



Topics in

Corporate Finance

Private equity: Waardecreatie, herverdeling en excessen

JEROEN E. LIGTERINK
JENS K. MARTIN

in cooperation with

**Gieskes-Strijbis
Foundation**



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM
Amsterdam Center for Law & Economics

25

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

PRIVATE EQUITY: WAARDECREATIE, HERVERDELING EN EXCESSEN

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

PRIVATE EQUITY: WAARDECREATIE, HERVERDELING EN EXCESSEN

Jeroen E. Ligterink en Jens K. Martin

ISBN-978-90-77859-16-2

© 2017, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

De voor- en nadelen van private equity als financieringsvorm en governance model van ondernemingen spelen een belangrijke rol in maatschappelijke discussies. Hoe moet tegen private equity worden aangekeken? Speelt het een waardevolle rol in de economie? De stellingen die worden ingenomen zijn vaak verhit. Private equity-bedrijven zitten vaak dicht op de onderneming waarin ze investeren, en soms gaat dat gepaard met pijnlijke reorganisaties. Tegelijkertijd is private equity een voorbeeld van het betrokken zijn van investeerders. Er wordt niet zo maar passief in een onderneming belegd, maar juist actief met ook directe lijnen naar het management en de raad van commissarissen, en dat vaak voor periodes van meer dan vijf jaar.

Een aantal onderzoekers van de Universiteit van Amsterdam – waaronder de auteurs van deze voorliggende publicatie – hebben recentelijk voor het Ministerie van Financiën een uitgebreide studie gedaan naar de rol die private equity speelt, en dan ook met name in Nederland (zie Ligterink et al., 2017). Deze publicatie is daar een product van en bevat de kerninzichten.

De studie richt zich op buy-outs. Dit is een overname van een volwassen bedrijf (of bedrijfsonderdeel) door investeerders gefinancierd met eigen vermogen en daarnaast aanzienlijke leverage (vreemd vermogen). Buy-outs zijn naast venture capital de belangrijkste verschijningsvormen van private equity.

Het beeld dat ontstaat is genuanceerd. Grosso modo is sprake van waardecreatie en een positieve rol van private equity, maar excessen kunnen zich voordoen. De belangrijkste bijdrage van deze studie is echter dat het inzicht verschaft in de rol die private equity speelt. Het analyseert wat private equity precies doet, welke rol leverage speelt, waar sprake is van echte waardecreatie en waar herverdelingseffecten domineren. Als Amsterdam Center for Corporate Finance hopen wij met deze publicatie een vruchtbare bijdrage te leveren aan het maatschappelijk debat, en aan een constructieve rol van private equity in de economie en samenleving.

Arnoud W. A. Boot
Director ACCF

April 2017

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
Inhoudsopgave	vii
1 Inleiding	1
2 Wat doet private equity?	3
3 Private equity en waardecreatie	5
3.1 Nader begrip over het waardecreatie potentieel	5
3.2 Rendementen voor private equity-investeerders (limited partners)	7
3.3 Operationele performance en faillissementsrisico	8
4 Het belang van leverage	11
4.1 De invloed van leverage op het rendement en risico op investeringen	11
4.2 Het effect van leverage op de beloning van de general partner	12
4.3 Leverage en waardecreatie	14
5 Hervredelingen en mogelijke excessen	17
5.1 Investeringen, kortetermijnbeleid en asset stripping	17
5.2 Market timing en selectie	19
5.3 Hervredelingseffecten	19
5.4 Uitstralingseffecten van private equity	23
6 Ontwikkelingen in de markt voor private equity in Nederland	25
6.1 Private equity in Nederland	25
6.2 Inzichten uit empirie	27
7 Conclusies	31
Appendix	35
A Ontwikkelingen op de markt voor private equity sinds 2007	35
A.1 De markt voor private equity	35
A.2 De buy-out markt	38
A.3 Private equity in Nederland	41
A.4 Het effect van de kredietcrisis op de markt voor private equity	48

B	Inzichten uit de internationale empirische literatuur: de effecten op stakeholders	50
B.1	De effecten van private equity op de investeerders	50
B.2	De effecten van private equity op de onderneming	53
B.3	Private equity en effecten op de maatschappij	62
	Literatuurlijst	69
	Over de auteurs	75
	Eerdere publicaties in de reeks Topics in Corporate Finance	77

1 INLEIDING

Private equity blijft de gemoederen bezig houden. Voorstanders van private equity benadrukken 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 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 ruil voor de inbreng van eigen vermogen, dat is verkregen van met name grote 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.

De branchevereniging, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), rapporteert dat in 2015, 348 Nederlandse bedrijven voor 3,3 miljard euro aangetrokken hebben 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. Ook vermeldt zij 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:

- 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?
- 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?

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

- Wat zijn de voor- en nadelen van deze financierings- en eigendomsvorm?

Het onderzoek analyseert hoe private equity opereert, hoe het waarde kan creëren, maar ook waar mogelijk sprake is van excessen. Daarnaast rapporteert het over een empirisch onderzoek naar de effecten van private equity in Nederland. Voortgebouwd wordt op eerder werk van De Jong et al. (2007) en Boot en Cools (2007).

De opzet is als volgt. Hoofdstuk 2 beschrijft de werking van private equity en hoe een rendement wordt gemaakt op de ondernemingen waarin een private equity-fonds een belang neemt. Hoofdstuk 3 geeft inzicht in de wijze waarop private equity niet alleen waarde kan creëren voor de investeerders maar ook voor de maatschappij als geheel, en bespreekt resultaten van het internationale empirische onderzoek hierover. De wijze waarop financiering met vreemd vermogen (leverage) het rendement en de beloning van private equity-investeerders beïnvloedt wordt besproken in hoofdstuk 4. Naast waardecreeatie kan er bij private equity ook sprake zijn van een herverdeling van waarde van stakeholders naar de private equity-investeerders. Dit is het onderwerp van hoofdstuk 5. Hoofdstuk 6 schetst de ontwikkeling van private equity en buy-outs in Nederland, en geeft de belangrijkste inzichten uit een kwantitatief onderzoek over de effecten van private equity alhier. Hoofdstuk 7 bevat de belangrijkste conclusies. In een uitgebreide appendix is enige achtergrondinformatie opgenomen.²

² In de appendix is, naast een uitgebreid literatuuroverzicht, een overzicht opgenomen van de belangrijkste ontwikkelingen over private equity in Nederland. Details over het kwantitatieve onderzoek naar de effecten van private equity in Nederland kunnen gevonden worden in Ligterink et al. (2017).

2 WAT DOET PRIVATE EQUITY?

Hoe werkt private equity? Een private equity-firma creëert een investeringsfonds waaruit investeringen worden gedaan. Het investeringsfonds wordt 'gevuld' met een eigen inbreng van de private equity-firma als general partner³ en daarnaast wordt vermogen opgehaald van limited partners, voornamelijk institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en soms welvarende individuen. Het fonds investeert onder leiding van de general partner in meerdere overnames (buy-outs) van ondernemingen. Naast het eigen vermogen van de general en limited partners wordt ook een aanzienlijke hoeveelheid vreemd vermogen gebruikt (de zogenaamde leverage).

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

De verschaffers van eigen vermogen hebben daardoor sterke prikkels om daadwerkelijk tot verbeteringen in de onderneming te komen. Daarnaast zorgt de hoge leverage voor disciplinerende en een gevoel van urgentie. De hoge schuldenlast is immers riskant. In hoofdstuk 4 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 een 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 een nieuwe/aangescherpte strategie, inclusief het beter benutten van groeimogelijkheden en optimalisatie van de corporate scope (bijvoorbeeld buy-and-build strategie⁴, afstoten van niet-kernactiviteiten, etc.);

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

4 Bij een buy-and-build-strategie laat de private equity-firma de overgenomen onderneming hetzij organisch of via fusies en overnames groeien.

- Governance-structuurversterkingen: meer in lijn brengen van de financiële belangen van het management met die van de aandeelhouder (door bijvoorbeeld het management mede-aandeelhouder 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 door te verkopen kan hiermee een rendement voor de private equity-investeerder worden gegenereerd. De arbitrage kan voortkomen uit het beter kunnen inschatten van ontwikkelingen in markt (marktkennis), door toegang tot betere informatie over de onderneming en/of door superieure deal making-capaciteiten (onderhandeling en betere toegang tot deals).

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? – staat centraal in het volgende hoofdstuk.

3 PRIVATE EQUITY EN WAARDECREATIE

Private equity is een tijdelijke eigendomsstructuur die een scherpe financiële prikkel geeft tot actie. Het bewerkstelligen 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 BEGRIIP OVER HET WAARDECREATIE POTENTIEEL

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

De combinatie van maximale zeggenschap en minimale 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 Strömberg 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 et al., 2009).

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-investeer-

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 – 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.

ders hogere voor risico gecorrigeerde rendementen kunnen behalen in vergelijking tot bijvoorbeeld public equity.⁵

3.2 RENDEMENTEN VOOR PRIVATE EQUITY-INVESTEERDERS (LIMITED PARTNERS)

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

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

Het is belangrijk te benadrukken dat het hogere rendement op private equity een gemiddelde betreft. De variatie in de tijd en tussen fondsen is groot. Selectie van fondsen en fondsmanagers lijkt van groot belang. 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 betekenen, maar kan het een compensatie zijn voor extra risico. Het risicoprofiel van een private equity-fonds is anders dan dat van een goed gespreide aandelenportefeuille. Het fonds bevat veelal kleinere ondernemingen met een relatief lage marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde, en er is sprake van minder liquide beleggingen. Indien voor deze extra risico-factoren wordt gecorrigeerd vinden verschillende studies dat het hogere rendement voor het grootste deel wegvalt (dus is toe te schrijven aan deze factoren). Van wezenlijke *outperformance* van private equity voor limited partners is dan geen sprake: het extra rendement is een vergoeding voor exposure aan deze factoren.

5 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).

3.3 OPERATIONELE PERFORMANCE EN FAILLISSEMENTSRSICO

Op basis van bestaand internationaal onderzoek kunnen we voorzichtig concluderen dat de effecten van private equity op de operationele performance en groei van ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd gemiddeld positief zijn. Ondernemingen halen in de meeste studies gemiddeld een hogere EBITDA-marge en hogere omzet. Tegelijkertijd concluderen recente studies dat deze voordelen in de loop der de tijd zijn afgenomen (zie onder meer Guo, Hotchkiss 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%.

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 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 Strömberg (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. 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 Tykvová en Borell (2012) voor een steekproef van Europese private equity-ondernemingen en Wright et al. (2014) voor een groep ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk, vinden geen verschil in de 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 het risico op faillissement van een met private equity gefinancierde onderneming gemiddeld amper hoger is dan dat van vergelijkbare niet door private equity ondersteunde ondernemingen.⁶ Dit suggereert dat private equity-fondsen kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen.⁷

6 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 niet met private equity gefinancierde ondernemingen.

7 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.

De niet heel veel hogere faillissementskans beperkt ook de 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 faillissementen mogelijk. Hierdoor is het bijvoorbeeld gemakkelijker levensvatbare onderdelen van failliet gegane bedrijven te continueren. Ook op de overnamemarkt is de rol van private equity tegenwoordig substantieel. Het faciliteert de overdracht van ondernemingen via herstructurering en rationalisatie van bedrijfsactiviteiten, en bij opvolgingsproblemen zorgt het als nieuwe eigenaar voor continuïteit. Het verschaft daarbij liquiditeit aan de overnamemarkt waar die anders minder (of niet) beschikbaar zou zijn.⁸

⁸ Private equity dreigt soms veroordeeld te worden omdat het faillissementen kan veroorzaken (wat zo is bij een onverantwoorde aanpak), terwijl het vaak juist zorgt dat levensvatbare bedrijfsonderdelen uit een faillissement gered worden (Imtech bijvoorbeeld), of een faillissement voorkomt door tijdig te reorganiseren.

