

De private-equitygolf

Han T.J. Smit en Ward A. van den Berg

SAMENVATTING In de laatste decennia heeft *private equity* zich ontwikkeld tot een belangrijke component van ondernemingsfinanciering. Private equity is een bron van financiering voor *start-up* ondernemingen, private middelgrote ondernemingen, ondernemingen die geherstructureerd worden of ondernemingen die hun beursnotering willen beëindigen. De ontwikkelingsgang van private equity kent een golfpatroon dat gekenmerkt wordt door perioden van expansie en perioden van verschansing. Dit artikel beschrijft aan de hand van de recente literatuur de private-equitygolf, en de consequenties voor de verschillende partijen in de markt voor private equity, zoals de ondernemingen die privaaf gefinancierd worden, de investeringsmaatschappijen en de verschaffers van privaaf vermogen.

1 Introductie

Private equity betreft de langdurige participatie in ondernemingen waarvan de aandelen niet op een effectenbeurs worden verhandeld. Onder deze brede definitie¹ die we voor private equity hanteren, vallen twee belangrijke categorieën. De eerste is durfkapitaal (*venture capital*): de participatie in jonge ondernemingen die nog niet volwassen genoeg zijn om via de beurs te kunnen worden verhandeld. Enkele voorbeelden van durfkapitaal zijn: start-up financiering op basis van een businessplan of een tweede of latere ronde financiering van jonge ondernemingen met behoefte aan groeikapitaal. De tweede categorie is de

Prof. dr. Han T.J. Smit is HAL professor in private equity aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Drs. W.A. van den Berg is verbonden aan het Tinbergen Instituut en verricht promotieonderzoek naar de golfbeweging in private equity en is werkzaam voor Roland Berger Strategy Consultants.

leveraged buy-out: de overname van gevestigde ondernemingen die vervolgens gefinancierd worden met behulp van een aanzienlijke lening. Dit betreft de financiering van eigendomsverandering van private of publieke ondernemingen, eventueel gevolgd door additionele financiering ten behoeve van groei of herstructurering.

Beursgenoteerde ondernemingen worden gekenmerkt door een wijd verspreid aandeelhouderschap. Het beperkte zicht van aandeelhouders op de onderneming kan resulteren in suboptimale prestaties wanneer de *incentives* voor het bestuur niet overeenkomen met de belangen van de aandeelhouders. Geconcentreerd eigendom maakt het voor private investeerders eenvoudiger om jonge, risicovolle ondernemingen te financieren, maar ook om ingrijpende maatregelen te nemen om meer volwassen ondernemingen te herstructureren, te reorganiseren en zelfs op te splitsen. Dit alles heeft tot doel om het functioneren van inefficiënte ondernemingen te verbeteren, of meer algemeen, de ontwikkeling van nieuwe initiatieven en startende ondernemingen te stimuleren.

Terwijl de grote golf van buy-outs in de VS in de jaren tachtig voornamelijk tot doel had logge conglomeraten die aan agencyproblemen² en inefficiënties onderhevig waren te herstructureren, werd de tweede grote golf in de jaren negentig tot 2001 mede veroorzaakt door economische groei. Na deze golf werd het in een korte periode van economische stagnatie en de waardedaling van de financiële markten moeilijk een exitroute te vinden naar een strategische speler of de beurs. Recent zien we een hernieuwde opleving van private equity.

In dit artikel beschrijven we de recente groei van de markt voor private equity en we relateren deze ontwikkeling aan een overzicht van de financieel economische literatuur. De golfbeweging in de private-equitymarkt wordt niet alleen veroorzaakt door economische groei of het gedrag van de ondernemingen, maar ook door aanbod van vermogen door

investeringsmaatschappijen en vermogenverschaffers, zoals institutionele beleggers.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 geeft een beschrijving van recente private-equitygolven. In paragraaf 3 en paragraaf 4 bespreken we respectievelijk de markt voor private financiering en geven we een overzicht van empirisch onderzoek naar het rendement van deze *asset class*. Vervolgens geeft paragraaf 5 een uitgebreidere beschrijving van de vraag naar private financiering en geeft paragraaf 6 een beschrijving van het aanbod van privaat vermogen. Paragraaf 7 beschrijft de belangrijkste implicaties van de private-equitygolf en geeft enkele slotopmerkingen.

2 Beschrijving van recente private equity golven

Hoewel private financiering altijd al heeft bestaan, heeft het tot de jaren tachtig geduurd voordat de private financiering zich ontwikkelde tot een belangrijk onderdeel van de ondernemingsfinanciering. De jaren tachtig worden ook wel *decade of confrontation* genoemd en de *shift from corporate stakeholders to shareholders*. Deze eerste grote buy-outgolf was een reactie op de conglomeratietrend uit de jaren zestig en zeventig. Veel conglomeraten vertoonden allerlei agencyproblemen en inefficiënties. In herstructureringen op basis van het *back-to-the-core-business*-principe stootten grote ondernemingen niet-gerelateerde en inefficiënte divisies met behulp van leveraged buy-outs af aan private investeringsmaatschappijen, die de nodige herstructureringen doorvoerden. In deze periode kochten in de Verenigde Staten zogenaamde 'raiders' met veel vreemd vermogen beursgenoteerde ondernemingen op. Sterke groei in de private-equitymarkt werd mede mogelijk gemaakt door het ontstaan van private equity partnerships als intermediair en de opkomst van de *junk-bond*markt. De buy-outs uit deze periode vonden veelal plaats in volwassen bedrijfstakken, zodat de stabiele cashflow van de overnamekandidaat kon worden gebruikt om de hoge overnameschuld af te lossen.

