

Private-equity-beleggers toch sprinkhanen

De minister van Financiën heeft gesproken, à la carte citerend uit een rapport van RSM-wetenschappers dat op zijn verzoek werd samengesteld. Andere wetenschappers en deskundigen hebben ook gesproken, en brachten op uitnodiging van de Koninklijke Vereniging voor de Staaathuishoudkunde in december vorig jaar uitvoerige preadviezen uit. Conclusie van allen: private equity brengt veel positiefs voor het bedrijfsleven maar kan misschien ook enkele minder gunstige kantjes hebben. Het veelbesproken sprinkhanengedrag is in deze geschriften nergens te bekennen. Heeft dit nu overgebrachte, van veel genuanceerdheid getuigende, inzicht de discussie gestopt? Daar lijkt het niet op. Ongeveer terzelfder tijd publiceerde Jeroen Wester in NRC Handelsblad (3 november) een artikel onder de sprekende titel: Overgenomen op eigen kosten, en die van U! Hoe private equity opgekochte bedrijven leegzuigt. Dat is andere taal. Ook de Ondernemingskamer heeft zich recentelijk in krasse bewoordingen uitgesproken over het optreden van een private-equity-fonds (Apax) bij het uitgeversconcern PCM en een onderzoek naar het beleid van deze onderneming gelast. Hebben de wetenschappers iets over het hoofd gezien? Dat blijkt wel uit de door Wester aangedragen feiten. Het RSM-rapport concludeert dat het een feitenonderzoek geeft en een statistische weergave van het belang van private-equity- en hedgefondsen in de mondiale en Nederlandse economie. Het schetst, aan de hand van een literatuurstudie, een breed scala van effecten van private equity. Het rapport geeft een beschrijving van de gevolgen van private-equity- en hedgefondsen voor Nederlandse beursondernemingen sinds 1985 en eindigt met de volgende slotconclusie: "Uit de literatuurstudie en empirische analyse voor Nederland blijkt dat de private-equity- en hedgefondssectoren in termen van strategie en effecten een hoge mate van heterogeniteit vertonen." Dit laatste oordeel beweegt zich op een wel heel veilig niveau.

De preadviezen voor de Vereniging voor de Staaathuishoudkunde hebben als vertrekpunt de rol van de aandeelhouder en concentreren zich alle op de bestuurlijke consequenties daarvan. Prof. dr. Arnoud Boot en prof. dr. Kees Cools stellen in hun gezamenlijke preadvies dat "de belangrijkste kracht, en dus het waardecreërend vermogen van private equity is dat het de belangrijkste zwakte van public equity adresseert: de disciplinerende van het management door private-equity-aandeelhouders is vele malen groter dan die van public equity. (...) De geconcentreerde zeggenschap impliceert dat een meer standvastige strategie met een sterke focus op bijbehorende targets mogelijk is. (...) Ook krijgen de private-equity-aandeelhouders betere informatie. (...) Deze twee factoren – maximale zeggenschap en betere informatie – beperken de typische public-equity-agency-problemen tussen aandeelhouders en bestuur tot een absoluut minimum." Vervolgens wijzen de auteurs op sterkere financiële stimulansen voor management en organisatie en ten slotte op "de fameuze hoge financiële leverage, waardoor extra disciplinerende (Jensen, 1989) en aanzienlijke fiscale voordelen kunnen worden gerealiseerd, met als potentiële keerzijde een kortetermijnfocus, onderinvestering (Myers, 1977) en benadeling van vreemdvermogensverschaffers." "Toch worden", zo vervolgen