4 HET BELANG VAN LEVERAGE

Wij zullen illustreren hoe financiering met vreemd vermogen van invloed is op het verwachte rendement en het risico van private equity-investeringen, en vervolgens hoe het de vergoeding die de general partner ontvangt (de *carried interest*) beïnvloedt.

4.1 DE INVLOED VAN LEVERAGE OP HET RENDEMENT EN RISICO 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 vermogen.⁹ Het resterende deel wordt 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 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 van 50% vreemd vermogen, en dus 50% eigen vermogen, loopt dit op tot 30% ($= [15/50] \times 100\%$), en in het geval van 90% vreemd vermogen zelfs tot 150% (zie tabel 1).¹⁰

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

	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%

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

10 We abstraheren in het voorbeeld gemakshalve van de kosten van vreemd vermogen. Indien deze in het bovenstaand voorbeeld op 5% wordt gezet, en de (eenmalige) 15% waardecreatie in een jaar wordt gerealiseerd, dan leidt dit tot een rendement op het eigen vermogen in dat jaar van respectievelijk 15%, 25% ($= [15-2,5]/50 \times 100\%$) en 105% ($= [15-4,5]/10 \times 100\%$) bij de drie verschillende financieringsverhoudingen.

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 tabel 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.

Tabel 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%

4.2 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 prestaties van het fonds gerelateerde fee (de eerder genoemde 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 4.1 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.¹¹

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 tabel 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.¹² Belangrijk is wel te onderkennen dat de carried interest op fondsniveau wordt berekend zodat 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.

¹¹ We laten de management fee gemakshalve buiten beschouwing in dit voorbeeld.

¹² In het voorbeeld in tabel 3 is aangenomen dat er een voldoende hoge cash flow is om zowel de hurdle als de catch-up uit te keren.

Tabel 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

4.3 LEVERAGE EN WAARDECREATIE

Aan het gebruik van leverage in buy-outs liggen meerdere redenen ten grondslag. 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. Vaak hebben ze ook een relatief sterke onderhandelingspositie ten opzichte van banken. 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 vermogensverschaffers. Omdat de private equity-firma's toekomstige buy-outs ook met veel vreemd vermogen willen financieren is hun track record naar de vreemd vermogensverschaffers van belang.

5 HERVERDELINGEN EN MOGELIJKE EXCESSEN

Naast echte waardecreatie kan het rendement dat private equity-investeerders maken, duiden op een herverdeling die ten koste gaat van andere 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.

Hieronder 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. Achtereenvolgens bespreken we herverdelingseffecten richting overheid (belastingarbitrage), mogelijke bevoordeling van het management met benadeling van bestaande (‘oude’) aandeelhouders, herverdelingen ten nadele van werknemers, en herverdelingen tussen general partner en limited partners. Tenslotte bespreken we de mogelijke uitstralingseffecten van private equity op de bedrijfstak of de economie als geheel.

5.1 INVESTERINGEN, 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.

‘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 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 bedra-

gen. 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 zin te voorkomen.¹³ 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-fondsbeheerders 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.

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 selectieverstorings. Zo is eerder aange-

¹³ ‘In pure zin’ slaat op het verkopen van activa om vervolgens met superdividenduitkeringen de crediteuren en werknemers achter te laten met een ‘lege’ onderneming.

ven dat het onderzoek zich vooral richt op relatief grotere ondernemingen omdat daar publieke data over beschikbaar zijn.¹⁴

5.2 MARKET TIMING EN SELECTIE

Een alternatieve (deel)verklaring van het positieve rendement voor private equity-investeers is de mogelijkheid van timing en ook 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.

5.3 HERVERDELINGSEFFECTEN

In deze paragraaf bespreken wij hoe private equity kan leiden tot herverdelingen van waarde tussen de verschillende stakeholders en private equity-investeers.

Overheid en belastingarbitrage

Private equity gaat hand in hand met relatief veel vreemd vermogen. Dit leidt tot belastingbesparingen via een hoge renteaftrek. Hierdoor loopt de overheid belastinginkosten 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.

¹⁴ Het net aangehaalde onderzoek van Cohn et al. (2014) is een uitzondering. Zij baseren zich op belastingaangiften en hebben zodoende ook data van kleinere, en dus meer vergelijkbare bedrijven.

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.¹⁵

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, wordt voor leverage 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.¹⁶

Herverdeling door bevoordeling van het management

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 waardeverminderingspotentieel na de transactie waar het management, dat vaak aandeelhouder wordt, van profiteert. Dit pleit in ieder geval voor een actieve rol van de raad van commissarissen 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 2.

¹⁵ Voor een verdere bespreking van de fiscale aspecten van private equity zie Van de Streek (2015). In het recente Belastingplan 2017 is de renteaftrek van aandeelhoudersleningen overigens afgeschaft.

¹⁶ Overigens past ook bij private equity de zorg dat op transactiemomenten (net als bij roemruchtige onroerend goed transacties) verstoringen spelen die al dan niet als manipulatie moeten worden gezien. Zo zijn financial engineering constructies mogelijk waarbij getracht wordt het perspectief op koerswinsten te 'optimaliseren', door (uiteindelijk) belastbare arbeidsinkomens te verminderen in ruil voor hogere niet-belaste koerswinsten. Zie ook wat volgt in de subparagraaf 'Herverdeling door bevoordeling van het management'.

Belangenconflicten tussen aandeelhouders en management bij Qantas¹⁷

Begin 2007 bracht een consortium van private equity-fondsen (onder meer Macquarie en TPG, verder aangeduid met APA), een bod uit van 33% boven de laatste aandelenkoers op de aandelen van de beursgenoteerde Australische luchtvaartmaatschappij Qantas. In maart van dat jaar kwam Qantas met haar jaarcijfers waarbij het resultaat 30% tot 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 zou worden 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 mogelijk een belangenconflict tussen management/board en aandeelhouders een grote rol.

De chairman Margareth Jackson van Qantas was een groot voorstander van de deal. Hoger uitvallende winscijfers zonder dat een hoger bod werd verlangd, droegen bij aan de perceptie dat board en management van Qantas graag een deal wilden dan wel sterk op de hand waren van de private equity-fondsen in plaats van de eigen ('oude') aandeelhouders. 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 mede toe geleid dat de aandeelhouders zich tegen het management en de board keerden. De Qantas-casus heeft in Australië en veel andere landen tot veel ophef en zorg geleid over belangenconflicten in het geval van private equity buy-outs.

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.¹⁸ Dit gaat ten koste van de oude aandeelhouders en pleit voor een actieve rol van de raad van commissarissen van de verkopende partij bij een overname.

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 Malipiero, 2007; Wilson et al., 2012; Boucly, Sraer en Thesmar, 2011). In private equity-transacties gericht op herstructurering is te verwachten dat het aantal werknemers terug zal lopen. Om

¹⁷ Deze case study is voornamelijk gebaseerd op een studie van Melbourne Centre for Financial Studies (2009).

¹⁸ Dit belangenconflict komt uiteraard ook bij reguliere overnames voor. Mannesmann in Duitsland is een mooi voorbeeld. Het management kreeg daarin een goudgerande pensioenregeling aangeboden. 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 mogelijk vaker bij door private equity-geïnitieerde overnames voordoen.

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 herorientatie (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.¹⁹ 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 algemeen, maar tegelijkertijd is er mogelijk een verschuiving naar zwaardere functies.²⁰ Studies laten verder zien dat het krachtenveld rond werknemers in het algemeen (vakbondslidmaatschap, werkveiligheid, carrièreperspectieven, klachtenprocedures, interne promoties etc.) niet fundamenteel verandert.²¹ Er lijkt dan ook geen systematisch bewijs van een indirecte overdracht van waarde van werknemers naar investeerders.

Herverdeling van limited partners naar general partners

Het beloningscontract van de general partner (met de management fee en de carried interest) is erop gericht zoveel mogelijk de belangen van de general en de limited partners met elkaar in overeenstemming te brengen. Toch blijft er ruimte voor belangenconflicten. Deze hebben vooral betrekking op het feit dat de general partners een 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 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

19 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.

20 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).

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

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 er echter door een relatief overaanbod van vermogen sprake van een 'vragermarkt' waardoor general partners meer macht hebben en marktdiscipline onder druk staat.

5.4 UITSTRALINGSEFFECTEN VAN PRIVATE EQUITY

Recent hebben een tweetal studies (zie Bernstein et al., 2010; en Lubbers, Von Eije en Westerman, 2015) gekeken naar de invloed van private equity op meso-niveau (bedrijfstak). 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.²² 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.

²² In een studie naar de rol van private equity in de restaurantindustrie in de VS vinden Bernstein en Sheen (2016) hier meer direct bewijs voor. Franchiseorganisaties in de nabijheid van private equity-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden. Enige voorzichtigheid is op zijn plaats. Hoewel getracht wordt zo goed mogelijk te 'controleren' voor reversed causality is dit iets wat niet volledig uitgesloten kan worden.

6 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 de omvang van private equity in de afgelopen drie decennia alleen maar 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.

In deze paragraaf geven wij allereerst enige algemene informatie over de Nederlandse private equity-markt. Vervolgens presenteren wij empirische inzichten uit een analyse van buy-outs over de periode 2007-2015.

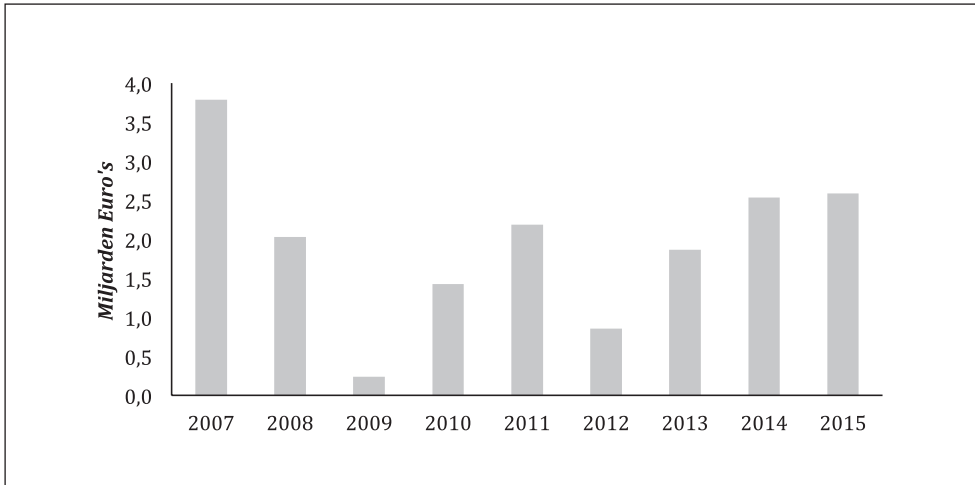
6.1 PRIVATE EQUITY IN NEDERLAND

Door de relatief hoge rendementen in het verleden – althans vergeleken met een goed gespreide aandelenindex – is private equity een populaire beleggingscategorie voor institutionele beleggers 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 (zogenoemd *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 (zie figuur 1).²³

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 2). 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.

