

# WAARDERING VAN PRIVATE EQUITY

## Stemt de aandeelhouder nog met zijn voeten ?

Door: Arjen Sparrius

**Dit artikel karakteriseert de actuele Fusie & Overname markt, en met name de rol die Private Equity daarin speelt. De auteur is Register Valuator, en lid van de vereniging Nederlands Instituut voor Register Valuators.**

De klassieke indeling van overnametransacties maakt een onderscheid tussen de zogenoemde Strategische Kopers, Financiële Kopers en Management (MBO en MBI). De impliciete veronderstelling van een verkoper daarbij is dat van links naar rechts de realiseerbare prijs voor de onderneming afneemt. Deze conclusie lijkt echter achterhaald.

In de praktijk zien we in toenemende mate dat Private Equity, al dan niet via een MBO of MBI doch meestal samenwerkend met het management, in staat is een hoger bod op tafel te leggen dan de traditionele strategische kopers. Hoe kan dat? Ontstaat hier de opvolger van de internet-bubble, met massieve investeringen in 'overpriced business' ? Of is Private Equity eenvoudigweg in staat om meer waarde te creëren?

### Soorten koper

- Strategische koper
  - Uit dezelfde branche (concurrent eruit, schaalgrootte, complementariteit)
  - Uit andere branche, met kapitalisatie op markt, technologie of productiekolom
- Financiële koper
  - Value adding private equity
    - Recovery
    - Turn-Around
    - Buy & build
    - Branche expertise
  - Beleggende private equity
    - Hands-off, doch doorgaans met specifieke activiteiten en risicoprofiel
- Management als koper
  - MBO
  - MBI
- Beursgang  
Vaak komen combinaties voor. Met name het management is vaak op enige wijze betrokken.

### Het creëren van waarde

In essentie is de creatie van waarde een samenspel tussen de linker en rechterzijde van de balans. Ter linker zijde wordt een business plan bedacht en uitgevoerd, wordt daartoe vast actief en werkkapitaal ingezet, en worden operationele risico's genomen om cashflows te genereren. Ter rechter zijde van de balans worden de activiteiten gefinancierd en de risico's verdeeld tussen de verschaffers van vreemd en eigen vermogen. De waarde van de onderneming voor de verschaffers van het eigen vermogen is de contante waarde van de verwachte vrije cashflows uit operaties, verminderd met de economische waarde van het vreemd vermogen.

Ondernemingsbalans op basis van economische waarde	
Activa	Passiva
Netto contante waarde van 'Free Cash Flow'	Marktwaarde van schulden
Netto contante waarde van tax shield op schuld	Marktwaarde van eigen vermogen

Als Private Equity meer waarde kan creëren dan het traditionele ownership van ondernemingen, dan zullen we de bron van dergelijke waardecreatie moeten zoeken in de cashflow, het ondernemersrisico of in andere factoren die de vermogenskosten beïnvloeden.

### Risico

Ondernemingsactiviteiten worden gekenmerkt door risico. De markt waarin de onderneming opereert, overheidsingrijpen, technologie, concurrentie, reputatie van het management, onderlinge afhankelijkheden tussen leveranciers en klanten, zijn allemaal aspecten waarin het operationele ondernemingsrisico zich kan profileren. Het is aan de directie om deze risico's te managen.

Ook de aandeelhouder tracht zijn risico's te managen. Zijn management bestaat uit beïnvloeding van de beslissingen van de directie, en uit diversificatie op basis van zijn informatie en perceptie van de te verwachten risico's en rendementen. De in de 'Modern Portfolio Theory' bedoelde aandeelhouder werkt voornamelijk met zijn voeten: hij is continue bezig met het aanpassen van zijn investeringsportfolio op basis van zijn meest actuele inzichten in risico en rendement van elk van zijn investeringsopties.

Directies van beursgenoteerde ondernemingen hebben een relatief grote autonomie ten opzicht van hun individuele aandeelhouders. Recente ontwikkelingen op het gebied van corporate governance ten spijt, hebben de meeste aandeelhouders niet veel méér keuze dan hun stukken te verkopen indien ze het management een richting zien kiezen waarin zij geen vertrouwen hebben. Situaties als in het najaar 2005 optraden bij VNU rondom de voorgenomen overname van IMS Health, waarbij (minderheids)aandeelhouders steeds luider en publieker hun misnoegen kenbaar maakten, zijn in opkomst, maar nog altijd vrij gebruikelijk.

