van Action, (24 november 2014):

“Weet je hoeveel van de 33 hoogste managers nieuw zijn aangetreden sinds de overname 3 jaar geleden? 29; ofwel 90 procent! En niet omdat we mensen hebben vervangen, maar omdat veel door de oprichters werd gedaan en functies nog niet bestonden. Het is best bijzonder dat we zo hard groeien en toch de kracht van de formule en de cultuur hebben weten te behouden. We zijn blij met een private equity-partij die gelooft dat je alleen waarde creëert als je het bedrijf fundamenteel verbetert. Een business manage je voor de lange termijn.”

Ook de Raad van Commissarissen werd opgetuigd. Als voorzitter werd Adrian Bellamy aangesteld (met ruime management en RvC ervaring bij onder meer Reckitt Benckiser, The Body Shop, Starbucks, Gucci, Gap, en een aantal discountmerken in consumentenretail). Verder zitten in de raad van commissarissen: Simon Borrows (3i), Menno Antal (3i), Robert van Goethem (3i) en Marc van Gelder (voormalig CEO Mediq). In de Raad van Commissarissen is derhalve 60% afkomstig van de private equity-firma 3i.

Discussie

De Action-casus illustreert hoe private equity een groeistrategie faciliteert. Niet zozeer door de financiering ervan alswel door actieve bemoeienis en met name door het binnenbrengen van met dit proces ervaren managers, actief aansturen van processen, prioriteiten en toevoegen van specifieke kennis (mede door toevoegen van specialisten indien noodzakelijk als klankbord van het management op specifieke issues). In de Raad van Commissarissen is de private equity-investeerder in meerderheid aanwezig. De managementveranderingen zijn relatief frequent. De achtergronden van met name de CEO- en CFO-wisselingen zijn niet duidelijk maar zijn in lijn met het beeld van een investeerder die actief monitort en niet aarzelt om wijzigingen door te voeren indien ze dit noodzakelijk acht. Als tijdelijke governance structuur kan dit zijn waarde hebben, hoewel uiteraard de onderneming ook baat kan hebben bij meer continuïteit van de leiding.

Daarnaast illustreert het de mogelijkheid om bij sterke groei dividendbetalingen mee te financieren met vreemd vermogen. Zoals uit onderstaande tabel blijkt stijgt de EBITDA samen met de omzet sterk. Het schuldniveau in de onderneming kan daarmee mee groeien. Dit kan gebruikt worden om de groei mee te faciliteren en indien hiervoor voldoende ruimte is dividenduitkeringen te doen. Bij het aangaan van de transactie door 3i was de bancaire schuld/EBITDA ratio 3,77. Schuld inclusief aandeelhoudersleningen/EBITDA kwam uit op 6,7. De gemiddelde schuld/EBITDA ratio in Europese private equity-transacties was in dat jaar ongeveer 4,25.¹¹⁸ In de eerste herfinancieringsronde in 2013 (waaruit ook het dividend is betaald), daalt deze ratio inclusief aandeelhouderslening tot 5,3. In de tweede herfinancieringsoperatie in 2015 (wederom wordt een dividenduitkering meegefinancierd) daalt deze ratio tot beneden 4. De aandeelhouderslening is dan inclusief rente alweer helemaal terugbetaald aan het investeringsfonds van 3i. De sterke groei maakte extra financiering met vreemd vermogen mogelijk waaruit deze dividenduitkeringen werden gedaan zonder dat de solvabiliteit en de voor deze groei noodzakelijke investeringen worden aangetast.

Action is een voorbeeld van een succesvolle internationale groeistrategie die mogelijk werd gemaakt door het inbrengen van de specifieke kennis die hiervoor nodig is en door professionalisering van de governancestructuur. De groei maakte dividenduitkeringen mogelijk zonder dat de onderneming daardoor in haar handelen werd beperkt. Er werd gebruik gemaakt van een behoorlijke mate van leverage met daarbij in eerste instantie ook een omvangrijke aandeelhouderslening van 254 miljoen euro. De verhouding vreemd vermogen ten opzichte van de ondernemingswaarde meteen na de overname was 48% exclusief de aandeelhouderslening; met aandeelhouderslening 86%. De aandeelhouderslening werd overigens binnen 3 jaar afgelost. Door de groei is het aantal werknemers hard gegroeid: van 9500 in 2011 tot 30.000 in 2015. In deze casus lijkt dus sprake van een succesverhaal zonder evidente herverdelingen.