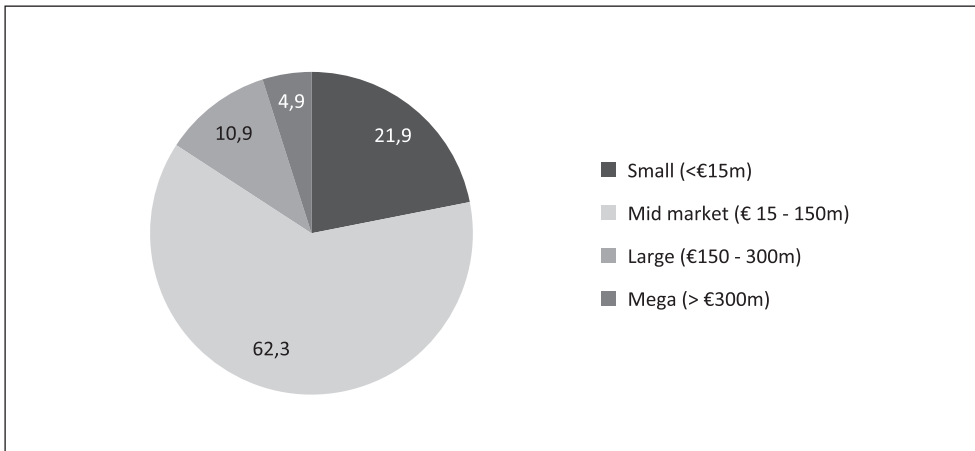
²³ Door de relatief hoge mate van vreemd vermogenfinanciering is de slagkracht van private equity groter dan de eigen vermogeninbreng (en eventuele aandeelhoudersleningen). De gemiddeld genomen hogere leverage na een buy-out is hiervan een reflectie. Na de crisis is er bij door private equity gehouden 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 1: 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)

Figuur 2: Indeling in grootte van financiering in buy-outs door private equity-fondsen, gemiddelden over de periode 2007-2015



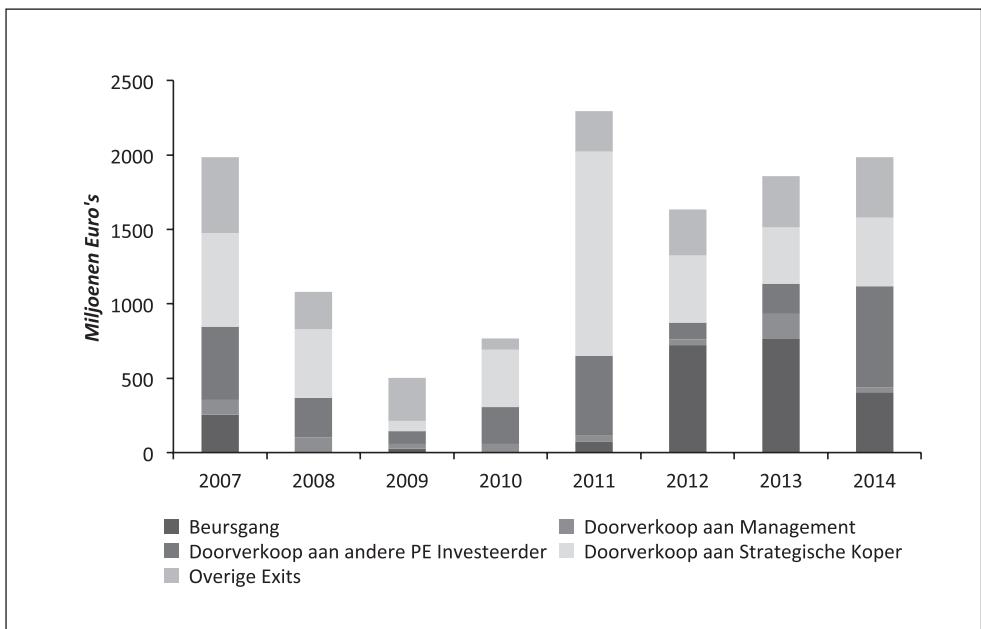
Bron: Invest Europe country tables 2007-2015 (table 24)

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 partijen 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 3: Desinvesteringen (exits) van private equity in Nederland gedurende de periode 2007-2014 ingedeeld naar type exit



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015 (table 39)

6.2 INZICHTEN UIT EMPIRIE

Hoewel governance modellen tussen landen verschillen – vergelijk het Rijnlandse en het Angelsaksische model bijvoorbeeld – is de uitwerking veel meer overeenkomstig dan lijkt (zie Boot, 2010). 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 hoofdstuk 3 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.

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 feitelijke 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.

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.²⁴ 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 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.²⁵ 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 groei-voet is negatief ten opzichte van de controlegroepen.²⁶

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 groei-voet 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.²⁷

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

24 Het is wel opmerkelijk dat de groei-voet 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.

25 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.

26 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).

27 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.

controle groep, betekent dat private equity er in slaagt te groeien zonder navenante groei in arbeidsinzet.

Investeerdersperspectief

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.

Belastingen

Voor de grote BvD-database zien we een daling in de betaalde belastingen door ondernemingen in de periode van één jaar vóór 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. 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 CONCLUSIES

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, mogelijkheid van tijdige kapitaalinjecties en sterkere onderhandelingspositie ten opzichte van banken eventuele toekomstige problemen beter kan opvangen is het effect van leverage op het faillissementsrisico beperkt.

De hoge leverage biedt door de afrekmogelijkheid van rente, een belastingbesparing. Naast dit belastingvoordeel hebben private equity-investeerders 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-investeerders (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 herstructurerings), 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 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-afrek 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 afrek 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 investeringen in ondernemingen behalen komt voort uit een aantal bronnen:

- Operationele verbeteringen inclusief aanpassing van strategische focus en het faciliteren van groei;
- Verbeteringen in de governancestructuur door belangencongruentie en verbeterd toezicht;
- Verhoging van de leverage en daaruit volgende voordelen: hoger verwacht rendement en belastingbesparingen;
- Investeringsselectie en market timing; private equity-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 tot 7 jaar. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door de leverage) zet het aan tot actie om verbeteringen in de onderneming waarin is geïnvesteerd door te voeren. Het biedt een meer afstandelijke blik op de onderneming, waarbij teruggevallen kan worden op de financiële slagkracht, expertise en netwerk van de private equity-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.

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 partners. Ook de fee-structuur kan leiden tot een mogelijk belangenconflict tussen de general en de limited partners. 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 dicht op en halen aanzienlijke fees binnen. Het gevaar van belangenconflicten moet niet worden gebagatelliseerd. 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.

Overigens hebben de limited partners in de huidige vragersmarkt een lastige positie. Zij kunnen niet echt meer eisen stellen dan wat is opgesloten in de internationale marktstandaarden. En die bieden beperkte bescherming. Men is al blij als men het geld dat gallocceerd is voor private equity kwijt kan in fondsen met een goede reputatie.

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 bestaande ('oude') aandeelhouders. Dit vraagstuk is gerelateerd aan de problematiek van de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders waarin centraal staat dat grotere aandeelhouders via het nastreven van specifieke eigen belangen kleine aandeelhouders kunnen benadelen. Transacties met ondernemingen en bedrijfsonderdelen (zoals bij private equity) brengen deze zorgen per definitie met zich mee. De juiste positionering van de raad van commissarissen is van groot belang om de eigen belangen van het management zelf in toom te houden, en daarmee de bestaande aandeelhouders te beschermen.

Wetgeving en contracten tussen de verschillende partijen moeten helpen deze belangenconflicten in de hand te houden. Het blijft echter 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 tegen het licht gehouden moeten worden.

Een ander aandachtspunt is aandeelhoudersleningen. Deze worden frequent gebruikt, en vormen op zich een legitieme financieringsbron. De vraag is wel of deze leningen niet

als eigen vermogen moeten worden behandeld en dus moeten worden achtergesteld ten opzichte van de claims van andere crediteuren. Dit voorkomt mogelijk misbruik.²⁸

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.

Het is belangrijk te onderkennen dat zelfs dan eenduidige resultaten niet te verwachten zijn. Zo zijn de eerdergenoemde effecten op groei en rendementen mogelijk gebaseerd op een selectie-effect waarbij private equity juist (latente) hoge groeiers heeft weten te selecteren, dan wel ondergewaardeerde ondernemingen heeft geïdentificeerd. Daarnaast is het van belang te weten hoe de groei is bewerkstelligd. Groei die gecreëerd is door een betere aansturing door private equity, 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 relevante vraag is echter of private equity bijdraagt aan groei en rendementen die 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.²⁹

Uiteindelijk is de vraag of private equity bijdraagt aan een efficiëntere allocatie van vermogen in de economie, en een effectievere aansturing van ondernemingen. Dit hoeft geen groei te betekenen, maar kan evenzeer een (tijdiger) 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.

28 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.

29 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 rapporteert zij over de effecten van een representatieve steekproef op jaarlijkse basis, zie BVCA (2015).

APPENDIX

A ONTWIKKELINGEN OP DE MARKT VOOR PRIVATE EQUITY SINDS 2007

Allereerst bespreken we de markt voor private equity als geheel. Daarna kijken we nader naar de buy-out-markt, en vervolgens specifiek naar ontwikkelingen op de Nederlandse markt. Tenslotte geven we inzicht in de effecten van de kredietcrisis op de markt voor private equity.

A.1 De markt voor private equity

Tabel 4 geeft een overzicht van de grootste private equity-firma's ter wereld in termen van het vermogen dat zij over de periode 2010-2015 hebben aangetrokken. Op basis van dit overzicht is het Amerikaanse Carlyle de grootste private equity-onderneming met bijna 32 miljard dollar aangetrokken vermogen.

Tabel 4: Overzicht van grootste private equity-ondernemingen gebaseerd op een over een periode van 5-jaar (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

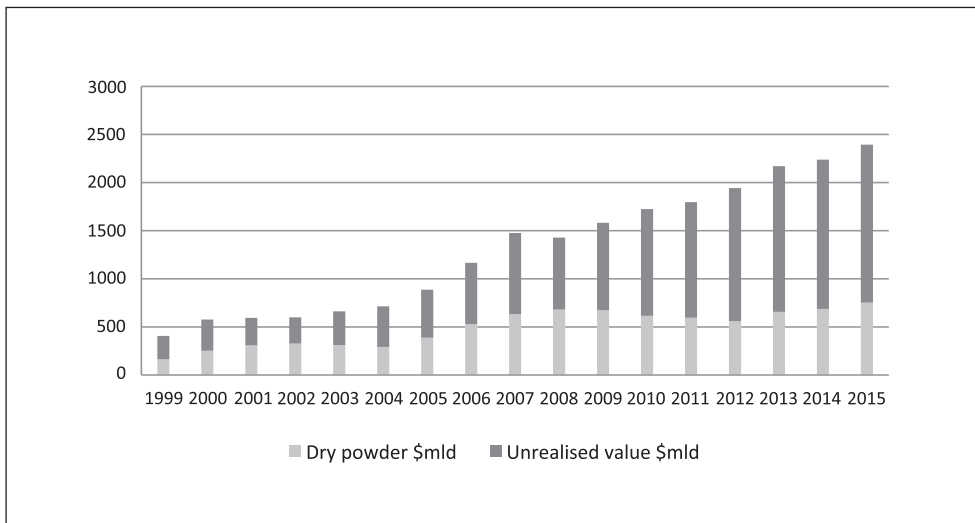
Bron: Private Equity International

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 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. Naast eigen investeringen beheert het ook een omvangrijke portefeuille beleggingen in private equity-fondsen en functioneert het zoda-

nig 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 4 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).³⁰ 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 4: Ontwikkeling beheerd vermogen buy-out, growth, venture en overige private equity-fondsen wereldwijd



Bron: Preqin, 2016

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 herstructureringen 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, Hoskisson en Busenitz, 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

³⁰ Meting per Juni 2015, zie Preqin Global Private Equity and Venture Capital Report 2016, p.7.

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 luidden 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 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 mogelijk 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 financierings-contracten (zie Demiroglu en James, 2010).³¹ Deze cycliciteit komt ook tot uitdrukking in de prijzen die betaald werden voor overnames in LBO’s (leveraged buy-outs). Kaplan en Strömberg (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%.³² Ook een analyse van interest *coverage ratios*³³ laat zien dat deze bij de eerste golf het laagste waren en in de tweede en derde golf hoger (zie Kaplan en Strömberg, 2009).