Een spraakmakend voorbeeld van dit type buy-out is RJR Nabisco, dat in 1989 voor 25 miljard dollar door Kohlberg, Kravis en Roberts (KKR) werd overgenomen. Het geconcentreerd eigendom in leveraged buy-outs creëerde de mogelijkheid ondernemingen te herstructureren en de financiering met vreemd vermogen legde het management een zekere mate van disciplinerende op.³ Door op deze manier de vrij besteedbare cashflow te beperken, wordt de onderneming genoodzaakt efficiënt te werken.

Aangetrokken door de hoge rendementen uit voor-

gaande jaren stroomde er meer vermogen in de richting van private equity. Gompers en Lerner (1999; 2000) stellen vast dat deze hoge rendementen leidden tot de oprichting van vele nieuwe private-equityfondsen, resulterend in hogere waarderingen en een neerwaartse impact op de behaalde rendementen: 'there is too much money chasing too few deals'. Het commitmentniveau van private-equityfondsen (het toegezegde vermogen dat het private-equityfonds direct bij de investeerder kan worden opgevraagd) steeg naar grote hoogte. In overeenstemming met de *winner's curse* werden overnames onder de competitieve druk te duur betaald, met lage rendementen als logisch gevolg. Door de hoge verwachtingen bleek het beschikbare vermogen de speelruimte te overtreffen, schroefden vermogenverschaffers het aanbod terug en droogde de private-equitymarkt in de Verenigde Staten in de jaren 1991 en 1992 op.

Na de opleving van de buy-outmarkt eind 1992 leek de waardecreatie zich meer te verschuiven van herstructurering van logge conglomeraten naar groei (Wright et al., 2001). Private-equityspelers veranderden van 'barbaren aan de poort' tot 'hands-on partners' met een goede reputatie en een uitgebreid ondersteunend netwerk. De private financiers verlenen 'value added services' door bijvoorbeeld advisering op het gebied van personeelsbeleid, het strategische beleid, de financiering, of juridische zaken. De economische groeiperiode van 1992 tot 2001 kende opnieuw een aanzienlijke groei in de vraag naar private financiering. Private financiers ondervonden meer competitie van strategische kopers en concurrerende private-equityfondsen en de prijzen van acquisities namen toe met lagere rendementen als gevolg. Ontwikkelingen in de technologie, in het bijzonder informatietechnologie en in mindere mate biotechnologie, creëerden veel initiatieven voor nieuwe ondernemingen en vergrootten zodoende de vraag naar durfkapitaal financiering.

In het begin van het nieuwe millennium stagneerde de economie en bleek een groot gedeelte van de vraag naar private equity niet aan de verwachtingen te voldoen. Omwille van de stagnerende economie werd het steeds moeilijker om private overnames te verzilveren. Door de recessie gecombineerd met een waardedaling van ondernemingen op de financiële markten werd het steeds moeilijker een exit te realiseren door middel van een verkoop aan een strategische speler of een beursgang. In deze periode zien we dat de portefeuilles worden opgeschoond waarbij veel investeringen werden afgeschreven en private ondernemingen met enige waarde werden doorverkocht aan een andere financiële speler (*secondary leveraged buy-outs*).

De nieuwe vraag naar private equity en de hoge rendementen door het economische herstel na 2002 zorgden voor een toename van het gecommitteerde vermogen aan private-equityfondsen. De groei in het aanbod van middelen werd mede veroorzaakt door grote institutionele investeerders die meer vermogen gingen toewijzen aan private equity. Deze verschuiving lijkt voor een stuk gebaseerd op de veronderstelling dat private equity mogelijkheden tot diversificatie biedt in vergelijking met traditionele beursgenoteerde investeringen. Daarnaast werd het aanbod van vermogen nog eens gestuwd door een uitzonderlijk gunstige aandelenmarkt en markt voor beursintroducties.

In Nederland en de rest van Europa zien we sinds de jaren negentig een vergelijkbare golf met een periode van hoge groei in buy-outs in het nieuwe millennium. Tegenwoordig trachten in Nederland hedgefondsen de tactieken van private-equityfondsen over te nemen, echter zonder het volledige eigendom van een onderneming na te streven, hetgeen een public-to-private transactie met bijbehorende hoge kosten vereist. Een consequentie van de eerste golf van leveraged buy-outs, het nabootsen van deze strategieën door ondernemingen zelf⁴ en activistische aandeelhouders, is de grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij het management van ondernemingen en het vergroten van de macht van de aandeelhouder op bedrijfsprocessen. Er vindt een schijnbare verplaatsing van invloed van stakeholders naar shareholders plaats, zoals zich dat eerder heeft voorgedaan in de VS.

Als gevolg van de beschikbaarheid van vermogen krijgen private investeerders steeds meer concurrentie. Als reactie hierop ontwikkelden private investeerders verder nieuwe strategieën zoals 'buy-and-build', een strategie die eigenlijk een hybride vorm is van een strategische en een financiële en die een buy-out additionele synergetische voordelen geeft (Smit, 2001, 2004). Een buy-and-buildstrategie waarbij een horizontale bedrijfstakconsolidatie wordt nagestreefd, geeft het private-equityfonds een extra voordeel in haar vervolvacquisities ten opzichte van concurrerende fondsen. Tegenwoordig zijn ook verticale bedrijfstakconsolidatiestrategieën in opkomst. Hierbij tracht een private-equityfonds de gehele keten in handen te krijgen om synergievoordelen te behalen. Zo voegt KKR bijvoorbeeld de afvalophaler Van Gansewinkel toe aan de afvalverwerker AVR.