¹¹⁸ Zie Ronald Berger, *What is holding back returns of European private equity*, January 2016.

TABEL 7.2

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Werknemers (fte)		4800	6043	7972	10056	13310
Werknemers totaal		9500	11500	16500	22000	30000
Nettowinst (€ miljoen)	47,5	39,3	24,6	46,9	64,6	106,3
EBITDA (€ miljoen)	71	86	99	128	165	226
Balanstotaal (€ miljoen)	581,8	812	878,8	956,2	1070	1153,7
Omzet (€ miljoen)	607	718	873	1155	1506	1995
Gebeurtenissen		Acquisitie door 3i: enterprise value 672 miljoen, equity value 117 miljoen, 254 miljoen aandelhoudersleningen en 325 miljoen bancaire leningen.	1 ^e aflossing op shareholder lening van 20 miljoen.	Herfinancieringspakket met banken. Bancaire financiering stijgt met 225 tot 550 miljoen, Wordt gebruikt voor: aflossing aandelhouderslening (103 miljoen incl. rente). En dividenduitkering van 65 miljoen.		Nieuw herfinancieringspakket totale omvang 840 miljoen. Gebruikt voor onder meer aflossing restant aandelhouderslening 79 miljoen (plus rente) en dividendbetaling van 187 miljoen.

Kerncijfers Action website, Management Team (24-11-2014), persberichten 3i, jaarverslagen Action Holdings BV en Peer Holdings BV

Classificaties

Initiatief: 3i

Jaar: 2011

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja maar na een jaar vertrek

Hoeveelste bod geaccepteerd: onbekend

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Bronnen:

- Jaarverslagen Action Holding BV en Peer Holding BV
- Moody's Investor's service
- Website Action
- Website 3i

Literatuur

- Acharya, V.V., Davydenko, S.A. and Strebulaev, I.A., 2012, Cash Holdings and Credit Risk, *Review of Financial Studies* 25(12), 3572–3609.
- Acharya, V.V., Gottschalg, O., Hahn, M. and Kehoe, C., 2013, Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, *Review of Financial Studies* 26(2), 368–402.
- Achleitner, A.K. and Figge, C., 2014, Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts, *European Financial Management* 20(2), 406–433.
- Achleitner, A.K., Braun, R. and Engel, N., 2011, Value creation and pricing in buyouts: Empirical Evidence from Europe and North America, *Review of Financial Economics*, 20(4), 146-161.
- Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C. and Tappeiner, F., 2010, Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe, *The Journal of Private Equity*, 13(2), 17-27.
- Agrawal, A.K. and Tambe, P., 2014, Private Equity and Workers' Career Paths: The Role of Technological Change, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2286802>.
- Aleszczyk, E. De George, E. Ertan, F. Vasvari, 2016, Value Creation in Buyout Deals: European Evidence, ADVEQ Research Series on Private Equity
- Amess, K. and Wright, M., 2007, The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK, *International Journal of Economics and Business*, 14(2), 179-195.
- Amess, K., Girma, S. and Wright, M., 2008, What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?, CMBOR Occasional Paper.
- Andonov, Aleks, Yael Hochberg, and Joshua Rauh, 2016, Public Pension Trustees and Private Equity Performance, *Working Paper*.
- Andrade, G. and Kaplan, S.N., 1998, How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *Journal of Finance* 53(5), 1443–1493.
- Ang, A. and Chen, B., Goetzmann, W.N. and Phalippou, L., 2016, Estimating Private Equity Returns from Limited Partner Cash Flows, Netspar Discussion Paper No. 06/2014-021; Saïd Business School WP 2014-8. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2460789>
- Ang, A., Papanikolaou, D. and Westerfield, M.M., 2014, Portfolio Choice with Illiquid Assets, *Management Science* 60(11), 2737–2761.
- Arcot, S., Fluck, Z., Gaspar, J.M. and Hege, U., 2015, Fund Managers Under Pressure: Rationale and Determinants of Secondary Buyouts, *Journal of Financial Economics* 115(1), 102–135.
- Asquith, P. and Wizman, T., 1990, Event risk, Wealth Redistribution and its Return to Existing Bondholders in Corporate Buyouts, *Journal of Financial Economics* 27, 195-213.