31 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.

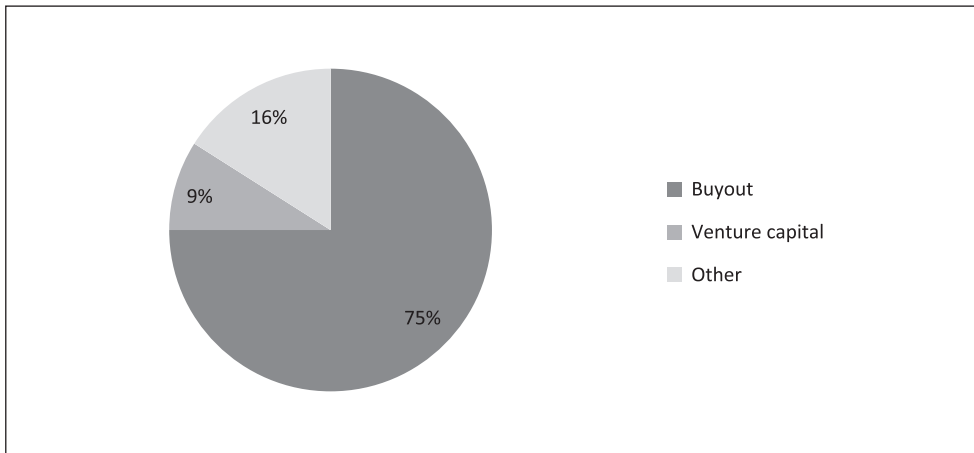
32 Zie onder meer Gatti en Chiarella (2015) en Roland Berger (2016).

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

A.2 De buy-out markt

In dit rapport ligt de focus op buy-outs als onderdeel van private equity. Figuur 5 laat het relatieve belang van buy-outs in Nederland ten opzichte van andere vormen van private equity zien; het beeld is identiek voor de EU. 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 5: Relatieve waarde van verschillende vormen private equity in Nederland (gemiddeld over 2007-2015)³⁴

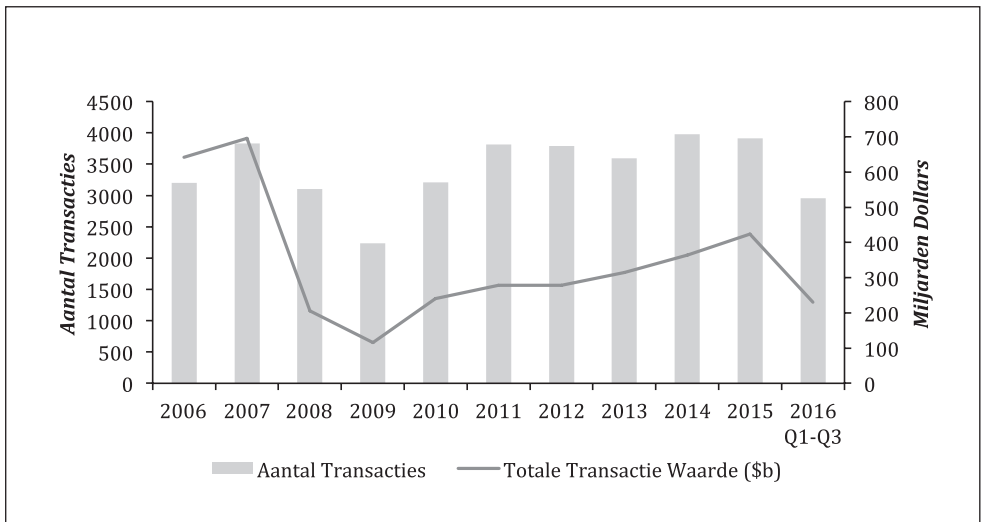


Bron: Invest Europe, country tables, 2007-2015 (table 26)

Figuur 6 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 7 geeft deze informatie weer voor Europa, en figuur 8 geeft dezelfde informatie uitgesplitst per regio. Hieruit blijkt dat 2006 en 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.

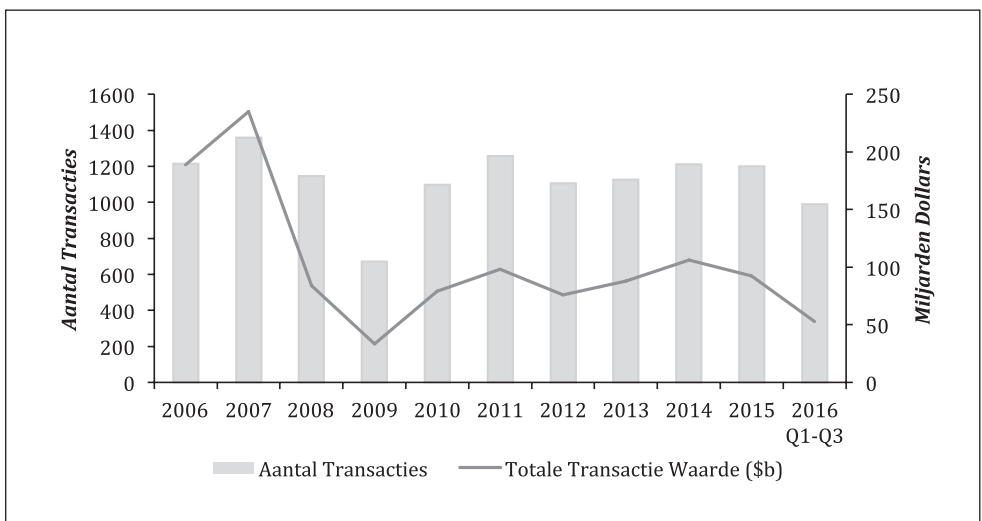
³⁴ Venture capital is gedefinieerd als 'seed', 'start-up' en 'later stage venture growth; other is 'replacement capital and rescue turnaround'.

Figuur 6: Aantal en totale waarde van private equity buy-out deals per jaar wereldwijd 2006-2016



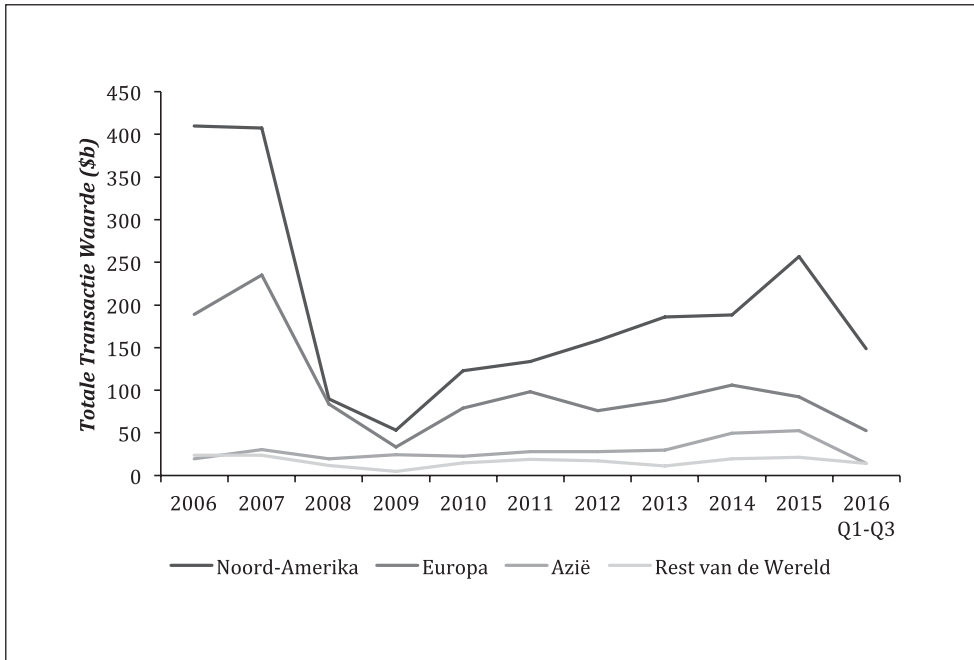
Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

Figuur 7: Aantal en totale waarde van private equity backed buy-out deals per jaar in Europa 2006-2016



Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

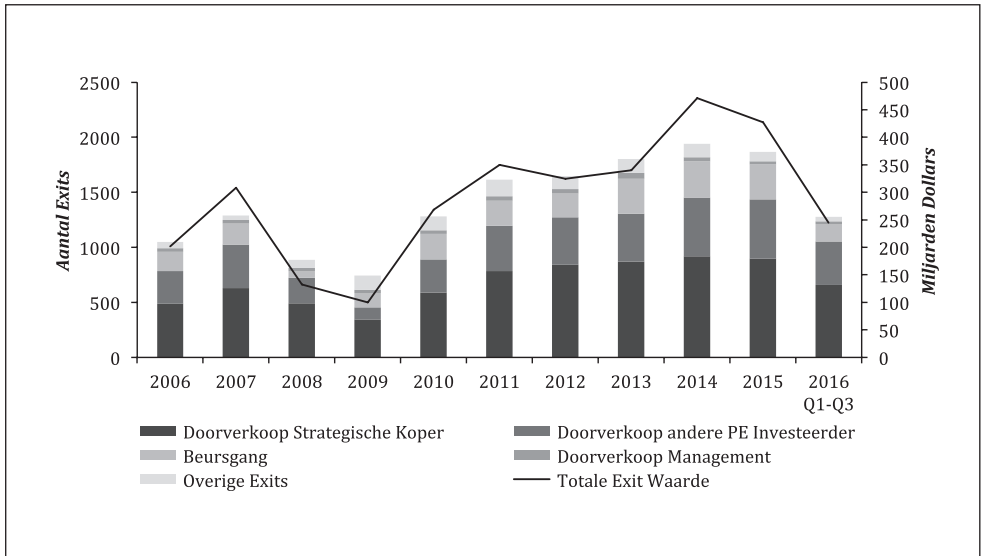
Figuur 8: Totale waarde per jaar van private equity-backed buy-outs per regio over de periode 2006-2016



Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

In figuur 9 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 9: Exits van private equity-investeringen naar exit type per jaar in de periode 2006-2016 wereldwijd

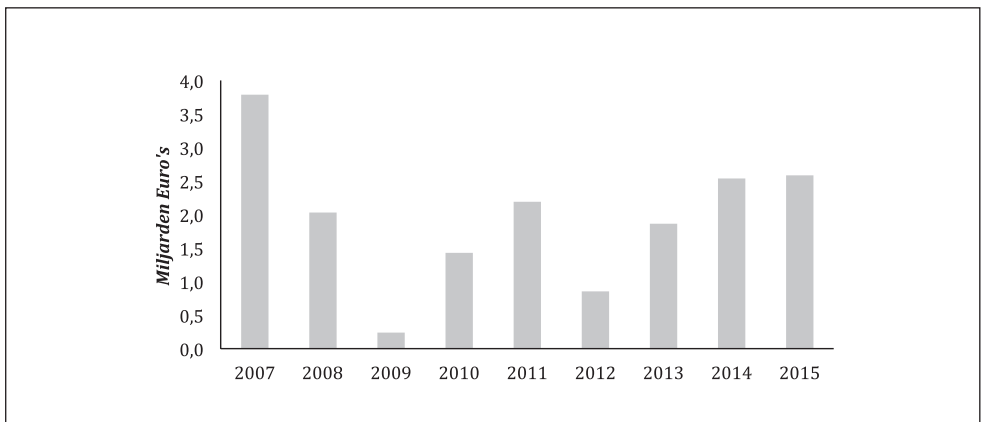


Bron: Preqin Quarterly private equity update, 2016

A.3 Private equity in Nederland

Figuur 10 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 10: 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 5 laat zien dat het belang van private equity per jaar als percentage van het Bruto Binnenlands Product (BBP), 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 4). Tabel 6 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 2012.³⁵

Tabel 5: Relatief belang van private equity-investeringen in Nederland

Jaar	Private Equity-Investeringen in miljarden €	Private Equity-Investeringen als % van BBP
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: Invest Europe country tables, 2007-2016 (table 26) en Eurostat (BBP)

³⁵ Voor de gehele wereld varieert dit percentage tussen de 27,5% in 2006 en 10% in 2014.

