

## **Zeebel dreigt voor private equity (opinie artikel in Het Financieele Dagblad)**

23 juli 2007 - *Private equity-fondsen renderen onvoldoende. Vrees dus een hype die even vervelend eindigt als die rond e-commerce.*

Over de maatschappelijke effecten en de wijze waarop private equity een al dan niet gunstige bijdrage levert aan de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt, is intussen veel gezegd. Min of meer impliciet wordt daarbij aangenomen dat deze investeerders 'woekerrendementen' realiseren, wat het succes van dit beleggingstype zou moeten verklaren.

Nu zijn de meeste private equity-fondsen vrij sober in hun externe informatieverstrekking. De European Venture Capital Association (Evca), een brancheorganisatie van private equity-fondsen, geeft enig inzicht. Zij rapporteert een langjarig gemiddeld nettorendement (IRR) van 10,3 procent. Dit rendement ligt marginaal hoger dan de S&P 500, en hoger dan de meeste Europese indices.

Ook onafhankelijk academisch onderzoek is beschikbaar. Zo rapporteren bijvoorbeeld Phalippou en Gottschalg (UvA, 2006) dat over een lange termijn genomen gemiddelde nettojaarrendementen van private equity 3 à 4 procent onder de S&P 500-index liggen.

De cijfers van de Evca en het academische onderzoek tonen resultaten die lager zijn dan wat een groot deel van het publiek verwacht. Voor zover er al over individuele investeringen publieke informatie bekend is, betreft dit doorgaans brutorendementen en niet de uiteindelijke verdiensten voor de investeerder in het fonds. Het verschil bestaat uit de kosten van transactie en het fondsmanagement. Bij zowel de koop- als verkooptransactie wordt een peloton goed betaalde advocaten, adviseurs en bankiers ingezet. En gedurende de tijd dat de investering loopt, worden bonussen in de vorm van prestatiegerelateerde beloning en/of bijzondere aandelen voor fondsbeheerders en andere key stakeholders uitgekeerd. Deze kosten nemen een hap van grofweg 3 procent per jaar uit het brutorendement op transacties.

Het is niet eenvoudig een complete representatieve set data samen te stellen. Fondsen hebben soms een levensduur van enkele jaren, en de beschikbaarheid van gegevens is beperkt. Deze samenstelling kan volgens onderzoekers het gemiddelde rendement echter wel met ruim 1 procent vertekenen.

Bij het berekenen van een gemiddeld rendement zou uitgegaan moeten worden van de feitelijke kapitaalstromen van en naar investeerders in het fonds. Verder tellen, indien het toegezegd kapitaal als wegingsfactor wordt toegepast, recente megafondsen - die nog weinig gepresteerd hebben - onevenredig sterk mee. De impact hiervan is ruim 1 procent rendement op jaarbasis.

Ten slotte bepaalt de wijze waarop de zogeheten 'living deads', tegenvallende, nog niet geliquideerde investeringen, worden behandeld in belangrijke mate het gemiddelde rendement. De succesvolle investeringen zijn doorgaans snel terugverdiend. Na een exit is exact te bepalen wat er verdiend is. Méér arbitrair is de waardering van tegenvallende investeringen, of transfers van investeringen tussen fondsen onderling. De afwaardering van niet succesvolle investeringen ligt gevoelig,

en uit onderzoek blijkt dat het ontbreken van winstperspectief en de vertraagde cash-uitkering aan investeerders in het verleden niet ten volle werden doorberekend. In onderzoeken wordt deze factor becijferd op circa 1 procent rendement.

Bovenstaande gegevens houden geen rekening met de kosten aan de zijde van de belegger in het fonds. Voor die investeerder is het doorgaans goedkoper een pakket op publieke markten genoteerde

beleggingen te beheren dan een investering in private equity. Zulke additionele beheer- en transactiekosten zijn nog niet ingecalculleerd in de vergelijking tussen private equity en de marktindex.

Ten slotte dient nog de vraag gesteld te worden of vergelijking van private equity met de S&P 500-index wel realistisch is. Als we moeten concluderen dat het gemiddelde risicoprofiel van private equity hoger is dan dat van het gemiddelde beursaandeel, zou het van private equity te eisen rendement juist hoger moeten liggen dan de indices aangeven.

Sterk stijgende rente en kosten enerzijds en onderlinge competitie om de meest lucratieve en omvangrijke deals anderzijds zetten het rendement van private equity voor de nabije toekomst onder druk. De 'triple play' van grootbanken is dan interessant. Ze vormen de belangrijkste investeerders in private equity, ze faciliteren transacties met scherpe financieringen en ze spelen een lucratieve adviserende hoofdrol bij deals.

Het is te hopen dat onze pensioenfondsen en overige investeerders in private equity even activistisch zijn als de managers van de fondsen waarin ze beleggen. De gevolgen van het barsten van de hype rondom investeringen in e-commerce waren echter van dien aard dat ook nu zorg gerechtvaardigd lijkt.

Ir Arjen Sparrius RV is bestuurslid van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) en algemeen directeur Business Value bv te Rotterdam.

Copyright (c) 2007 Het Financieele Dagblad