- Axelsson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. and Weisbach, M.S., 2013, Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts, *Journal of Finance* 68 (6), 2223–2267.
- Axelsson, U., Strömberg, P., and Weisbach, M.S., 2009, Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds, *Journal of Finance* 64 (4), 1549–1582.
- Bacon, N., Wright, M., Scholes, L. and Meuleman, M., 2009, Assessing the Impact of Private Equity on Industrial Relations in Europe, CMBOR Occasional Paper.
- Bain & Company Inc., 2016, Global Private Equity Report 2016
- Barber, B.M., and Yasuda, A., 2016, Interim Fund Performance and Fundraising in Private Equity, *SSRN Electronic Journal*.
- Barneveld, J., 2009, PCM & private equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen, *WPNR* 2009/6791, 230-238
- Bernstein, S., Giroud, X. and Townsend, R.R., 2016, The Impact of Venture Capital Monitoring: Evidence from a Natural Experiment, *Journal of Finance*, 71(4), 1591-1622.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sørensen, M. and Strömberg, P., 2014, Private Equity and Industry Performance, *SSRN Electronic Journal*.
- Bernstein, S. and Sheen, A., 2016, The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry, *Review of Financial Studies*.
- Bharath, S.T. and Dittmar, A.K., 2010, Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?, *The Review of Financial Studies* 23(5), 1771–1818.
- Bonini, S., 2015, Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants, *Financial Management* 44(2), 431–470.
- Boone, A.L. and Mulherin, J.H., 2011, Do Private Equity Consortiums Facilitate Collusion in Takeover Bidding? *Journal of Corporate Finance*, 17(1).
- Boot, A.W.A., 2009, De onwontelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers? Assen: Koninklijke Van Gorcum BV.
- Boot, A.W.A., and Cools, K., 2007, Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur, in: K. Koekdijk en S. Eijffinger (eds.), *Private equity en aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 15-56.
- Bouchly, Q. Thesmar, D. and Sraer, D., 2009, Leveraged buyouts - evidence from French deals, in Gurung, A. and Lerner, J. (eds), *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009, Globalization of Alternative Investments*, Working Papers Volume 2, World Economic Forum, 47-64.
- Boucly, Q., Sraer, D. and Thesmar, D., 2011, Growth LBOs, *Journal of Financial Economics* 102, 432–453.

- Braun, R., Jenkinson, T. and Stoff, I., 2016, How Persistent is Private Equity Performance? Evidence from Deal-Level Data, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Brown, G.W., Gredil, O.R. and Kaplan, S.N., 2015, Do Private Equity Funds Game Returns?, *Working paper*.
- Cao, J.X. and Lerner, J., 2007, The performance of reverse leveraged buyouts, Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market.
- Cao, J.X. and Lerner, J., 2009, The Performance of Reverse Leveraged Buyouts, *Journal of Financial Economics* 91(2), 139–157.
- Chung, J.W., Sensoy, B.A., Stern, L. and Weisbach, M.S., 2012, Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity, *Review of Financial Studies* 25(11), 3259–3304.
- Cohn, J.B., Mills, L.F. and 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.
- Cohn, J.B. and Towery, E.M., 2013, The Determinants and Consequences of Private Equity Buyouts of Private Firms: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns, *SSRN Electronic Journal*.
- Cook, D., Easterwood J., Martin J. (1992), "Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts", *Financial Management* 21, pp. 102-113
- Cohn, J.B., Nestoriak, N. and Wardlaw, M., 2015, Leveraged buyouts and workplace safety, *Working paper*.
- Cornelli, F. and Oguzhan, K., 2008, 'Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards?', in Lerner, J. and Gurung, A. (eds). *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments*, Working Papers, Volume 1, World Economic Forum, 65-84.
- Cornelli, F. and Oguzhan, K., 2015, CEO Turnover in LBOs : The Role of Boards, *Working paper*.
- DaRin, M. and Phalippou, L., 2014, There is Something Special About Large Investors: Evidence from a Survey of Private Equity Investors, *SSRN Electronic Journal*.
- Davis, S.J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. and Miranda, J., 2014, Private Equity, Jobs, and Productivity, *American Economic Review*, 104(12), 3956-3990.
- DeGeorge, F., Martin, J. and Phalippou, L., 2016, On secondary buyouts, *Journal of Financial Economics*, 120(1), 124-145.
- Demiroglu, C. and James, C., 2009, Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing.
- Demiroglu, C. and James, C.M., 2010, The role of private equity group reputation in LBO financing, *Journal of Financial Economics* 96, 306–330.