Tabel 6: Relatieve belang van private equity buy-outs in Nederland

Jaar	Private Equity buy-outs in miljarden €	Private Equity buy-outs als % van BBP	Private Equity buy-outs als % van emissie op kapitaalmarkt*	Private Equity buy-outs als % van overname markt in Nederland
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%

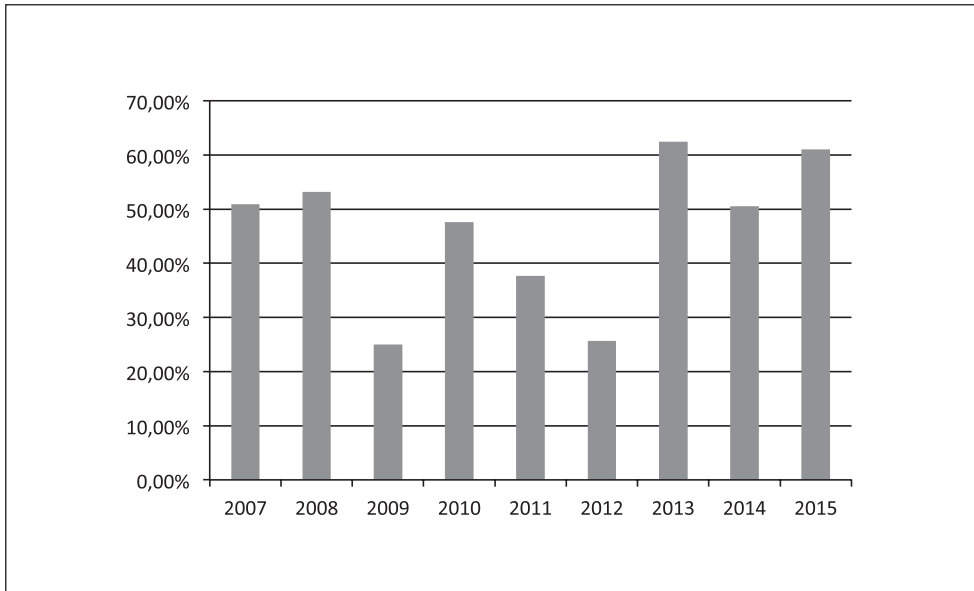
Bronnen: Invest Europe country tables, 2007-2016 (table 26), Eurostat (BBP), De Nederlandsche Bank (gegevens van op de Euronext Amsterdam genoteerde aandelen) en Zephyr (data overnamemarkt)

* 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.

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 11). De grootste groep buitenlandse investeerders in Nederland is afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk.³⁶

³⁶ 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 het Verenigd Koninkrijk.

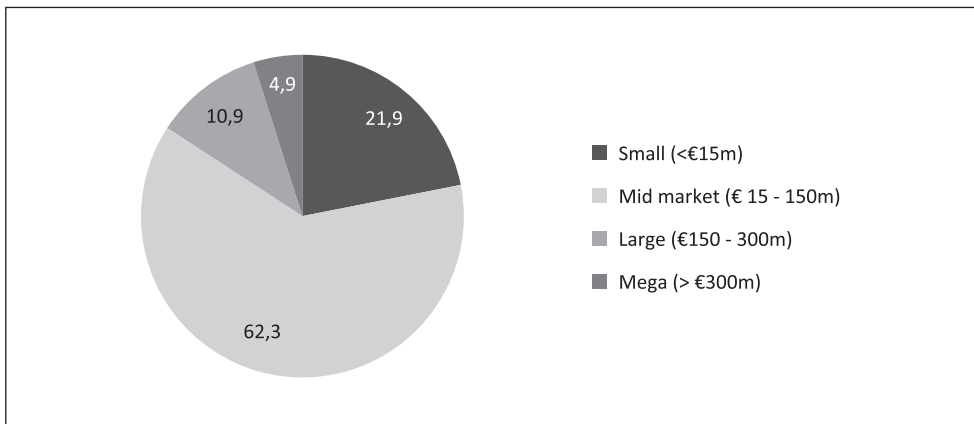
Figuur 11: Deel van private equity-investeringen in Nederland gefinancierd door buitenlandse private equity-fondsen over 2007-2015



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

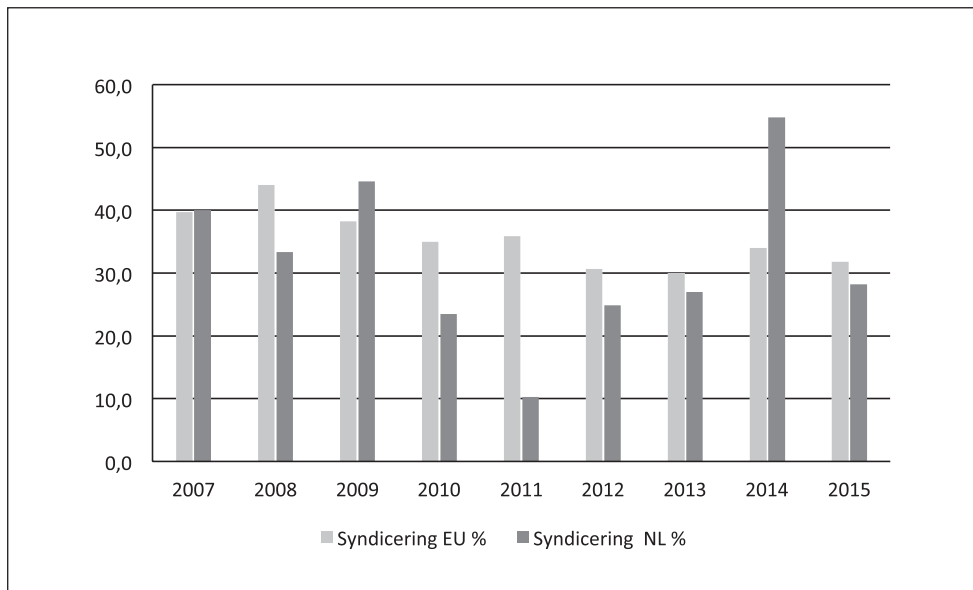
Figuur 12 geeft inzicht in verdeling van buy-outs naar omvang. Omvang is hier gemeent als de inbreng van eigen vermogen. Hieruit blijkt dat over de periode 2007-2015 meer dan 60% van de buy-outs tussen de 15 en 150 miljoen euro ligt (eigen vermogen inbreng).

Figuur 12: 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 13: Percentage syndicering van private equity-investeringen per jaar van 2007-2015 in Nederland en EU



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015 (table 20)

Figuur 13 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 van 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.³⁷ Limited partners kunnen zo onderling hun investeringen in private equity optimaliseren (qua timing, sector, etc.). Deze (onderhandse) markt is nog zeer klein, vooral het Verenigd Koninkrijk. Ook over de omvang van deze markt is geen cijfermateriaal bekend.

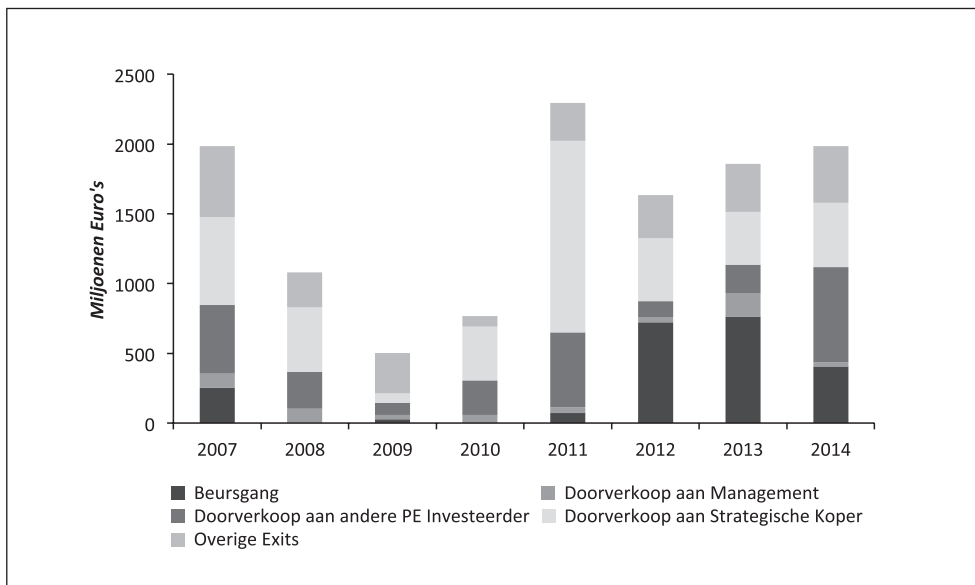
Figuur 14 geeft aan hoe private equity-investeringsfondsen afscheid nemen van hun overnames in Nederland. Dit levert een vergelijkbaar beeld op met de wereldwijde trends (zie figuur 15): verkoop aan een strategische partij (een andere onderneming) komt het meest voor, gevolgd door een beursgang en doorverkoop aan een ander private equity-

³⁷ Zie Gilligan en Wright (2014, p. 59, p. 87 en 88).

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.³⁸ Het kan ook voorkomen 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.³⁹ 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).⁴⁰ Tenslotte kan de onderneming aan een ander private equity-fonds worden doorverkocht omdat dat relatief gemakkelijker toegang heeft tot extra vreemd vermogen.

Figuur 14: Desinvesteringen (exits) van private equity in Nederland gedurende de periode 2007-2014 ingedeeld naar type exit



Bron: Invest Europe country tables 2007-2015 (table 39)

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

39 Zie bijvoorbeeld Phalippou (2008b) voor een discussie.

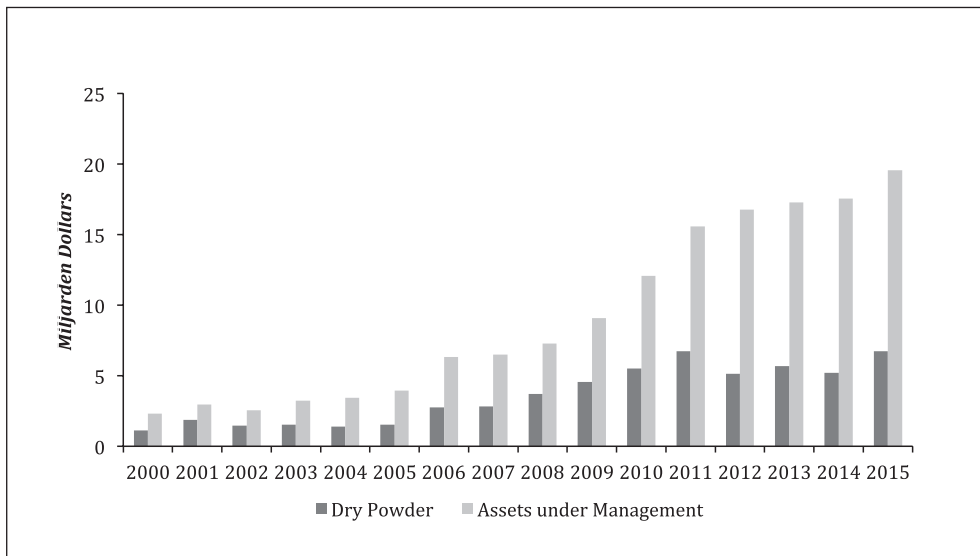
40 Zie Wang (2012) en Achleitner and Figge (2014).