de auteurs, "deze nadelen vaak overtrokken. Een belangrijk gevolg van de combinatie van invloed en informatie bij de aandeelhouders is namelijk een aanzienlijk lager (faillissements)risico van hoge leverage voor private equity in vergelijking met identieke niveaus van schuldfinanciering bij public equity. Wij schatten in dat, gemiddeld, het faillissementsrisico bij private equity bij een bepaald leverageniveau gelijk is aan het faillissementsrisico binnen public equity bij een vijftig procent lagere schuldfinanciering." Waar die vijftig procent vandaan komt blijft duister; de auteurs refereren hiervoor niet aan onderzoek. In elk geval zijn de rating agency's niet onder de indruk van dit argument: zij waarschuwen voor de gevolgen van een hoge *leverage* en verlagen consequent de waardering van uitstaande obligatieschuld na overname door private equity, zoals de obligatiehouders van VNU ondervonden hebben. De auteurs menen kennelijk dat faillissement door goed management voorkomen kan worden, maar zien over het hoofd dat ook goed management geconfronteerd kan worden met inzakende verkopen wegens een recessie of ingrijpende politiek/sociale gebeurtenissen, kortom door ontwikkelingen die het management zelf niet in de hand heeft. In dit soort situaties is het hoogst onwaarschijnlijk dat de private-equity-eigenaars vermogen zullen bijstorten omdat ze dan meestal zelf ook in de problemen zitten. Kortom, een buffervermogen, voldoende om een onderneming een stevige recessie door te laten komen, blijft essentieel voor de continuïteit van een onderneming, in het belang van alle erbij betrokken stakeholders. Het wekt verwondering dat de auteurs hier niet op wijzen.

Er is nog een andere onderbelichting, vanuit theoretisch oogpunt. Sinds Modigliani/Miller weten we dat de waarde van een onderneming in beginsel niet wordt beïnvloed door de wijze waarop ze wordt gefinancierd, met twee belangrijke uitzonderingen. Wanneer financiering met vreemd vermogen wordt opgevoerd ten koste van eigen vermogen neemt de waarde toe wegens bespaarde vennootschapsbelasting op de extra rente. Daarentegen verhoogt toename van vreemd vermogen het faillissementsrisico waardoor de waarde in principe afneemt; eigen- en vreemdvermogensverschaffers eisen immers beide een hogere risicopremie, hetgeen de disconteringsvoet van de toekomstige kasstromen verhoogt. Als private equity een onderneming koopt en voor de financiering daarvan de leverage van de onderneming verhoogt, creëert het dus waarde ten koste van de belastingbetaler en vernietigt het waarde ten koste van zittende en nieuwe verschaffers van vreemd vermogen en overigens ook de nieuwe aandeelhouder. Nieuwe verschaffers van vreemd vermogen deert dit niet want zij vragen en krijgen een vergoeding inclusief hogere risicopremie, en de nieuwe aandeelhouder mag niet klagen want de leverage verhoogt bij een gematigde rentestand de winst per aandeel aanzienlijk en overcompenseert zijn behoefte aan een hogere risicopremie. De belastingbetaler en de zittende obligatiehouder zijn echter allebei het kind van de rekening van deze herverdeling van ondernemingswaarde. Deze nadelen zijn op te vangen, maar zij verdienen, gelet op hun belang, meer aandacht in de preadviezen dan ze kregen; zij worden slechts terloops genoemd.

Hoezeer nieuwe private-equity-eigenaren de grenzen van het mogelijke opzoeken, op kosten van het overgenomen bedrijf en de belastingbetaler, wordt duidelijk uit het artikel van Wester. Van de elf bedrijven waarvan hij de verlies- en winstrekening na overname wist te achterhalen, draaien er tien direct na de overname met groot verlies terwijl zij eerder winstgevend waren en belasting betaalden. Deze verliezen zijn uitsluitend of grotendeels veroorzaakt door financieringskosten. Soms verschaft de nieuwe aandeelhouder dure financiering ter vervanging van het uitgekeerde eigen vermogen (PCM). Opmerkelijk is dat het RSM-rapport in de beschrijving van de casussen geen enkele aandacht besteedt aan de financiële toestand van de ondernemingen voor en na de overname. Er is één tabel die een grote omslag van winst naar verlies laat zien, bij VNU, van 256 miljoen euro positief in 2005 naar 302 miljoen negatief in 2006, maar hier wordt geen aandacht aan geschonken. Waarschijnlijk wegens moeilijk te verkrijgen cijfers, want door private equity overgenomen ondernemingen publiceren doorgaans geen jaarverslagen, heeft de academische research überhaupt nog weinig aandacht besteed aan schuldontwikkeling bij private equity en de invloed daarvan op de resultatenrekening. Uit het bovenstaande blijkt dat er een groot verschil in toonzetting is tussen de academische wereld, die nogal gecharmeerd is van private equity, en de journalistiek die de harde kanten ervan laat zien. Zijn beide zienswijzen overbrugbaar? Waarschijnlijk wel. Onder volledige erkenning van de positieve effecten van private equity voor het ondernemen, zoals geschetst in de preadviezen, dienen grenzen gesteld te worden aan uitwassen in de financieringsstructuur. Niet door specifieke, beperkende overheidsregulering maar door een versterkt functioneren van bestaande instituties en enkele wettelijk gefundeerde ingrepen.