Dessi, R., 2012, Innovation, Spillovers and Venture Capital Contracts, CEPR Discussion Paper No. DP8731, *SSRN Electronic Journal*.

Driessen, J., Lin, T.C. and Phalippou, L., 2012, A New Method to Estimate Risk and Return of Nontraded Assets from Cash Flows: The Case of Private Equity Funds, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 47(03), 511–535.

Dyck, I.J.A. and Pomorski, L., 2015, Investor Scale and Performance in Private Equity Investments, *Review of Finance*, forthcoming.

Edgerton, J., 2012, Agency Problems in Public Firms: Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts, *Journal of Finance* 67(6), 2187–2213.

Ducanovic, I., 2014, Private equity and employment in the Netherlands.

Ewens, M., Jones, C.M. and Rhodes-Kropf, M., 2013, The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, *Review of Financial Studies* 26(8), 1854–1889.

Ewens, M., Nanda, R. and Rhodes-kropf, M., 2015, Cost of Experimentation and the Evolution of Venture Capital, *Working Paper*.

Faccio, M. and Hsu, S.H.C., 2013, Politically Connected Private Equity and Employment, *Journal of Finance*, forthcoming.

Fang, L., Ivashina, V. and Lerner, J., 2013, Combining Banking with Private Equity Investing, *Review of Financial Studies* 26(9), 2139–2173.

Fang, L., Ivashina, V. and Lerner, J., 2015, The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity, *Journal of Financial Economics* 116(1), 160–178.

Fidrmuc, J.P., Palandri, A., Roosenboom, P.G.J, and van Dijk, D.J.C., 2012, When do managers seek private equity backing in public-to-private transactions? *Review of Finance* (Print), June, 1–41.

Fidrmuc, J.P., Roosenboom, P.G.J, Paap, R, and Teunissen, T. , 2012, One size does not fit all: Selling firms to private equity versus strategic acquirers. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 828–848.

Franzoni, F., Nowak, E. and Phalippou, L., 2012, Private Equity Performance and Liquidity Risk, *Journal of Finance* 67(6), 2341–2373.

Gao, H., Harford, J. and Li, K., 2013, Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms, *Journal of Financial Economics* 109, 623–639.

Gaspar, J.M., 2012, The Performance of French LBO Firms: New data and new results, *Finance*, 33(2), 7-60.

Gatti, S. and C. Chiarella, 2015, Private equity investments -Financial Markets, Macroeconomic trends and the return of leveraged buy-outs.