3 De markt voor private financiering

In de Verenigde Staten ontwikkelde zich in de laatste decennia een markt voor private equity waar 'part-

nerships' de belangrijke rol van intermediair spelen tussen de institutionele vermogenverschaffers en de ondernemingen die uiteindelijk worden gefinancierd. Deze markt voor private financiering bestaat naast de buy-outs voor een significant gedeelte uit durfkapitaal. In Europa daarentegen bestaat op dit moment het overgrote gedeelte van de private-equitymarkt uit buy-outs.

Net zoals de meeste markten wordt de markt van private financiering bepaald door vraag naar en aanbod van privaat vermogen (Poterba, 1989; Gompers en Lerner, 1999). Vraag en aanbod van vermogen hangen af van de hoogte van het vereiste rendement.

De vraag naar private equity wordt bepaald door alle ondernemingen die mogelijk baat zouden hebben bij deze vorm van financiering. De vraagcurve kan gezien worden als een rangorde van investeringsmogelijkheden naar het te verwachten rendement. Een hoger vereist rendement bijvoorbeeld reduceert het aantal entrepreneurs dat nieuw vermogen winstgevend kan inzetten.

Het aanbod in de markt van private equity bestaat uit verschillende categorieën vermogenverschaffers in private equity. Participatiemaatschappijen specialiseren zich vaak naar het type investering en ook in bepaalde sectoren. Verschaffers van durfkapitaal zoals Sequioa, Kleiner Perkins Caufield & Byers en Atlas Venture verschaffen financiering voor jonge ondernemingen met een aanzienlijk groeipotentieel. Buy-outtransacties van meer volwassen ondernemingen en publieke-naar-private transacties worden onder andere gedaan door Kohlberg Kravis Roberts & Co, CVC, Permira en Nesbic.

Karakteristiek aan private-equityinvesteringen is dat het illiquide investeringen zijn in private ondernemingen, die doorgaans pas verzilverd worden bij een beursintroductie of overname. Door de beleggingshorizon van grote institutionele beleggers kunnen deze zich een lange periode van illiquiditeit veroorloven. Sommige ondernemingen zijn gebaat bij een stabiele verschafter van vermogen.

In evenwicht zijn de (marginale) rendementen op private financiering gelijk aan het rendement in deze risicocategorie op financiële markten.⁵ De ontwikkeling van de private markt kent perioden van sterke groei en aanzienlijke inkrimping en de markt is zelden in evenwicht. De dynamiek in de economie beïnvloedt in belangrijke mate de vraag en het aanbod van private financiering.

In de volgende paragrafen zullen we een overzicht geven van het rendement, de vraag en het aanbod van vermogen in de markt voor private equity. De karak-

teristieken van vraag en aanbod vormen een belangrijke verklaring voor het golfpatroon in volumes van private equity en de rendementsverwachting voor deze asset class.

4 Het rendement van de asset class private equity

Private equity is van nature illiquide. Hierdoor kan het rendement niet continu geobserveerd worden. Alleen wanneer gehandeld wordt in de onderneming, zoals bij een opeenvolgende venture-capitalfinancieringsronde of bij de uiteindelijke exit, wordt het duidelijk wat het rendement over de gehele periode is geweest. Hoe het rendement is opgebouwd in de opeenvolgende tijdseenheden in deze periode is moeilijk zichtbaar. Hierdoor zijn de risico-rendementkarakteristieken en in het bijzonder de relatie met de publieke markt moeilijk vast te stellen. Het is niet de hoogte van het gemiddelde rendement maar juist de variatie in de rendementen waarin private equity verschilt van die van beursgenoteerde aandelen (Weidig en Mathonet, 2004). Volgens studies van Kaplan en Schoar (2005), Ljungqvist en Richardson (2003) en anderen is het gemiddelde

rendement op private equity vergelijkbaar met dat van beursgenoteerde aandelen met wellicht een kleine premie. Cochrane (2005) noemt onder andere de liquiditeitspremie, het gebrek aan diversificatie en de compensatie voor het ondersteunen en monitoren van het management als redenen voor het door de private-equityinvesteerder vereiste hogere rendement.

Asset managers van pensioenfondsen en verzekeraars hebben een langetermijnbeleggingshorizon en hebben daardoor een natuurlijke interesse in private equity. Naast het verkrijgen van een liquiditeitspremie biedt private equity de mogelijkheden de beleggingsportefeuille te diversifiëren en een beter risico/rendementprofiel te verkrijgen. De rol van private equity in een gediversifieerde portefeuille is onderzocht door Chen et al. (2002) en Schmidt (2004). Zij claimen dat 10 tot 15 procent van een portefeuille aan private equity toegewezen dient te worden. Het opnemen van private equity verlaagt het risico, maar de mate waarin hangt af van onder andere de correlatie met andere assets. Door het 'stale pricing effect' – private-equityfondsen rapporteren veelal boekwaardes of historische schattingen van de waarde van hun huidige investeringsportefeuille – is het moeilijk de correlatie