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.⁴¹ 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.⁴²

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 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 15).⁴³

Figuur 15: Ontwikkeling Assets under management en dry powder in Nederland over de periode 2000-2015



Bron: Preqin

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

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

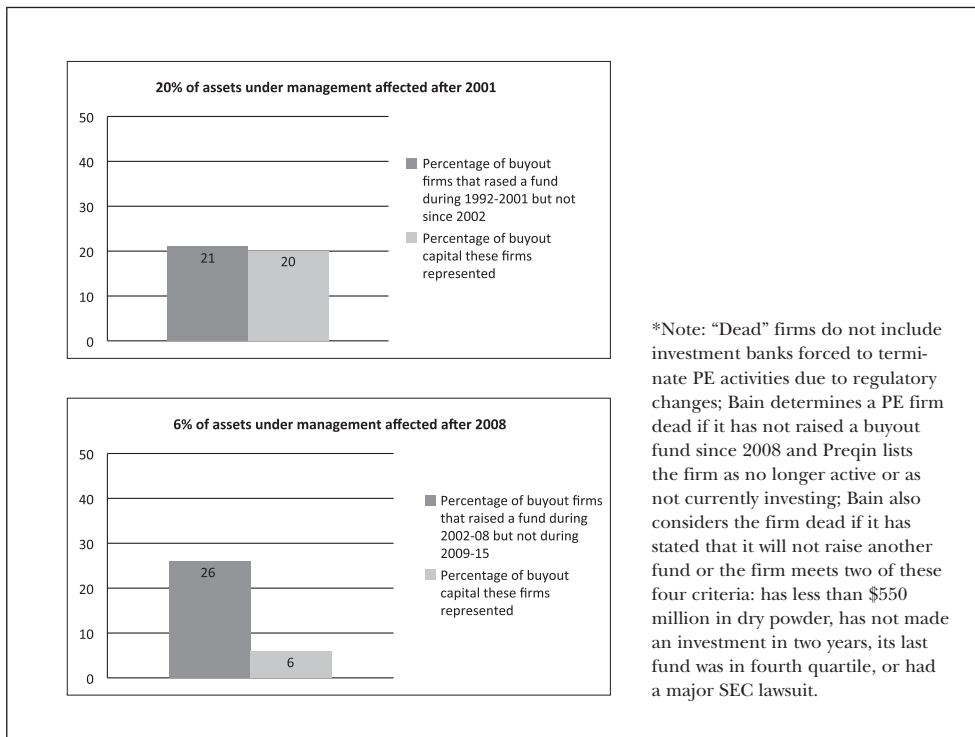
43 Het is niet duidelijk of en hoe AlpInvest in deze cijfers is meegenomen. AlpInvest had eind 2015 een beheerd vermogen van euro 39 miljard. Daarnaast opereert AlpInvest als een belegger in private equity-fondsen naast hun eigen private equity-investeringen.

A.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 doorgroeid (zie figuur 15). Wel zien we een belangrijke daling van de investeringen van de private equity-fondsen in met name 2009 (wereldwijd, zie figuur 6, voor de EU zie figuur 7, en voor Nederland, zie figuur 10).

Een analyse van Bain (2016) 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, zie figuur 16. Toen verdween grofweg 21% van de buy-out-fondsen, en vertegenwoordigde dit 20% van de totale waarde van door private equity beheerd vermogen.⁴⁴ 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 16: De invloed van de kredietcrisis op private equity-fondsen*



Bron: Bain, 2016, p. 3

⁴⁴ '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 ook 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.⁴⁵ 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 en 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 vermogensverschaffers 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 feenkomsten 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.

⁴⁵ 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.

B INZICHTEN UIT DE INTERNATIONALE EMPIRISCHE LITERATUUR: DE EFFECTEN OP STAKEHOLDERS

We bespreken 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 B.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 mogelijkterwijs 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 Rijnlants georiënteerd governancestelsel lijkt niet zonder meer vergelijkbaar met het meer op aandeelhouderswaarde georiënteerde Angelsaksische model. Toch blijkt dit stelsel in de uitwerking vaak niet tot heel grote verschillen te leiden (zie Boot, 2010, 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.

B.1 De effecten van private equity op de investeerders

Private equity wordt vaak geroemd om 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.⁴⁶ Ook ABP rapporteerde een hoog netto rendement van 24,8% over 2015 en 14,9% over de afgelopen 10 jaar op haar private equity beleggingen.⁴⁷ Dit is na aftrek van de beheerskosten die hieraan vastzitten; dus netto aan de general partner te betalen management fees en carried interest. In het geval van ABP bedragen de beheerskosten op private equity ongeveer de helft van de totale beheerskosten van haar gehele beleggingsportefeuille. Dat terwijl private

⁴⁶ In haar meest recente rapportage spreekt ze over 14%. Zie https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/578e41ffe58c629352d7560a/1468940803516/Yale_Endowment_15.pdf, p. 13.

⁴⁷ Zie *Financieel Dagblad*, 12-05-2016 en 31-08-2015 en Jaarverslag ABP, 2015, p. 39.

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 fondsrapporthages 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).⁴⁸

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 markequivalent (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.

Tabel 7: Recent onderzoek naar rendementen (op basis van PME's) van buy-outs⁴⁹

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

⁴⁸ Zie Phalippou (2008b) voor een uitgebreide discussie.

⁴⁹ 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.⁵⁰ 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; Korteweg en Nagel, 2016; Ewens, Jones en Rhodes-Kropf, 2013), het feit dat het gemiddeld gaat om kleine 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 neergegaande markt (zie onder meer Ang, Papanikolaou en Westerfield, 2013; Sørensen, Wang en Yang, 2014; Longstaff 2009; Kleymenova, Talmor en Vasvari, 2012; Robinson en Sensoy, 2015; Franzoni, Nowak en Phalippou, 2012; Sensoy en Bollen 2015). Veel studies vinden dat na correctie voor deze factoren er geen duidelijke outperformance is (Phalippou, 2014; Stafford 2015).

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.

⁵⁰ 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.

B.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 privaats zijn, vaak zeer incompleet of zelfs in het geheel niet beschikbaar zijn. 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.

Operationele performance

Verscheidende studies hebben allereerst gekeken naar de operationele performance van de met private equity gefinancierde ondernemingen. Op basis van deze studies (zie Kaplan, 1989b; Smith, 1990 en Lichtenberg en Siegel, 1990) lijkt het dat deze gemiddeld genomen verbetert; de EBITDA (de marge), totale factor productiviteit⁵¹ en ook werkkapitaalbeheersing⁵² 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 et al., 2009) en in sectoren waar ondernemingen moeilijk aan financiering kunnen komen (zie Boucly, Sraer en Thesmar 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-investeerdere 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-buy-out geïnvesteerd vermogen), gerealiseerde belastingvoordelen uit hoofde van financiering met vreemd vermogen (34%)⁵³ en veranderingen in relatieve waarderingen (18%).

Leslie en 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-compensatiepakket 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.

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

52 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).

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

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 8: Overzicht empirische studies naar effect private equity op betrokken onderneming

Auteurs	Regio	Periode	Maatstaf	Verband
Kaplan (1989b)	US	1980-1986	EBITDA Net cashflow	+ +
Lichtenberg & Siegel (1990)	US	1981-1986	Total factor productivity	+
Bergström, Grubb & Jonsson, (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	- +
Boucly, Sraer & Thesmar (2011)	France	1994-2004	EBITDA Sales	+ +
Guo, Hotchkiss & Song (2011)	US	1990-2006	EBITDA Capital/EBITDA	0 +
Jelic & Wright (2011)	UK	1980-2009	Sales	+
Weir, Laing & Wright (2008)	UK	1998-2004	EBITDA	+
Gaspar (2012)	France	1995-2005	Sales EBITDA EBITDA margin	+ + +
Acharya et al. (2013)	West Europa	1991-2007	EBITDA margin	+

Acharya et al. (2013) geven inzicht in de wijze waarop waarde wordt gecreëerd door een steekproef van 395 deals in West-Europa van 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 Towsy (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 selectieverstoringen manen tot voorzichtigheid bij de interpretatie van de resultaten.

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 (1989a).

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 Malipiero, 2007; Wilson et al., 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 9: Overzicht internationale empirische studies naar werknemers en salarissen

Auteurs	Regio	Periode	Maatstaf	Resultaat
Kaplan (1989b)	US	1980-1986	Employment growth	-
Lichtenberg & Siegel (1990)	US	1981-1986	Employment growth	-
Amess & 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 et al. (2012)	UK	1995-2010	Employment growth Employment volatility	+ -
Davis et al. (2014)	US	1980-2005	Employment Wages	0 -

De meest uitgebreide studie naar de 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 met informatie over 150.000 vestigingen en 'controlleren' 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), Amess en Wright (2007) en Davis et al. (2014) vinden een daling van de salarissen. Wright et al. (2007) vindt daarentegen een stijging. Amess, 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 en erkenning van vakbonden. Wright et al. (1990a), Bacon et al. (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 in 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.⁵⁴ 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 schept dan weer ruimte om verder te groeien.

Voor wat betreft salarissen laat het onderzoek een diffuus beeld zien. Het lijkt dat 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 andere 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.

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, Schipper en Smith (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).⁵⁵ Obligaties beschermd met convenanten toonden een positief effect, die zonder een negatief effect (zie ook Cook, Easterwood en Martin, 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 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.

54 Ducanovic (2014) laat zien in haar masterscriptie voor een steekproef van 23 Nederlandse door private equity gefinancierde ondernemingen in de periode 2007-2010 sprake is van een significant sterkere groei van het aantal werknemers in het eerste en derde jaar, maar een significante daling in het tweede jaar (en dat ten opzichte van een controle groep).

55 Bedoeld wordt, beperkt in vergelijking met de waardestijging van de aandeelhouders.

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 termijneriëntatie 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 tijdshorizon 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 kortetermijnbeleid 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 ESG-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, 1989a; 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 kortetermijnoriëntatie 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, 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 AIFM-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, Sørensen en 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.⁵⁶ 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.⁵⁷ 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.

B.3 *Private equity en effecten op de maatschappij*

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 (zogeheten tax shields). Dit is een overheveling van waarde van de maatschappij naar het private equity-fonds. Deze 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

⁵⁶ De hoeveelheid aangevraagde patenten bleek niet systematisch te veranderen bij PE-gefinancierde ondernemingen.

⁵⁷ Dit is overigens wel afhankelijk van hoe patenten gemeten worden. De genoemde resultaten zijn gebaseerd op 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.

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.⁵⁸ In het belastingplan 2017 is deze regeling verder aangescherpt en is de rente-aftrek op aandeelhoudersleningen verder beperkt.

Uiteraard zijn de voordelen van financiering met vreemd vermogen niet voorbehouden aan private equity-fondsen; alle ondernemingen kunnen hier gebruik van maken, maar doen dat in mindere mate dan private equity-ondernemingen.⁵⁹

Studies die gekeken hebben naar de omvang van de fiscale voordelen uit hoofde van de rente-aftrekbaarheid 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 gekeken naar de bijdrage van deze belastingvoordelen in het totale rendement van de private equity-onderneming. Daarbij concluderen Guo, Hotchkiss en Song (2011) dat deze bijdrage substantieel was: ongeveer 30% van het extra rendement komt voort uit belastingvoordelen. 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 een vervolgonderzoek naar het effect van de verandering van de Duitse wetgeving (beperking van de renteaftrek tot maximaal 30% van EBITDA), laten Knauer et al. (2014) zien dat 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

⁵⁸ Zie voor een verdere bespreking Van de Streek (2015).