Voor private equity ligt de situatie anders. Op twee gebieden kunnen zij hun risico's beter managen: zij kunnen meesturen en zij beschikken over betere informatie om hun aandeelhoudersrisico in te schatten en te diversifiëren.

### **Active Ownership**

In een recente studie constateert de European Private Equity & Venture Capital Association dat de toenemende concurrentie tussen private equity funds en groeiende bedragen die via deze fondsen een investering zoeken, onder meer leidt tot hogere waarderingen van over te nemen bedrijven, en een druk om via andere wegen tot waardecreatie te komen. Dit leidt tot 'active ownership': een actieve rol in de RvC of Board, frequente gesprekken met de directie, versterking van de management reporting, en waar nodig tijdige interventie in de directie. 'Active ownership' wordt tevens gecreëerd door met het management een uitgebreide set aan doelstellingen, aandelen- en optieregelingen, en andere bonussen overeen te komen. Zowel op korte termijn als lange termijn wordt hierdoor een doelgerichtheid en betrokkenheid gecreëerd die voor beursgenoteerde bedrijven niet eenvoudig te evenaren is.

### **Stock picking**

Het tweede punt, betere informatie, begint al bij het aankoopproces. Private investors kunnen veel dieper gaan in hun analyse van de prospect en in de due dilligence voorafgaand aan de koop, dan investeerders in beursgenoteerde ondernemingen. Zoals McKinsey begin 2005 signaleerde in een uitgave onder de titel "Why some private equity firms do better than others", investeren succesvolle fondsen in kennis van de details van een potentiële acquisitie. Een gedetailleerde en rigoureuze screening van de voorgenomen overname, en een goed begrip van wat er nodig is om het "upside potential" van de deal ook effectief te verwezenlijken, is een belangrijke sleutel tot verhoging van het fondsrendement.

Vanuit de positie van de aandeelhouder, is een onderneming waarover méér informatie beschikbaar is en waarin méér bijsturing mogelijk is, minder riskant dan een onderneming die slechts informatie verstrekt en inmenging toelaat op de beperkte wijze waarop beursgenoteerde ondernemingen dit doen. Het specifieke risico van het aandeel is lager, en de mogelijkheden die risico's te diversifiëren zijn beter.

### **Illiquiditeit**

Het gemak waarmee een investering geheel of in gedeelten aangekocht en verkocht kan worden, heeft een sterke invloed op de waarde ervan. Een spaarrekening is uiteraard zeer liquide. Aandelen die vrij op de beurs verhandeld worden hebben een bepaalde mate van illiquiditeit, die weerspiegeld wordt in de transactiekosten bij aan- en verkoop, in het prijsverschil tussen bied- en laatkoersen, in de prijselasticiteit die ontstaat bij grotere handelsvolumes, alsmede in de financiële risico's die gelopen worden gedurende de tijd die verstrijkt tussen de beslissing en uitvoering van de transactie. Illiquiditeit doet dan ook meer 'pijn' naarmate de investering die het betreft een hoger risicoprofiel heeft.

Op elk van deze aspecten is Private Equity traditioneel in het nadeel. De transactiekosten voor de koop of verkoop van een onderneming zijn aanzienlijk, en significant veel hoger dan de transactiekosten op de aandelenbeurs. En ook het financiële risico in de periode tussen de beslissing om te verkopen en het kunnen realiseren van een transactie zal veel Private Investors in internetgerelateerde ondernemingen nog heugen.