Tabel 1. Overzicht van private-equityrendementen in empirische studies

Studie (i)	Database, regio en tijdsperiode studie (ii)	IRR			MSCI US rendement over een vergelijkbare periode (vi)	PME		
		[IRR – MSCI]				All (vii)	VC (viii)	LBO (ix)
		All (iii)	VC (iv)	LBO (v)				
Ljungqvist en Richardson (2003) ¹	Portefeuille grote bank in de VS 1981-2001	19.8% [7.8%]	14.1% [2.1]	21.8% [9.8]	12.0%	1.25	-	-
Jones en Rhodes-Kropf (2004) ²	Venture Economics EU en VS 1980-2002	9.2% [-4.6%]	19.3% [5.5]	4.6% [-9.2%]	13.8%	-	-	-
Phalippou en Gottschalg (2006)	Venture Economics EU en VS 1980-2003	9.9% [-3.7%]	8.5% [-5.1%]	13.7% [0.1%]	13.6%	0.82	0.76	0.97
Kaplan en Schoar (2005)	Venture Economics EU en VS 1980-2001	18% [3%]	17% [2%]	18% [3%]	15.0%	1.05	1.21	0.93
Diller en Kaserer (2007) ³	Venture Economics Europa 1980-2003	14.1% [0.5]	12.5% [-1.1%]	15.6% [2%]	13.6%	1.03	1.01	1.06
NVCA	Venture Economics, VS 1980-2004	13.8% [0.6%]	15.7% [2.5%]	12.8% [-0.4%]	13.2%	-	-	-

Deze tabel beschrijft verschillende studies (kolom i) naar de rendementen op private equity fondsen. Kolom ii geeft de bron van de data, de regio en tijdsduur van de studie weer.

Kolom iii, iv en v geven de IRR voor alle fondsen, VC fondsen en LBO fondsen en het verschil van de IRR op private equity met het rendement op de MSCI US aandelenindex (kolom vi).

In kolom vii, viii en ix worden de publieke markt equivalenten uit de desbetreffende studies weergegeven.

met publieke waardepapieren te bepalen. Het rendement op private equity kan ook het rendement op de publieke aandelen overschrijden, hetgeen een tweede reden is om private equity in de beleggingsportefeuille op te nemen.

De rendementen van individuele ondernemingen die worden opgericht met behulp van venture capital analyseert Cochrane (2005) in een empirische studie. De rendementsverdeling is scheef: twintig procent van de ondernemingen gaat failliet, terwijl een aantal ondernemingen in staat is om een uitzonderlijk hoog rendement te genereren. Individuele venture-capital-investeringen zijn onderhevig aan risico dat niet gerelateerd is aan financiële markt, maar specifiek of idiosyncratisch is voor de onderneming. Cochrane (2005) vindt dat met venture capital gefinancierde ondernemingen gekenmerkt worden door groot idiosyncratisch risico⁶, terwijl het systematisch risico⁷ veel kleiner is.

Het rendement op een belegging in een private-equityfonds wordt vaak gemeten in termen van een *internal rate of return* (IRR). De hoogte van de IRR hangt af van de tijdshorizon van de studie en de fondsen die opgenomen zijn in de analyse. De IRR varieert tussen de 9 en de 20 procent. In vier studies in de empirische literatuur, zoals samengevat in tabel 1, laat private equity een beter rendement zien dan de publieke markten, terwijl in twee andere studies private equity een slechtere performance laat zien dan de publieke markt. Een groot deel van de variatie in de IRR kan verklaard worden door de tijdsperiode waarover is gemeten en het golfpatroon in private equity. Het wel of niet opnemen van het begin van het nieuwe millennium en de IT-hype of de daaropvolgende neergang in de economie bepalen in sterke mate de waarde van private equity.

De vergelijking van de IRR van een private-equityfonds met andere fondsen of een marktindex wordt belemmerd door de verschillen in het cashflowprofiel. Een private-equityfonds vraagt niet al het gecommiteerde vermogen op bij aanvang van het fonds, maar roept geld op bij zijn investeerders zodra een interessante mogelijkheid zich voordoet. Het fonds keert dan ook de opbrengsten van zijn gerealiseerde investering met onregelmatige intervallen uit. Daarom wordt het rendement niet gerealiseerd over een vaststaand bedrag maar een hoeveelheid vermogen dat fluctueert en niet volledig onder controle is van de beleggers. De IRR van een private-equityfonds laat dan ook veelal een overschatting zien van het daadwerkelijke rendement, aangezien een groot deel van het gecommiteerde vermogen dat nog niet is opge-

vraagd een lager rendement verdient in een alternatieve belegging.

De winstgevendheidsindex of publieke markt equivalent (PME) meet het rendement van private equity ten opzichte van een publieke marktindex en houdt rekening met de wisselende hoeveelheid vermogen dat belegd is in private equity gedurende de looptijd van een fonds. De PME verdisconteert alle cashflows van het fonds tegen het rendement gemaakt op een vergelijkbare investering van 1 euro in de marktindex met eenzelfde tijdshorizon (Ljungqvist en Richardson, 2003). Wanneer de PME boven de 1 uitkomt, heeft private equity het beter gedaan dan de markt in dezelfde periode.

Tabel 1 geeft een overzicht van de PME in verschillende empirische studies. Kaplan en Schoar (2005) claimen dat leveraged buy-outs geen betere performance laat zien dan de markt, welke conclusie wordt bevestigd door Phalippou en Gottschalg (2006). Diller en Kaserer (2007) laten daarentegen zien dat leveraged buy-outs (LBO's) het beter doen dan de markt. LBO's lieten met name een goede performance zien in de jaren tachtig. In de jaren tachtig zijn de rendementen wat lager, maar sinds het begin van 2000 zijn LBO's weer in staat om een hoog rendement te genereren. De rendementen van LBO's lijken zich aan het golfpatroon in de markt aan te passen.

Venture capital (VC) lijkt beter te renderen dan leveraged buy-outs in de jaren 1990. Kaplan en Schoar (2005) vinden dan ook dat de PME op VC hoger is dan op LBO's. Phalippou en Gottschalg (2006) daarentegen laten een zeer lage PME zien van 0.76. In hun database is het einde van de IT-zeepbel goed gedocumenteerd. Jones en Rhodes-Kropf (2004) daarentegen laten met name het hoogtepunt zien en geven een IRR van maar liefst 19.3 procent.