⁵⁹ Binnen de financieringsliteratuur zijn er overigens maar weinig goede argumenten aanwezig om vreemd vermogen fiscaal te bevoordelen boven eigen vermogen. In een in maart 2016 aangenomen Kamermotie lijkt er draagvlak in de Tweede Kamer te zijn om de ongelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen aan te pakken.

mogelijkerwijs beperkter dan in eerste instantie verwacht; er zijn nog voldoende andere redenen voor private equity om relatief veel met vreemd vermogen te financieren.

Private equity en faillissement

Geconstateerd is 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 verdere moeite en aandacht te besteden aan een dergelijke onderneming. 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 schuldniveaus te kunnen managen. Private equity-firma's zijn ervaren 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 herstructureringen vanuit distress moeten vergemakkelijken.

Tabel 10 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).

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 loanmarkt 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 juist 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.⁶⁰

Tykvová 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.

Tabel 10: 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	+ +
Tykvová & 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

⁶⁰ 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 uiteindelijk minder werknemers ontslagen hoeven te worden. Bovendien kan beargumenteerd worden dat een eventueel faillissement weer ruimte schept voor nieuwe initiatieven.

kennelijk in staat zijn om de hoge mate van leverage goed te managen. Daarnaast zijn financiële instellingen bereid om deze ervaren spelers middels hun ondernemingen te financieren met hogere schuld-ratio's.⁶¹ 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.).

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 macro-niveau. Recentelijk hebben een beperkt aantal studies gekeken naar de invloed van private equity op meso (bedrijf)stak-niveau.

Er zijn nog geen studies die hebben gekeken naar het effect van private equity op de economische groei van een land.⁶² 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.⁶³ 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.⁶⁴ 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.⁶⁵ 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

61 Een alternatieve mogelijkheid is dat de financiële instellingen 'gevangen' zijn door de private equity-partijen – de schuld is heel groot – en dat ze daarom toeschietelijk zijn in de herstructurering.

62 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. Hij beargumenteert dat de causaliteit niet omgekeerd is.

63 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.

64 Het Centre for Management Buy-out Research 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 groeistrategie nastreefde, dat in 57% van de gevallen de werkgelegenheid toeneemt, dat de omzetgroei na de MBO steeg van gemiddeld 6% naar gemiddeld 13% in de drie jaren daarop, en meer dan 70% van de respondenten meldden dat ze efficiënter opereerden na de buy-out (CMBOR, 2008).

65 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 in de nabijheid van PE-gefinancierde restaurants verhogen hun standaarden en operations, terwijl dit niet geldt voor franchiseorganisaties die zich op grotere afstand bevinden.

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-bedrijfstacken zijn niet meer volatiel en voor wat betreft totale loonsom en werkgelegenheid zelfs minder volatiel.

Ook Lubbers, Von Eije en Westerman (2015) onderzoeken de effecten van private equity-gefinancierde overnames op de bedrijfstack 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 bedrijfstack (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 bedrijfstacken met relatief veel private equity hogere groeicijfers in lonen laat zien in vergelijking tot bedrijfstacken 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 bedrijfstack door de aanwezigheid van private equity financiering. Het onderzoek in deze richting is echter nog pril.

LITERATUURLIJST

- Acharya, V.V., O. Gottschalg, M. Hahn, en C. Kehoe (2013). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, *Review of Financial Studies*, 26 (2), p. 368–402.
- Acharya, V.V., C. Kehoe en M. Reyner (2009). Private Equity vs. PLC Boards in the U.K.: A Comparison of Practices and Effectiveness, *Journal of Applied Corporate Finance*, 21 (1), p. 45-56.
- Achleitner, A.K. en C. Figge (2014). Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts, *European Financial Management*, 20 (2), p. 406–433.
- Amess, K., S. Girma. en M. Wright (2008). What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?, CMBOR Occasional Paper.
- Amess, K. en M. Wright (2007). The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK, *International Journal of Economics and Business*, 14 (2), p. 179-195.
- Ang, A., D. Papanikolaou en M.M. Westerfield (2014). Portfolio Choice with Illiquid Assets, *Management Science*, 60 (11), p. 2737–2761.
- Asquith, P. en T. Wizman (1990). Event Risk, Wealth Redistribution and its Return to Existing Bondholders in Corporate Buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, p. 195-213.
- Australian Council for Super Investors Inc. (2009). Public Companies Being Taken Private, Research paper, prepared by the Melbourne Centre for Financial Studies, University of Melbourne.
- Bacon, N., M. Wright, L. Scholes en M. Meuleman (2009). Assessing the Impact of Private Equity on Industrial Relations in Europe, CMBOR Occasional Paper.
- Bain & Company Inc. (2016). Global Private Equity Report 2016
- Bergström, C., M. Grubb. en S. Jonsson (2007). The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation, *The Journal of Private Equity*, 11 (1), p. 22-39.
- Bernstein, S., J. Lerner, M. Sørensen en P. Strömberg (2010). Private Equity and Industry Performance, NBER Working paper 15632.
- Bernstein, S. en A. Sheen (2016). The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry, *Review of Financial Studies*, 29 (9), p. 2387-2418.
- Boon, van der, V. (2016). Aandeelhouders Xeikon bleven onwetend van hogere biedingen, *Financieel Dagblad*, 6 juni, p. 19.
- Boot, A.W.A. (2010). *De onwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, tweede druk. Assen: Koninklijke Van Gorcum BV.
- Boot, A.W.A., en K. Cools (2007). Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur. In: *Private equity en aandeelhoudersactivisme*, K. Koedijk en S. Eijffinger (eds.), Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, p. 15-56.
- Boucly, Q., D. Sraer en D. Thesmar (2011). Growth LBOs, *Journal of Financial Economics*, 102, p. 432–453.

- Boucly, Q., D. Thesmar, en D. Sraer (2009). Leveraged Buyouts - Evidence from French Deals. In: *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009, Globalization of Alternative Investments*, A. Gurung en J. Lerner (eds), Working Papers Volume 2, World Economic Forum, p. 47-64.
- Bureau Van Dijk Electronic Publishing. Zephyr Public Database (jaren 2007-2015).
- BVCA (2015). Annual Report on the Performance of Portfolio Companies, VIII.
- Cohn, J.B., L.F. Mills en E.M. Towery (2014). The Evolution of Capital Structure and Operating Performance After Leveraged Buyouts: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns, *Journal of Financial Economics*, 111, p. 469-494.
- Cohn, J.B., N. Nestoriak en M. Wardlaw (2015). Leveraged Buyouts and Workplace Safety, Working paper.
- Cook, D., J. Easterwood en J. Martin (1992). Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts, *Financial Management*, 21, p. 102-113
- Cressy, R.C., F. Munari en A. Malipiero (2007). Playing to their Strengths? Evidence that Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage, *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), p. 647-669.
- Davis, S.J., J. Haltiwanger, K. Handley, R. Jarmin, J. Lerner en J. Miranda (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity, *American Economic Review*, 104 (12), p. 3956-3990.
- Demiroglu, C. en C.M. James (2010). The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, *Journal of Financial Economics*, 96, p. 306-330.
- Ducanovic, I. (2014). *Private Equity and Employment in the Netherlands*, Master thesis Utrecht School of Economics.
- EVCA/CMBOR (2008). *The Impact of Private Equity Backed Buyouts on Employee Relations*, European Private Equity & Venture Capital Association/Centre for Management Buy-out Research.
- Ewens, M., C.M. Jones and M. Rhodes-Kropf (2013). The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, *Review of Financial Studies* 26(8), p. 1854-1889.
- Fang, L., V. Ivashina en J. Lerner (2013). Combining Banking with Private Equity Investing, *Review of Financial Studies*, 26 (9), p. 2139-2173.
- Franzoni, F., E. Nowak en L. Phalippou (2012). Private Equity Performance and Liquidity Risk, *Journal of Finance*, 67 (6), p. 2341-2373.
- Gaspar, J.M. (2012). The Performance of French LBO Firms: New Data and New Results, *Finance*, 33 (2), p. 7-60.
- Gatti, S. en C. Chiarella (2015). Private Equity Investments - Financial Markets, Macroeconomic Trends and the Return of Leveraged Buyouts.
- Gilligan, J. en M. Wright (2014). Private Equity Demystified: An Explanatory Guide, derde editie, *SSRN Electronic Journal*.
- Gottschalg, O. (2007). Private Equity and Leveraged Buy-Outs, *Study for the European Parliament (IP/A/ ECON/IC/2007-25)*.
- Guo, S., E. Hotchkiss en W. Song (2011). Do Buyouts (Still) Create Value?, *Journal of Finance*, 66, p. 479-517.

- Harford, J. en A. Kolasinski (2013). Do Private Equity Returns Result from Wealth Transfers and Short-Termism? Evidence from a Comprehensive Sample of Large Buyouts, *Management Science*, p. 888-902.
- Hotchkiss, E.S., D.C. Smith en P. Strömberg (2014). Private Equity and the Resolution of Financial Distress, Working Paper.
- Jelic, R. en M. Wright (2011). Exits, Performance, and Late Stage Private Equity: The case of UK Management Buyouts, *European Financial Management*, 17 (3), p. 560-593.
- Jenkinson, T. en M. Sousa (2015). What Determines the Exit Decision for Leveraged Buyouts?, *SSRN Electronic Journal*.
- Jenkinson, T. en R. Stucke (2011). Who Benefits from the Leverage in LBOs, Working Paper, Oxford University.
- Jong, de, A., P.J.G. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek en P. Verwijmeren (2007). Hedgefondsen en private equity in Nederland, RSM Erasmus University.
- Kaplan, S.N. (1989a). Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, *Journal of Finance*, 44 (3), p. 611-632.
- Kaplan, S.N. (1989b). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, 24 (2), p. 217-254.
- Kaplan, S.N. en A. Schoar (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance*, 60 (4), p. 1791-1823.
- Kaplan, S.N. en J. Stein (1993). The Evolution of Buyout Pricing in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (2), p. 313-357.
- Kaplan, S.N. en P. Strömberg (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), p. 121-146.
- Kleymenova, A., E. Talmor en F.P. Vasvari (2012). Liquidity in the Secondaries Private Equity Market, Working Paper.
- Knauer, A., A.P. Lahman, M. Pflucke en S. Swetzer (2014). How Much Do Private Equity Funds Benefit from Debt Related Tax Shields?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 26 (1), p. 85-93.
- Korteweg, A.G. en S. Nagel (2016). Risk-Adjusting the Returns to Venture Capital, *Journal of Finance*, 71 (3), p. 1437-1470.
- Lerner, J., M. Sørensen en P.J. Strömberg (2011). Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation, *Journal of Finance*, 66 (2), p. 445-477.
- Leslie, P. en P. Oyer (2009). Do Private Equity Firms Create Value?, Working Paper.
- Leslie, P. en P. Oyer (2013). Managerial Incentives and Strategic Change: Evidence from Private Equity, Working Paper.
- Lichtenberg, F.R. en D.S. Siegel (1990). The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behaviour, *Journal of Financial Economics*, 27 (1), p. 165-194.
- Ligterink, J.E., J.K. Martin, A.W.A. Boot, K. Cools en L. Phalippou (2017). Private equity in Nederland, een stakeholder-perspectief, Rapport voor het Ministerie van Financiën.
- Long, W.F. en D. Ravenscraft (1993). LBOs, Debt and R&D Intensity, *Strategic Management Journal*, 14 (S1), p. 119-135.
- Longstaff, F.A. (2009). Portfolio Claustrophobia: Asset Pricing in Markets with Illiquid Assets, *American Economic Review*, 99 (4), p. 1119-1144.