- Gilligan, J. and Wright, M., 2014, Private Equity Demystified: An Explanatory Guide - 3rd Edition, *SSRN Electronic Journal*.
- Gompers, P., Kaplan, S.N. and Mukharlyamov, V., 2015, What do Private Equity Firms Say They Do? *Working Paper*.
- Gonzalez-Uribe, J., 2014, Venture Capital and the Diffusion of Knowledge, *SSRN Electronic Journal*.
- Gornall, W. and Strebulaev, I.A, 2015, The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 15-55, *SSRN Electronic Journal*.
- Gottschalg, O., 2007, Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study. *Study for the European Parliament (IP/A/ECON/IC/2007-25)*.
- Guo, S., Hotchkiss, E. and Song, W., 2011, Do Buyouts (Still) Create Value?, *Journal of Finance* 66, 479–517.
- Haddad, V., Loualiche, E. and Plosser, M.C., 2011, Buyout Activity and Asset Prices, *SSRN Electronic Journal*.
- Harford, J. and A. Kolasinski, Do Private Equity Returns Result from Wealth Transfers and Short-Termism? Evidence from a Comprehensive Sample of Large Buyouts, *Management Science*, p. 888-902.
- Harris, R.S., Jenkinson, T. and Kaplan, S.N., 2014, Private Equity Performance: What Do We Know?, *Journal of Finance*, 1857–1882.
- Higson, C., and Stucke, R., 2012, The Performance of Private Equity, *Working paper*.
- Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A. and Vissing-Jørgensen, A. 2014, Informational Hold-up and Performance Persistence in Venture Capital, *Review of Financial Studies* 27(1), 102–152.
- Hochberg, Y.V., and Rauh, J.D., 2013, Local Overweighting and Underperformance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments, *Review of Financial Studies* 26(2), 403–451.
- Hotchkiss, E.S., Strömberg P. and Smith, D.C., 2014, Private Equity and the Resolution of Financial Distress, *Working paper*.
- Huther, N., Robinson, D.T. and Hartmann-Wendels, T. and Sievers, S., 2015, Paying for Performance in Private Equity : Evidence from Management Contracts, *Working paper*.
- Ivashina, V. and Kovner, A., 2011, The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking., *Review of Financial Studies* 24(7), 2462–2498.
- Jelic, R. and Wright, M., 2011, Exits, performance, and late stage private equity: The case of UK management buyouts, *European Financial Management*, 17(3), 560-593.
- Jenkinson, T. and Sousa, M., 2015, What Determines the Exit Decision for Leveraged Buyouts? *SSRN Electronic Journal*.

Jenkinson, T. and Stucke R., 2011, Who benefits from the leverage in LBOs, Working Paper, Oxford University.

Jensen, M.C., and Meckling, W.H. 1976, Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Jensen, M.C., 1989, Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 67(5), 61–74.

Jong, A. de, Roosenboom, P.J.G., Verbeek, M.J.C.M., Verwijmeren, P., 2007, Hedgefondsen en Private Equity in Nederland, *RSM Erasmus University*.

Kaplan, S.N., 1989, Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, *Journal of Finance* 44(3), 611–632.

Kaplan, S.N., 1989a, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.

Kaplan, S.N. and Schoar, A., 2005, Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance* 60(4), 1791–1823.

Kaplan, S.N., and Sensoy, B.A., 2015, Private Equity Performance: A Survey, *Working paper*.

Kaplan, S.N. and Stein, J., 1993, The evolution of buyout pricing in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, 108(2), 313-357.

Kaplan, S.N. and Strömberg, P., 2009, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

Kleymenova, A., Talmor, E. and Vasvari, F.P., 2012, Liquidity in the Secondaries Private Equity Market, *Working paper*.

Knauer, A, Lahman, A.P., Pflucke M. en S. Swetzler, How Much Do Private Equity Funds Benefit from Debt-Related Tax Shields? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 26, Issue 1, pp. 85-93, 2014.

Korteweg, A.G. and Nagel, S. 2015, Risk-Adjusting the Returns to Venture Capital, *Journal of Finance*, forthcoming.

Korteweg, A.G. and Sorensen, M., 2010, Risk and Return Characteristics of Venture Capital-Backed Entrepreneurial Companies, *Review of Financial Studies*, 23(10), 3738–3772.

Leibowitz, M. and Bova, A., 2009, Portfolio Liquidity, *Morgan Stanley Research Portfolio Strategy*.

Lerner, J., 2002, Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 2002(4), 25-39.

Lerner, J., Schoar, A. and Wong, W., 2007, Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle, *Journal of Finance*, 62, 731–764.