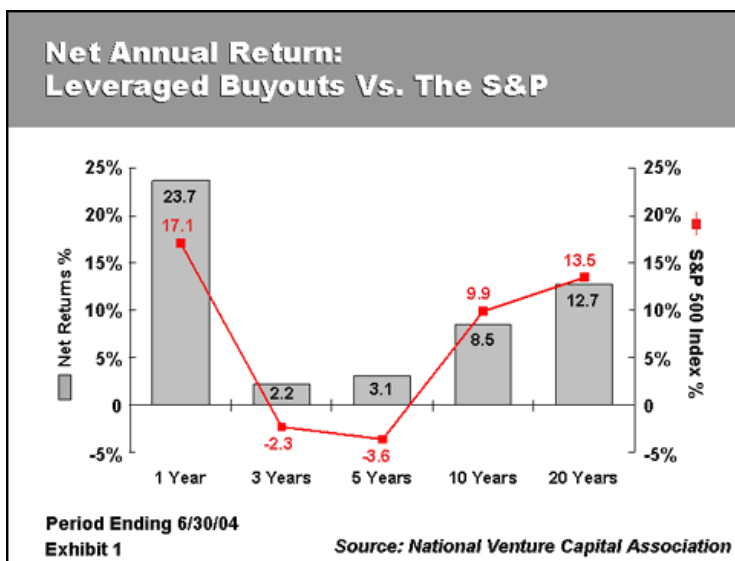
De traditionele vorm van 'liquidity' voor Private Equity is de beursgang of IPO. Sinds 2000 zijn IPO's echter niet frequent. En nog steeds blijken beurskoersen op niveaus te liggen waarop een succesvolle beurs exit even vaak voorkomt als een LBO van een beursgenoteerd bedrijf.

Volgens recente onderzoeken veroorzaakt illiquiditeit van niet ter beurse genoteerde aandelen waardereducties van 11% bij relatief stabiele ondernemingen, tot wel 80% bij early stage investments. We zien dan ook dat de rol van Private Equity met name groeit in de vermogensmarkt voor buy-outs en in de minder riskante sectoren van de economie. Sectoren als bio-tech, high-tech of seed capital groeien beduidend minder hard, mede geremd door de kosten van illiquiditeit.

De laatste jaren kunnen we zien dat de omvang, diepte, liquiditeit en professionaliteit van de internationale kapitaalmarkten groeit. Niet alleen in de 'leveraged loans' en 'mezzanine financing', maar ook in Private Equity is deze groei sterk. Als gevolg hiervan daalt de illiquidity discount van Private Equity.

### **Rendementen Private Equity**

De National Venture Capital Association publiceert rendementsgegevens over het rendement van "Leveraged Buy Outs" (LBO's) in de Verenigde Staten. Uit hun gegevens blijkt een gemiddeld rendement over de periode medio 1994 tot medio 2004 van 8.5%, ofwel 1.4% onder het niveau van de Standard & Poor's 500 public stock index over dezelfde periode. Daarentegen zijn de LBO-rendementen over relatief korte en recente periodes tot ruim 6% beter dan die van de S&P-index.



In Europa wordt door de European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) cijfers gepubliceerd waaruit blijkt dat het gemiddelde rendement op private equity voor de periode 1985 – 2004 ligt op 9.5% per jaar. In onderstaande tabel zijn deze cijfers verder opgesplitst per type private equity fund.

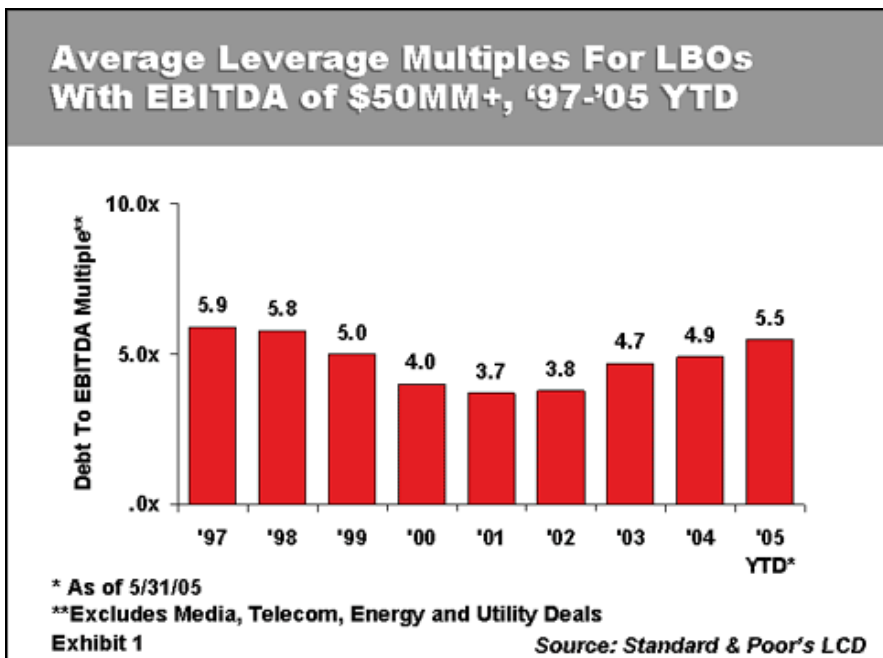
European Private Equity Performance Investment Horizon Returns as of 31 Dec 2004					
Stage	1 YR	3 YR	5 YR	10 YR	20 YR
Early Stage	-1,0	-8,8	-5,5	-0,6	0,2
Development	9,2	-5,4	-0,3	9,4	8,3
Balanced	0,5	-5,7	-0,9	10,3	8,0
All Venture	2,0	-6,6	-2,3	6,3	6,0
Buyouts	22,8	2,6	5,7	12,5	12,3
Generalist	10,6	-4,9	0,8	10,0	8,7
All Private Equity	17,7	-1,0	2,8	10,4	9,5