- Lopez-de-Silanes, F., L. Phalippou en O. Gottschalg (2015). Giants at the Gate: On the Cross-Section of Private Equity Investment Returns, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 50 (3), p. 377–411.
- Lubbers, R., J.H. Von Eije en W. Westerman (2015). Does Private Equity Stir Up European Industries? *SSRN Electronic Journal*.
- Mao, Y. en L. Renneboog (2015). Do Managers Manipulate Earnings Prior to Management Buyouts?, *Journal of Corporate Finance*, 35, p. 43–61.
- Marais, L., K. Schipper en A. Smith (1989). Wealth Effects of Going Private on Senior Securities, *Journal of Financial Economics*, 23 (1), p. 155–191.
- Matsa, D.A. (2011). Running on Empty? Financial Leverage and Product Quality in the Supermarket Industry, *American Economic Journal: Microeconomics*, 3 (1), p. 137–173.
- Melbourne Centre for Financial Studies (2009). *Public Companies Being Taken Private*. Study commissioned by the Australian Council of Super Investors Inc. and prepared by the Melbourne Centre for Financial Studies.
- Metrick, A. en A. Yasuda (2010). The Economics of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, 23 (6), p. 2303–2341.
- Meuleman, M., K. Amess, M. Wright en I. Scholes (2009). Agency, Strategic, Entrepreneurship and the Performance of Private Equity Backed Buyouts, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (1), p. 213–240.
- Meuleman, M., M. Wright., S. Manigart en A. Lockett (2009). Private Equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration, *Journal of Business Finance & Accounting*, 36 (5-6), p. 616–644.
- Meyer, T. (2010). Venture Capital Adds Economic Spice, Deutsche Bank Research.
- Modigliani, F. en M.H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, p. 261–297.
- Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens (1990). Efficiency and Organizational Structure: a Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance*, 65 (5), p. 1389–1413.
- Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP), (2017). Source website <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/> on 21 March 2017.
- Perotti, E.C. en K.E. Spier (1993). Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation, *The American Economic Review*, 83 (5), p. 1131–1141.
- Phalippou, L. (2008a). Where is The Value Premium?, *Financial Analysts Journal*, 64 (2), p. 41–48.
- Phalippou, L. (2008b). The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity, *Journal of Performance Measurement*, 12 (4), p. 55–56.
- Phalippou, L. (2014). Performance of Buyout Funds Revisited?, *Review of Finance*, 18 (1), p. 189–218.
- Phalippou, L. en O. Gottschalg (2009). The Performance of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, 22 (4), p. 1747–1776.
- Popov, A. en P. Roosenboom (2009). Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe, European Central Bank Working Paper Series.
- Preqin (2016). Global Private Equity and Venture Capital Report.

- 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.
- Robinson, D.T. en B.A. Sensoy (2015). Cyclicaliteit, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity, *Journal of Financial Economics*, 122 (3), p. 521-543.
- Roland Berger (2016). What is holding back returns of European private equity, Amsterdam, januari.
- Roosenboom, P.G.J. (2009). Private equity onder vuur. *Fusie en Overname (M&A Magazine)*, (10), p. 30-32.
- Schumpeter, J.A. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper Perennial.
- Sensoy, B.A., en N.P.B. Bollen (2015). How Much for a Haircut? Illiquidity, Secondary Markets, and the Value of Private Equity, Working Paper.
- Shivdasani, A. en Y. Wang (2011). Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?, *Journal of Finance*, 66 (4), p. 1291-1328.
- Smit, H.T.J. en W.A. van den Berg (2007). De private-equity golf, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, p. 303-311.
- Smith, A. (1990). Capital Ownership Structure and Performance: the Case of Management Buyouts, *Journal of Financial Economics*, 13, p. 143-165.
- Sørensen, M., W. Wang en J. Yang (2014). Valuing Private Equity, *Review of Financial Studies*, 27 (7), p. 1977-2021.
- Stafford, E. (2015). Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting, Working Paper.
- Stichting Pensioenfonds ABP (2015). Jaarverslag, Bestuursverslag, Bron: http://jaarverslag.abp.nl/docs/ABP_JV_2015/pdfs/ABP_JV_2015_01_Bestuursverslag.pdf.
- Streek, J.L. van de (2015). Fiscale aspecten van private equity: aanpassingen nodig?, Notitie t.b.v. Hoorzitting Tweede Kamer 29 april 2015.
- Strömberg, P. (2008). The New Demography of Private Equity, Unpublished Working Paper. SIFR.
- Trappenburg, N. (2015). ABP legt zich er bij neer: Private equity kost veel geld (interview), *Financieel Dagblad*, 31 augustus 2015, p. 1-3.
- Trappenburg, N. (2016). Vermogensbeheerskosten grootste pensioenfondsen gedaald, *Financieel Dagblad*, 12 mei 2016. Source: <https://fd.nl/ondernemen/1151587/vermogensbeheerskosten-grootste-pensioenfondsen-gedaald>.
- Tykvová, T. en Borell, M. (2012). Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy?, *Journal of Corporate Finance*, 18 (1), p. 138-150.
- Wang, Y. (2012). Secondary Buyouts: Why Buy and at What Price?, *Journal of Corporate Finance*, 18 (5), p. 1306-1325.
- Warga, A. en I. Welch (1993). Bondholder Losses in Leveraged Buyouts, *Review of Financial Studies*, p. 959-982.
- Weijts, de, R. (2016). *Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren*. Den Haag: Boom juridisch.

- Weir, C., P. Jones en M. Wright (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.
- Weir, C., D. Laing, en M. Wright (2008). Public to Private Buyouts, Distress Costs and Private Equity, *Applied Financial Economics*, 18 (10), p. 801-819.
- Wilson, N. en M. Wright (2013). A Convenient Truth: Private Equity and Portfolio Company Growth, British Venture Capital Association.
- Wilson N., M. Wright, D. Siegel en L. Scholes (2012). Private Equity Portfolio Company Performance during the Global Recession, *Journal of Corporate Finance*, 18, p. 193–205.
- World Economic Forum (2010). Globalization of Alternative Investments, the Global Economic Impact of Private Equity, report 2010.
- Wright, M. (2007). Private Equity and Management Buyouts. In: *Handbook of Research on Venture Capital*, H. Landström (ed.). Cheltenham: Edward Elgar.
- Wright, M., A. Burrows, R. Ball, L., Scholes, M., Meuleman en K. Amess (2007). *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research, Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance*. Paris: OECD.
- Wright, M., B. Chiplin, S. Thompson en K. Robbie (1990). Management Buyouts, Trade Unions and Employee Ownership, *Industrial Relations Journal*, 21 (2), p. 137–46.
- Wright, M., R. Cressy, N. Wilson en H. Farag (2014). Financial Restructuring and Recovery in Private Equity Buyouts: the UK Evidence, *Venture Capital*, 16, p. 109-129.
- Wright, M.R., R. Hoskisson en L. Busenitz (2001). Firm Rebirth Buy-outs as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship, *Academy of Management Executive*, 15 (1), p. 111-115.
- Yale Investments Office (2015). Endowment Update 2015. Source: https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/578e41ffe58c629352d7560a/1468940803516/Yale_Endowment_15.pdf, New Haven.

OVER DE AUTEURS

JEROEN E. LIGTERINK is Associate Professor of Finance aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Amsterdam en voorzitter van de Finance Group. In 2001 promoveerde hij op het onderwerp Corporate Financial Risk Management, over het financiële risicomanagementbeleid binnen ondernemingen. Tot zijn onderzoeksinteresses behoren theoretische en empirische ondernemingsfinanciering, risicomanagement van ondernemingen, internationale overnames en fusies, kapitaalkosten, regelgeving rondom faillissementen, aandeelhoudersleningen en vulture funds.

JENS K. MARTIN is Assistant Professor of Finance aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Amsterdam en director van het onderwijsprogramma Master in International Finance. Sinds 2015 is hij research fellow van het Tinbergen Institute. Hij promoveerde in 2009 summa cum laude aan de Universiteit van Lugano op een proefschrift met de titel *Managerial Behavior, Asymmetric Information and the Flow of Information Around Equity Offerings*. Zijn onderzoekinteresses zijn private equity, informatie-asymmetrie, behavioral finance, analyst coverage en equity offerings.

EERDERE PUBLICATIES IN DE REEKS TOPICS IN CORPORATE FINANCE

- 24 Understanding the Crisis: Bank Funding Structures as Source of Instability, by T. Yorulmazer, 2015.
- 23 Towards a Better Understanding of the Capitalization of Banks, by A.R. Admati and others, 2014.
- 22 Transactiemaatschappij en financiële markten: op zoek naar een nieuwe balans (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2013.
- 21 Macro-economische oplossingen gezocht: naar integrale oplossingen voor de onevenwichtigheden in wonen, pensioen en ouderenzorg en het bancaire landschap (in Dutch), by L. Bovenberg, 2012.
- 20 Towards a Final Resolution of the Euro and Banking Crisis, by P. De Grauwe and A.W.A. Boot, 2011.
- 19 The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario, by D.T. Llewellyn, 2010.
- 18 Regulating Private Equity, by L. Phalippou, 2010.
- 17 Towards a Fundamental Understanding of Financial Sector Developments, with contributions from F. Partnoy, A.W.A. Boot and A.V. Thakor, 2009.
- 16 Corporate finance theorie en financiële crisis in breder perspectief (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2008.
- 15 Private equity en aandeelhoudersactivisme (in Dutch), with contributions of A.W.A. Boot, H. T. J. Smit and W.A. van den Berg, A. Schmeits, J. Fidrmuc and P. Roosenboom, and D. van Dijk, A. Schwienbacher, L. Goossens and S. Manigart, and M. Meuleman, J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2007.
- 14 Headquarters and Innovation: Does Location Matter?, by X. Vives and V. Strauss-Kahn, 2007.
- 13 The Quality of Corporate Law and the Role of Corporate Law Judges, with contributions of L. Bouchez, A. Karpf, J. Winter, W.W. Bratton, J.A. McCahery, J.B. Jacobs, J.L. Reed, L. Timmerman, M.J. Kroeze, M.W. Josephus Jitta and L. Enriques, 2006.
- 12 Understanding (Un)incorporated Business Forms, by J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2005.

- 11 Recent Research on the Investment Behavior of Private Equity Fund Managers, by D. Cumming, G. Fleming and A. Schwienbacher, 2005.
- 10 Corporate governance: een agenda voor de toekomst (in Dutch), by M.J.G.C. Raaijmakers, G. van Solinge en P. Frentrop, 2005.
- 9 Entrepreneurship and Venture Capital, by A. Bhidé, 2004.
- 8 Perspectives on the Theory and Practice of Corporate Finance, by V. Maksimovic, D. Brounen, A. de Jong and K. Koedijk, 2004.
- 7 Securitisation: Economics en Europees perspectief (in Dutch), by J.J.A. Leenaars, 2003.
- 6 Global Corporate Governance and Accounting Transparency, by U. Bhattacharya, 2003.
- 5 The Role of Bank Funding for the Corporate Sector: the Netherlands in an International Perspective, by A. Saunders and A. Schmeits, 2002.
- 4 Management Compensation in the Netherlands: Theory, Evidence, and Best Practice, by T.T. Milbourn, 2001.
- 3 De efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving (in Dutch), by A.W.A. Boot and J.E. Ligterink, 2000.
- 2 Perspectives on the Regulation of the Financial Services Industry, with contributions of E.I. Altman and A. Saunders, and A.W.A. Boot, T.T. Milbourn, and S. Dezelan, 2000.
- 1 The Future of Banking: Two Essays on the Consolidation in the Financial Sector, by I. Walter and A.W.A. Boot, 1999.

Voor meer informatie: kijk op <http://www.accf.nl>.

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

Director

A.W.A. Boot

Board

A. Verberk

J.B.M. Streppel

Address

Plantage Muidersgracht 12

1018 TV Amsterdam

The Netherlands

Phone: +31 20 525 4162

Fax: +31 20 525 5318

E-mail: office@accf.nl

<http://www.accf.nl>