Individuele fondsen geven een flink afwijkende performance van het gemiddelde rendement. Private equity wordt echter gekenmerkt door persistentie in de performance van fondsmanagers (Kaplan en Schoar, 2005). In tegenstelling tot beleggingsfondsen hebben private-equityfondsmanagers die een goed rendement behalen een grote kans bij volgende fondsen eveneens een hoger rendement te laten zien. Daarnaast bestaat er een optimale fondsgrootte, veroorzaakt door toe- en afnemende schaalvoordelen. De performance hangt ook af van het totale vermogen gecommiteerd aan private equity wereldwijd. Een plotselinge stijging kan leiden tot een fenomeen waar te veel vermogen jaagt op te weinig deals (Gompers en Lerner, 2000). Bijvoorbeeld voor buy-outs aan het eind van de jaren tachtig of voor venture capital aan het begin van de jaren 2000.

5 Raison d'être: de vraag naar private equity

Zoals eerder genoemd wordt de vraagcurve in de markt van private equity bepaald door ondernemingen die baat hebben bij private financiering. Private financiering is op zijn plaats voor ondernemingen die knelpunten in de gang naar de financiële markten tegenkomen. Op deze publieke markt doen twee soorten problemen zich veelvuldig voor omwille van het feit dat de aandeelhouders eigenlijk outsiders zijn: *moral hazard* en *adverse selectie*. Om deze te vermijden, dienen investeerders voor de investering een grondige *due diligence* te ondernemen en nadien goed toezicht uit te oefenen (monitoring). Deze activiteiten worden niet altijd adequaat uitgeoefend op financiële markten.

Private equity kan deze problemen verminderen door zijn specifieke karakteristieken die gerelateerd zijn aan de directe betrokkenheid van de aandeelhouders met het management van de onderneming.⁸

Knelpunt 1: moral hazard en gebrek aan discipline

Een bestaansreden voor private equity is het *agency problem*, hetgeen voortkomt uit informatieasymmetrie en andere marktimperfecties (Jensen en Meckling, 1976). Het management van een onderneming dient de belangen van de aandeelhouders goed te vertegenwoordigen. Aandeelhouders kennen het management een zekere autonomie of beslissingsbevoegdheid toe, maar zodra de disciplinerende werking van de financiële markt tekort schiet, ontstaat het gevaar dat het management in eigen belang suboptimaal gaat handelen (*moral hazard*).

De beurskoers geeft doorgaans een goed beeld van de prestaties en het beleid van een genoteerde onderneming. Zodoende krijgt een inefficiënt werkende onderneming een lagere waardering dan wellicht qua potentieel mogelijk is; dientengevolge loopt deze onderneming het risico overgenomen te worden. In de jaren tachtig werden veel ondernemingen middels een vijandige overname van de beurs gehaald door leveraged buy-outfondsen teneinde de onderneming te herstructureren en later weer te verkopen. De enorme schuld die de raider opbouwt door een dergelijke leveraged buy-out, legt de onderneming een zekere vorm van disciplinerende op door de vrij besteedbare cashflow te beperken. Deze gedachte is weergegeven in de 'free cash flow'-theorie (Jensen, 1986, 1989).

Het beperkte aantal aandeelhouders vereenvoudigt de coördinatie tussen hen en maakt het kostbare monitoren en controleren van de onderneming en het management mogelijk (Gompers, 1995; Lerner, 1994).

Een gemiddelde venture capitalist bezoekt de ondernemingen in zijn portefeuille bijvoorbeeld gemiddeld 19 keer per jaar (Gorman en Sahlman, 1989).

Door de beloning van de manager op lange termijn afhankelijk te maken van de waarde van de onderneming, worden de belangen van de manager in overeenstemming gebracht met die van de aandeelhouder. Daarnaast maken ze uiteraard ook gebruik van de directe controlebevoegdheden waarover ze beschikken, zoals zeggenschap omwille van hun aanzienlijke aandelenpakket en zitting in de raad van commissarissen (Gompers, 1995). Sinds de buy-outgolf van de jaren tachtig hebben ook beursgenoteerde ondernemingen verschillende incentivesystemen overgenomen en is het beleid meer 'waardegericht' geworden. Dit wil niet zeggen dat de agencyproblemen en de informatieachterstand tussen het bestuur en beleggers van genoteerde ondernemingen verdwenen is. Integendeel, agency- en informatieproblemen manifesteren zich nog steeds. De boekhoudschandalen van beursgenoteerde ondernemingen zoals Enron in de Verenigde Staten en Ahold hier in Nederland zijn slechts enkele voorbeelden.

Knelpunt 2: informatieproblemen in de financiële markt

Een tweede bestaansreden voor de vraag naar private equity is de informatieasymmetrie tussen de onderneming en de financiële markten. Uitgangspunt bij een perfecte financiële markt is dat de betrokken partijen tegelijkertijd over alle relevante informatie beschikken. De praktijk leert echter dat de vermogensmarkt niet aan dit beginsel kan voldoen. Vergelijkbaar met een zogenaamde 'market for lemons'⁹ kunnen ondernemingen die pretenderen succesvol te zijn, sterk worden overgewaardeerd, terwijl andere ondernemingen met een onbekende (maar in werkelijkheid hoge) kwaliteit een lage waardering krijgen. Deze vaststelling is een 'adverse selectie'-probleem. Een veronderstelde onderwaardering door informatieproblemen of andere oorzaken kan een reden zijn voor een onderneming om de beursnotering te beëindigen. Met behulp van een investeringsmaatschappij kiezen de ondernemingen dan veelal voor een meer directe informatieoverdracht met de financier. Voor vele startende ondernemingen is venture capital de enige mogelijke bron van financiering, gegeven de enorme onzekerheid en de hoge mate van asymmetrische informatie.