Source: Thomson Venture Economics  
Note: Data reflect net IRR's (net of fees and carried interest)

Mede gezien de zakelijke risico's is voor Venture Capital 6% gemiddeld over de afgelopen 20 jaar een (te) mager rendement. Voor Buyouts is het gemiddelde rendement 12.3% geweest. In de beoordeling van dit rendement moet echter ook de mate van schuldfinanciering in ogenschouw worden genomen.

### Schuldfinanciering bij Private Equity

In onderstaande grafiek van Standard & Poor's LCD wordt voor de grotere Leveraged Buy-Outs getoond hoeveel vreemd vermogen in relatie tot EBITDA wordt ingezet. Voor de eerste 5 maanden van 2005 is gemiddeld vreemd gefinancierd voor een bedrag van 5.5x de EBITDA. Dit is méér dan in de jaren 1999 tot 2002 die geplaagd werden door de nasleep van de Aziatische en Russische schulden crisis en door economische teruggang, maar nog altijd een fractie minder dan midden 90-er jaren. Uit voorlopige cijfers uit het 3<sup>e</sup> kwartaal 2005 lijkt de financiering nog verder opgelopen, tot tegen de 6x EBITDA.



Tegelijkertijd zijn de interest coverage ratio's aan het dalen, van een factor 2.4 in 2004 naar 2.0 over het 2<sup>e</sup> kwartaal 2005.

De conclusie is dat schuldfinanciering een hoog niveau bereikt heeft. Terwijl dit voor de waarde van het bedrijf niet veel méér doet dan het genereren van tax credit over een relatief gering bedrag aan rente, wordt het ondernemingsrisico afgewenteld op een klein bedrag aan eigen vermogen. Waar beursgenoteerde ondernemingen vaak niet meer dan 2 of 3 maal de EBITDA als vreemd vermogen aantrekken, zou op grond van de hoge financial leverage het gemiddeld behaalde historische rendement op LBO's beduidend hoger moeten liggen dan dat van de beursindex.

In dit licht mogen de gemiddelde rendementen op LBO's in de Verenigde Staten als onvoldoende betiteld worden, terwijl ook in Europa de rendementen te sober zijn.

### **En wat doet Public Equity ?**

Managers van beursgenoteerde ondernemingen of zelfstandige corporations klagen dat ze overpriced worden in hun pogingen om tot strategische aankopen over te gaan. Op die klacht zijn verschillende reacties mogelijk.

Waar het non-core activiteiten betreft, kunnen zij beter als verkoper aan het spel deelnemen. In dit licht is het niet vreemd dat partijen als Shell en Philips bezig zijn met grote desinvesteringprogramma's en tegelijkertijd via share-buy-back grote bedragen teruggeven aan hun aandeelhouders.