- Lerner, J., Sorensen, M. and Strömberg, P.J., 2011, Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation, *Journal of Finance* 66(2), 445–477.
- Leslie, P. and Oyer, P., 2009, Do private equity firms create value?, Working paper.
- Leslie, P. and Oyer, P., 2013, Managerial Incentives and Strategic Change: Evidence from Private Equity, *Working paper*.
- Lichtenberg, F.R. and Siegel, D.S., 1990, The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour, *Journal of Financial Economics*, 27(1), 165-194.
- Long, W.F. and Ravenscraft, D., 1993, LBOs, debt and R&D intensity, *Strategic Management Journal*, 14(S1), 119-135.
- Longstaff, F.A., 2009, Portfolio Claustrophobia: Asset Pricing in Markets with Illiquid Assets, *American Economic Review*, 99(4), 1119–1144.
- Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L. and Gottschalg, O., 2015, Giants at the Gate: On the Cross-section of Private Equity Investment Returns, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 50(3), 377–411.
- Lubbers, R., Von Eije, J.H. and Westerman, W., 2015, Does Private Equity Stir Up European Industries? *SSRN Electronic Journal*.
- Malenko, A. and Malenko, N., 2015, A Theory of LBO Activity Based on Repeated Debt-Equity Conflicts, *Journal of Financial Economics*, 117(3), 607–627.
- Manso, G., 2011, Motivating Innovation, *The Journal of Finance*, 66(5), 1823–1860.
- Manso, G., 2016, Experimentation and the Returns to Entrepreneurship, *Review of Financial Studies*, Forthcoming.
- Mao, Y. and Renneboog, L., 2015, Do Managers Manipulate Earnings Prior to Management Buyouts?, *Journal of Corporate Finance*, 35, 43–61.
- Mareis, L., Schipper, K. and Smith, A., 1989, Wealth effects of going private on senior securities, *Journal of Financial Economics*, 23(1), 155-191.
- Matsa, D.A., 2011, Running on Empty? Financial Leverage and Product Quality in the Supermarket Industry, *American Economic Journal: Microeconomics* 3(1), 137–173.
- Mehran, H. and Peristiani, S. 2010, Financial Visibility and the Decision to Go Private, *Review of Financial Studies* 23(2), 519–547.
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M. and Scholes, L., 2009, Agency, Strategic, Entrepreneurship and the Performance of Private Equity Backed Buyouts, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 213-240.
- The Melbourne center for Financial Studies, 2009, Public companies being taken private.

Metrick, A. and Yasuda, A., 2010, The Economics of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341.

Meuleman, M., Wright, M., Manigart, S. and Lockett, A., 2009, Private Equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration, *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(5-6), 616-644.

Meyer, T., 2010, Venture capital adds economic spice, Deutsche Bank Research.

Meyers, S.C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.

Morse, A., 2013, Influence in Delegated Management: Active Investors in Private Equity Funds, *Working Paper*.

Muscarella, C.J. and Vetsuypens, M.R, 1990, Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *Journal of Finance*, 65(5), 1389-1413.

Nadauld, T.D., Sensoy, B.A., Vorkink, K. and Weisbach, M.S., 2016, The Liquidity Cost of Private Equity Investments : Evidence from Secondary Market Transactions, *Working Paper*.

Ofek, E., 1994, Efficiency Gains in Unsuccessful Management Buyouts, *Journal of Finance* 49(2), 637–654.

Opler, T. and S. Titman, 1993, The Determinants of Leveraged Buyout Activity : Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs, *Journal of Finance* 48(5), 1985–1999.

Perotti, E.C. and 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., 2009, Beware of Venturing into Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 147–166.

Phalippou, L., 2010, Venture capital funds: Flow-performance relationship and performance persistence, *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 568–577.

Phalippou, L., 2014, Performance of Buyout Funds Revisited?, *Review of Finance*, 18(1), 189–218.

Phalippou, L. and Gottschalg, O. 2009, The Performance of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, 22(4), 1747–1776.

Phalippou, L., Rauch, C. and Ueber, M., 2015, Private Equity Portfolio Company Fees, *Working paper*.

Popov, A. and P. Roosenboom, 2009, Does Private equity investment spur innovation? Evidence from Europe, *European Central Bank working paper series*.

PwC, 2012, The integration of environmental, social and governance issues in mergers and acquisitions transactions; Trade buyers survey results.

PWC, 2016, *Are we nearly there yet?* Private equity and the responsible investment journey.

Preqin, 2016, Global Private Equity and Venture Capital Report.