Veel startende ondernemingen hebben tevens baat bij de reputatie die verschaft wordt door een venture capitalist met een goede naam. Vooral voor startende

ondernemingen kan de private financiering een aanzienlijke signaalwaarde hebben (Bygrave en Timmons, 1992). De onderneming geniet van een betere reputatie en verhoogde geloofwaardigheid omdat ze met succes het selectieproces van de private investeerder doorstaan heeft. Hierdoor wordt de onzekerheid verminderd voor andere partijen die relaties met de onderneming willen aangaan, en dit kan bijvoorbeeld leiden tot toegang tot bankfinanciering. De geloofwaardigheid van venture capitalists certificeert tevens de prijs in een beursgang (Megginson en Weiss, 1991). Daarnaast hebben private-equityfondsen een belangrijke rol in het personeelsbeleid en leveren toegang tot een uitgebreid netwerk van adviseurs, zakenpartners en mogelijke klanten en leveranciers (Kaplan en Strömberg, 2001). Private investeerders zien toe op de vooruitgang en de strategie van de onderneming, en hebben een actieve adviserende rol, bijvoorbeeld op het vlak van financieel beleid en overnamepolitiek (Wright et al., 2001). De kwaliteit van de vraag naar private-equityfinanciering is echter ook voor private-equityfondsen moeilijk in te schatten. Het te verwachten rendement is dus eveneens met onzekerheid omgeven. Het werkelijke niveau wordt geleidelijk bekend als opeenvolgende transacties worden uitgevoerd (Smit en Van den Berg, 2006). Met behulp van deze informatie neemt de onzekerheid voor anderen af en zij kunnen een betere inschatting maken van het rendement. Echter, het werkelijke rendement is pas jaren later bekend. *The proof of the pudding is in the eating.* Investeringsmaatschappijen specialiseren zich in bepaalde sectoren of bepaalde types transacties, net om over betere informatie te beschikken en informatieproblemen beter aan te kunnen pakken. Dit is ook een van de redenen, naast onder meer risicospreiding, waarom private investeerders transacties syndiceren (Lerner, 1994). Hierbij financiert een consortium van private-equityfondsen met verschillende vaardigheden een onderneming. Ook hebben sommige private-equityinvesteerders betere informatie dan andere private-equityfondsen en mits deze gunstig is, zullen zij vroeger in de golf investeren dan minder goed geïnformeerde spelers (Smit en Van den Berg, 2006).

6 Het aanbod van privaat vermogen

Het aanbod van vermogen wordt bepaald door private equity partnerships. Deze private equity partnerships zijn ontstaan als intermediair tussen de ondernemingen die lange termijn private financiering behoeven, en de institutionele beleggers, die op zoek

zijn naar geschikte rendabele investeringen met een langetermijnhorizon. Aangezien institutionele beleggers onvoldoende expertise hebben in dit type investeringen laten ze dit over aan gespecialiseerde intermediairs: de private investeringsfondsen. Deze laatst genoemden beschikken over een uitgebreid netwerk en hebben expertise in monitoren, hetgeen nieuwe investeringsmogelijkheden en betrouwbare informatiestromen verzekert. Investeringen in durfkapitaal bijvoorbeeld vereisen zeer specifieke en diepgaande kennis van een bepaalde technologie of bedrijfstak, terwijl buy-outinvesteringen capaciteiten op het vlak van herstructureringen vergen.

Een private-equityfonds heeft een levensduur van ongeveer 10 tot 12 jaar. Het fonds vraagt beleggers vermogen te committeren voordat de operaties aanvangen. In de eerste jaren maken de fondsmanagers (*general partners*) de investeringen met het vermogen dat opgevraagd wordt bij de beleggers (*limited partners*). Fondsmanagers ontvangen een beloning van rond de 1 à 2 procent van het gecommiteerde vermogen of het geïnvesteerde vermogen en een *performance fee* van rond de 20 procent van de winsten van het fonds.

Hoewel private equity de agent-principaal-problemen tussen management van de onderneming en haar aandeelhouders vermindert, kan de relatie tussen de general partner en de limited partner ook hinder ondervinden van een nieuw agencyprobleem. Jones en Rhodes-Kropf (2004) laten bijvoorbeeld zien dat private-equityinvesteerders te veel rekening houden met idiosyncratisch risico in plaats van alleen het systematisch risico. General partners lijken compensatie te eisen voor het idiosyncratisch risico dat zij lopen, omdat ze niet in staat zijn om dit weg te diversifiëren.

Kaplan en Schoar (2005) laten de heterogeniteit in de performance van investeerders zien. In tegenstelling tot beleggingsfondsen zijn private-equityfondsen met een goede performance beter in staat om een opeenvolgend fonds in de markt te zetten dat eveneens hoge rendementen oplevert. De oorzaak is gegeven in het feit dat general partners verschillen in hun kwaliteit en vaardigheden. Private-equityfondsmanagers hebben veelal exclusief toegang tot specifieke transacties en zij staan het management bij met *value added services* op het gebied van managementadvies, personeelsbeleid en strategie.