Neem bijvoorbeeld de verkoop door Shell en Bechtel van Intergen, een zelfstandige onderneming met daarin tien elektriciteitscentrales met een rendement onder Shell's gemiddelde. De kopers zijn AIG Highstar Capital II en Ontario Teachers' Pension Plan. Of deze nieuwe aandeelhouders méér waarde kunnen toevoegen dan Shell en Bechtel mag worden betwijfeld. De twee kopers zijn beleggers. Zij zien 'as most of the power from these plants is sold under long-term contracts, this investment should produce stable and long-term cash flows'. Op basis van deze stabiliteit accepteren zij minder rendement dan de aandeelhouders van het (gemiddeld) riskantere Shell, en blijken zij in staat het meest competitieve bod te doen.

Daar waar beursgenoteerde ondernemingen unieke synergiemogelijkheden hebben, kunnen ze proberen te kapitaliseren op die voordelen in deals die verder door Private Equity funds gefinancierd worden. In vormen van 'off balance sheet financing' kan dan relatief laag geprijsd vermogen aangetrokken worden, in entiteiten die strategisch gezien wel tot de onderneming blijven behoren. Een andere vorm van samenwerking is bijvoorbeeld wat Tele2 en Apax gedaan hebben door na een gezamenlijke aankoop Versatel te splitsen in een Nederlands deel waarin de strategische waarde voor Tele2 geconcentreerd is, en een Duits deel waarin die strategische waarde niet tot uitdrukking komt.

Wéér een andere vorm van samenwerking tussen Public en Private Equity betreft de rol die CVC speelt als minderheidsaandeelhouder naast de Staat bij Post Danmark en De Post (België). In deze rol is CVC verschafter van financiële middelen, maar bovenal de katalysator voor de upgrade van het management de onderneming. Terwijl de meerderheid der aandelen in handen blijft van de nationale staat, zien we hier bekende elementen terug als management- en personeelsaandelen, en specifieke afspraken met het management en medeaandeelhouders over performanceverbeteringen. Blijkbaar was CVC's proposal overtuigender dan dat van TPG, Deutsche Post en andere strategische partijen die belangstelling hadden voor de transactie.

### Conclusie

Mede door de overvloedige beschikbaarheid van laag geprijsd vreemd vermogen, lijkt Private Equity de prijs van overnames op te stuwten. Een aantal factoren rechtvaardigt een hoge waarde van bepaalde ondernemingen in handen van Private Equity. Te hoge prijzen dreigen echter te ontstaan indien de blik niet meer zuiver gericht is op de waarde die met de overname gecreëerd kan worden. Bedenk dat financiering, behoudens de tax credit op de momenteel beperkte renteniveaus, géén waarde toevoegt aan de activiteiten van de onderneming. De kunst van business valuation ligt met name in het identificeren en kwantificeren van de factoren die wél waarde toevoegen.

Indien we de ondernemingsactiviteiten enerzijds en de beleggers anderzijds als zelfstandige actoren beschouwen, dan kun je de biedingstrijd op een onderneming zien als een competitie tussen de bidders op de aspecten vermogenskosten, risicomangement en toegevoegde waarde: wie kan de meeste waarde toevoegen door synergie of verbeterde operaties, wie kan de ondernemersrisico's het beste managen, en wie 'mag' dit van zijn beleggers aan de laagste vermogenskosten doen. Pas op termijn kunnen we zien wie hierin het meest succesvol geweest is en nog actief in de strijd is. Immers, aandeelhouders stemmen nog altijd met hun voeten.



*Ir Arjen B. Sparrius RV (1962) is oprichter en directeur van Business Value bv ([www.BusinessValue.nl](http://www.BusinessValue.nl)). Na zijn studie bedrijfskunde aan de TU Eindhoven heeft hij 4 jaar gewerkt bij Coopers & Lybrand in Barcelona, en ruim 9 jaar in diverse managementfuncties bij ExxonMobil. Met het opzetten van een oliehandelsbedrijf in 2000 werd hij ondernemer. Arjen Sparrius is Register Valuator, en lid van de vereniging Nederlands Instituut voor Register Valuators.*

*Ir. A.B. Sparrius RV*

*Business Value richt zich op een goed inzicht in de waarde van ondernemingen, business plannen en investeringsvoorstellen. Vanuit deze deskundigheid worden onder meer fusies en overnames begeleid, worden zakelijke en/of juridische geschillen van een deskundig advies voorzien, en worden bedrijven ondersteund in de vorming van hun strategie.*