Ten eerste de rol van de Raad van Commissarissen. Zowel het geciteerde preadvies van Boot en Cools als het preadvies van prof. dr. Jean Frijns en prof. dr. René Maatman benadrukken sterk de verantwoordelijkheid van de RvC in de omgang met activistische aandeelhouders en het onderhandelingsproces met private-equity-partijen; zij moeten daar in competentie en professionaliteit beter toe uitgerust worden. Dit advies dient onderstreept te worden, temeer waar het op de weg van commissarissen (en niet van het zittende management) ligt de onderhandelingen over overname van de onderneming te voeren, met inbegrip van tijdens deze onderhandelingen vast te leggen afspraken over de mate van financiering met vreemd geld waarmee de onderneming na overname zal worden belast. Het is verstandig wanneer in de berekening van de vrije kasstroom waarop de overeen te komen leverage factor wordt losgelaten, een conjuncturele buffer wordt afgetrokken. De leverage bepaalt mede de hoogte van de overnamepremie en het zittende management heeft veelal, zoals we inmiddels maar al te goed weten, belang bij een zo hoog mogelijke overnamesom, vooral als ze zelf na de overname vertrekken. Vandaar dat de Raad van Commissarissen hier het voortouw moet nemen.

Ook de Ondernemingsraad dient een expliciet oordeel te vellen, in zijn advies over de overname en de financiering, en moet dus niet alleen naar de werkgelegenheid kijken. Als de RvC en het topma-

nagement na de overname vervangen zijn is de Ondernemingsraad het enige orgaan dat oude en nieuwe belangen kan bewaken en zo de continuïteit van de onderneming kan dienen. Overwogen zou kunnen worden om de Ondernemingsraad ten aanzien van een voorstel tot uitkering van een superdividend ter financiering van een overname (alleen in dit geval) instemmingsrecht te geven, in plaats van het huidige adviesrecht. Dat draait de rollen om bij de Ondernemingskamer, waar veel voor te zeggen is.

Ten slotte de rijksoverheid. Allereerst de belastingwetgeving. Het verdient aanbeveling de aftrekbaarheid van rente op leningen aangegaan voor overnamefinancieringen te heroverwegen. Dit is urgent. Het betreft een voor de fiscus bekende problematiek, die ook bij *intercompany*-leningen gespeeld heeft. Zoals uit de, overigens nog schaarse, gegevens blijkt is hier groot geld mee gemoeid. Een beperking van aftrekbaarheid zou wel eens een effectieve rem op overmatige financiering met vreemd geld kunnen betekenen. Voorts ware te overwegen het wettelijk mogelijk te maken, dat beleggers in genoteerde obligatieleningen die geen opzeggingsgrond vanwege *change of ownership* kennen, nochtans terugbetaling kunnen vorderen in zo'n situatie. Dit zal de herfinancieringsopgave voor de overnemende partij verzwaren, hetgeen de leverage eveneens zal matigen.

Het is te betreuren dat de minister van Financiën, op inspraak van academici, het standpunt heeft ingenomen dat private equity in Nederland nog slechts een klein verschijnsel is en bovendien iets dat alleen maar is toe te juichen; en dat er dus geen ingrepen nodig zijn. Het moge duidelijk zijn dat juichkreten geuit moeten worden door stevig functionerende raden van commissarissen en ondernemingsraden, maar ook dat de spelregels verbetering verdienen door enkele maatregelen in de belasting- en wetgevingssfeer.

DICK VAN WENSVEEN

Emeritus hoogleraar Financiële Instellingen aan de UvA en RSM