- Rin, M.D., Thomas H., and Puri, M., 2013, Chapter 8 – A Survey of Venture Capital Research, *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 573-648.
- Robinson, D.T. and Sensoy, B.A., 2013, Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance, *Review of Financial Studies* 26(11), 2760–2797.
- Robinson, D.T. and Sensoy, B.A., 2015, Cyclical, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity, *Journal of Financial Economics*, 122(3), 521-543.
- Ronald Berger, 2016, *What is holding back returns of European private equity*.
- Roosenboom, P.G.J. (2009). Private Equity onder vuur. *Fusie en Overname (M & A Magazine)*, december (10), 30-32.
- Schnitzer, M. and Watzinger, M., 2015, Measuring Spillovers of Venture Capital, *Seminar for Comparative Economics*.
- Schmeits, A. 2007, Belangenconflicten in de private equity markt, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 312-322.
- Sensoy, B.A., and Bollen, N.P.B., 2015, How much for a Haircut? Illiquidity, Secondary Markets, and the Value of Private Equity, *Working Paper*.
- Sensoy, B.A., Wang, Y. and Weisbach, M.S., 2014, Limited Partner Performance and the Maturing of the Private Equity Industry, *Journal of Financial Economics*, 112, 320–343.
- Shivdasani, A. and Wang, Y., 2011, Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?, *Journal of Finance* 66(4), 1291–1328.
- Shobe, J., 2016, Misaligned Interests in Private Equity, *Brigham Young University Law Review*, Forthcoming.
- Smith, A. 1990, Capital ownership structure and performance: the case of management buyouts, *Journal of Financial Economics*, 13, 143-165.
- Smit, H.T.J. and Van den Berg, W.A., 2007, De private-equity golf, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 303-311.
- Sorensen, M., Wang, W. and Yang, J., 2014, Valuing Private Equity, *Review of Financial Studies*, 27(7), 1977–2021.
- Stafford, E., 2015, Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting, *Working Paper*.
- Strömberg, P., 2008, The new demography of private equity. *Unpublished working paper*. SIFR.
- Tian, X. and Wang, T.Y., 2014, Tolerance for Failure and Corporate Innovation, *Review of Financial Studies*, 27(1), 211–255.

Tykvova, Tereza and Mariela Borell, Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?, *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, issue 1, pages 138-150

Wang, Y., 2013, Secondary Buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming.

Warga, A., Welch, I. (1991), "Bondholder losses in leveraged buyouts", *Review of Financial Studies*, 959-982.

Weber, L., 2014, Fact Check: Does Private Equity Kill Jobs? *The Wall Street Journal*.

Weir, C., Laing, D., and Wright, M., 2008, Public to private buyouts, distress costs and private equity, *Applied Financial Economics*, 18(10), 801-819.

Weir, C., Jones, P. and Wright, M., 2009, Public to private transactions, private equity and financial health in the UK: an empirical analysis of the impact of going private, CMBOR occasional paper.

Weijs, R. de, 2016, Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren. Den Haag: Boom juridisch.

Wilson, N. and Wright, M., 2013, A convenient truth: Private Equity and Portfolio Company Growth, British Venture Capital Association.

World Economic Forum, 2015, Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments.

World Economic Forum, 2010, Globalization of alternative investments, the Global Economic impact of private equity report 2010.

Wright, M.R., Hoskisson, R. and Busenitz, L., 2001, Firm Rebirth Buy-outs as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship, *Academy of Management Executive*, 15(1), 111-115.

Wright, M., 2007, Private Equity and management buyouts, in Landstrom, H., (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham: Edward Elgar.

Wright, M., Chiplin, B., Thompson, S. and Robbie, K., 1990, Management buyouts, trade unions, and employee ownership, *Industrial Relations Journal*, 21(1), 136-146.

Wright M, Cressy R, Wilson N, Farag, 2014, Financial restructuring and recovery in private equity buyouts: the UK evidence, *Venture Capital*, Vol: 16, Pages: 109-129

UN Principles for Responsible Investment (UNPRI), A Guide for Private Equity Fund Managers, 2006.

Zhu, J.L., Qian, J. and Li, X., 2012, Do Investors Understand "Operational Engineering" before Management Buyouts?, *SSRN Electronic Journal*.