Private-equityfondsmanagers hebben de mogelijkheid om proactief de rendementen op hun investeringen te beïnvloeden door middel van het bepalen van koop- en verkoopmomenten. Door de onbalans

in vraag en aanbod naar vermogen is de verdeling van de opbrengsten van de nieuwe onderneming afhankelijk van de onderhandelingspositie van private-equityfonds en ondernemer. Venture capitalists zijn in staat om extra rendementen te onttrekken aan de onderneming, wanneer het aanbod van vermogen beperkt is (Inderst en Müller, 2004). Poterba (1989) laat zien dat de aanbodcurve van vermogen stroperig is. Het kost tijd om een nieuw fonds op te zetten en het te grote aanbod dat na verloop van tijd ontstaat, leidt tot een fenomeen van geld op jacht naar deals zoals beschreven in Gompers en Lerner (2000).

Ljungqvist en Richardson (2003) vinden dat fondsmanagers het tempo waarin ze investeren versnellen, als ze opereren in een omgeving waarin een tekort aan vermogen is. Wanneer het aanbod van vermogen toeneemt, neemt de competitie in felheid toe en in deze oververhitte markten kan de performance weer verslechteren (Kaplan en Stein, 1993; Gompers en Lerner, 2000). De exit van de investering is onder de directe controle van de private-equityinvesteerder en zij zijn dan ook in staat om de exit op het juiste tijdstip plaats te laten vinden in een gunstig economisch klimaat.

7 Conclusie

Dit artikel beschrijft aan de hand van de literatuur de belangrijkste implicaties voor de markt van private equity. De specifieke karakteristieken van private equity zorgen ervoor dat vraag en aanbod van vermogen in onbalans kunnen zijn en dat rendementen fluctueren. Het langdurig rendement van private equity lijkt overeen te komen met public equity. Er bestaat echter grote heterogeniteit tussen verschillende private-equityfondsen. Private equity partnerships met goed renderende fondsen zijn vaak in staat om ook succesvolle vervolgfondsen in de markt te zetten. Daarnaast zien we dat buy-outs een hoger rendement laten zien in de jaren tachtig en de venture capital een hoger rendement in de jaren negentig. Het rendement fluctueert gedurende de golf van investeringsvolumes.

Het aanbod van vermogen is niet volledig elastisch maar wordt gekenmerkt door stroperigheid. Het oprichten van een nieuw fonds en het investeren van het vermogen neemt tijd in beslag. Bestaande private-equityfondsen zullen hun investeringen versnellen en gebruikmaken van de tijdelijke relatieve schaarste van vermogen. Er bestaat een gevaar van *overshooting* als nieuwe fondsen tegelijkertijd de markt van vermogen voorzien. Dit leidt tot een situatie waar 'too much money is chasing too few deals'.

De kwaliteit van de vraag naar vermogen en het niveau van de vraagcurve is met onzekerheid omgeven en voor financiers moeilijk in te schatten. Elke transactie onthult informatie over de vraagcurve en het verwachte rendement. Echter, de informatie-economie leert ons dat kudgedrag kan ontstaan die resulteert in een cyclisch patroon of golf van investeringsvolumes. Het risico en rendement op private equity worden negatief beïnvloed door deze golf.

Al met al wordt de markt voor private equity gekenmerkt door een enorme dynamiek, die nauw samenhangt met de economische ontwikkeling, en perioden van sterke groei en inkrimping wisselen elkaar af. De opkomst van leveraged buy-outs in de jaren tachtig en de ineenstorting van deze in 1989 en de venture capital hype aan het eind van de jaren negentig zijn hier voorbeelden van.

Het risico op de investeringen neemt toe in een dergelijke markt. Als de groei van de economie vertraagt, kan de leverage te hoog zijn en dit noodzaakt op zijn minst tot een herfinanciering teneinde de interestbetalingen te waarborgen. Eveneens is de volgende koper niet meer bereid om eenzelfde hoge prijs te betalen. Aan het eind van een golf neemt het risico op een financieel faillissement toe en de exit van de onderneming kan vertraagd worden en een lagere prijs opleveren. Het liquiditeitsrisico laat zich gelden. De waarde van private equity vloeit voort uit de directe betrokkenheid van de financier bij de onderneming. In de toekomst zal concurrentie wellicht leiden tot verdere specialisatie. Investeringsmaatschappijen zullen zich temidden van het overweldigende aanbod van vermogen willen diversifiëren. Om hierin te slagen, moeten ze over een superieure bekwaamheid beschikken om selectieproblemen op te lossen, transacties te initiëren of incentive en managementproblemen aan te pakken, bijvoorbeeld door een betere expertise omtrent een sector of een technologie. ■

Literatuur

- Akerlof, G.A. (1970), The market for 'lemons', Qualitative uncertainty and market mechanisms, *Quarterly journal of economics*, vol. 84, no. 3 (August), pp. 488-500.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The entrepreneur's choice between private and public ownership, *The journal of finance*, vol. 61, no. 2, pp. 803-836.
- Bygrave, W. D. en J. A. Timmons (1992), *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press.
- Chen, P., G.T. Baierl en P.D. Kaplan (2002), Venture capital and its role in strategic asset allocation, *Journal of portfolio management*, vol. 28, no. 2, pp. 83-89.
- Cochrane, J. H. (2005), The risk and return of venture capital, *Journal of financial economics*, vol. 75, no.1, pp. 3-52.

- Diller, C. en C. Kaserer (2007), What drives private equity returns? Fund inflows, skilled gps and/or risk, working paper, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.
- Fox, I. en A. Marcus (1992), The causes and consequences of leveraged management buy-outs, *The academy of management review*, vol. 17, no. 1 (January), pp. 62-85.
- Gompers, P. (1995), Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital, *The journal of finance*, vol. 50, no. 5 pp. 1461-1490.
- Gompers, P. en J. Lerner (1999), What drives venture capital fundraising? National bureau of economic research working paper, No 6906.
- Gompers, P. en J. Lerner (2000), Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations, *Journal of financial economics*, vol. 55, no. 2, pp. 281-325.
- Gorman, M. en W. Sahlman (1989), What do venture capitalists do?, *Journal of business venturing*, vol. 4, no. 4, pp. 231-248.
- Inderst, R. en H.M. Müller (2004), The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms, *Journal of financial economics*, vol. 72, no. 2, pp. 319-356.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American economic review*, vol. 76, no. 2 (May), pp. 323-329.
- Jensen, M. (1989), The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 67, no. 5 (September-October), pp. 61-74.
- Jensen, M. en W. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, vol. 3, no. 4 (October), pp. 305-360.
- Jones, C.M. en M. Rhodes-Kropf (2004), The price of diversifiable risk in venture capital and private equity, Columbia University working paper.
- Kaplan, S. (1989), The effects of management buy-outs on operating performance and value, *Journal of financial economics*, vol. 24, no. 2 (October), pp. 217-254.
- Kaplan, S.N. en A. Schoar (2005), Private equity performance: returns, persistence and capital flows, *Journal of finance*, vol. 60, no. 4, pp. 1791-1823.
- Kaplan, S. N en J.C. Stein (1993), the evolution of buy-out pricing and financial structure in the 1980s, *Quarterly journal of economics*, vol. 108, no.2, pp. 313-57.
- Kaplan, S. en P. Strömberg (2001), Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring, *American economic review*, AEA Papers and Proceedings, May, pp. 426-430.
- Lerner, J. (1994), The syndication of venture capital investments, *Financial management*, vol. 23, no. 3 (Autumn), pp. 16-27.
- Ljungqvist, A. en M. Richardson (2003), The cash flow, return and risk characteristics of private equity, working paper, NYU Stern.
- Meggison, W. en K. Weiss (1991), Venture capital certification in initial public offerings, *The journal of finance*, vol. 46, no. 3, pp. 879-893.
- National Venture Capital Association (NVCA) (2005), Performance Q4 04, *press release*.
- Phalippou, L. en O. Gottschal (2006), The performance of private equity funds, *Le Cahiers de Recherche 852*, Groupe HEC.
- Poterba, J. (1989), Venture capital and capital gains taxation, in: L.H. Summers (ed.), *Tax policy and the economy*, vol. 3, MIT Press, Cambridge, MA.
- Sahlman, W. (1990), The structure and governance of venture capital organizations, *Journal of financial economics*, vol. 27, no. 2, pp. 473-521.
- Schmidt, D. (2004), Private equity-, stock- and mixed asset-portfolios: A bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations, CFS Working Paper No. 2004/12.
- Smit H.T.J. (2001), Acquisitions strategies as option games, *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, no. 2 (Summer), pp. 79-89.
- Smit, H.T.J. (2004), Waarde en ontwikkeling van buy-outs, *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, jg. 79, nr. 1/2 (januari/februari), pp. 32-41.
- Smit H.T.J. en W.A. van den Berg (2006), Private equity waves, Tinbergen Institute discussion paper, TI 2006-053/2.
- Weidig T., en P.-Y. Mathonet (2004), The risk profile of private equity, EIF working paper.
- Wright, M., R. Hoskisson, en L. Busenitz (2001), Firm rebirth buy-outs as facilitators of strategic growth and entrepreneurship, *Academy of management executive*, vol. 15, no. 1, pp. 111-125.

Noten

- 1 Een enge definitie ziet private equity los van durfkapitaal en betreft de investering in (onderdelen van) ondernemingen met een bewezen staat van dienst en winstgevendheid. Natuurlijk zijn er veel subcategorieën.
- 2 Met de publicatie van het artikel Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure in de jaren zeventig van de twintigste eeuw legden Michael Jensen en William Meckling (1976) de basis voor de agencytheorie, en de gevolgen daarvan voor de eigendomsstructuur en daarmee het beleid van ondernemingen. Aandeelhouders (principaal) kennen het management (agent) een zekere autonomie of beslissingsbevoegdheid toe. Het bestuur kan misbruik maken van haar beslissingsbevoegdheden en eigen doelen voorstellen boven de primaire aandeelhoudersbelangen.
- 3 Talrijke studies rond leveraged buy-outs tonen aan dat de herstructurering en de nieuwe incentivestructuur leidt tot een aanzienlijke toename van de ondernemingsprestaties (onder meer Kaplan, 1989 en Fox en Marcus, 1992).
- 4 Voorbeelden hiervan zijn invoering van aandeelhouderswaarde gerelateerde management beloningsstructuren in de jaren negentig waarbij de belangen van het management beter stroken met die van de aandeelhouders.
- 5 Hierbij wordt rekening gehouden met een illiquiditeitspremie van private equity.
- 6 Idiosyncratisch risico is het specifieke gedeelte van het totale risico waarbij de bewegelijkheid in de waarde van het aandeel onafhankelijk is van dat van de markt in het algemeen.
- 7 Systematisch risico is het risico van de totale markt dat niet gereduceerd kan worden door risicospreiding.
- 8 Publieke vermogensmarkten verzorgen liquiditeit, maar bedingen tegelijkertijd een corporate-governancemodel dat veel exogene controlemechanismen opwerpt, zodat de manager niet de gewenste afweging kan maken tussen zijn autonomie en de gewenste financieringskosten (Boot et al., 2006).
- 9 Akerlof (1970) beschrijft de 'market for lemons' aan de hand van het klassiek geworden voorbeeld van tweedehands auto's.