Sprinkhanen

Tom Groot

Nederland lijkt in de uitverkoop te worden gedaan. De zeggenschap over oer-Hollandse bedrijven verdwijnt in buitenlandse handen. Recente voorbeelden zijn ABN AMRO (wie had dat gedacht?), VNU, Vendex en zeer recent de HEMA. Hollandser dan deze laatste kan het bijna niet. Veel van deze overnames worden gedaan door private equity-fondsen, hedge fondsen en venture capitalists. Deze organisaties worden in de populaire pers veelal afgeschilderd als op kortetermijnwinst beluste investeerders die bedrijven opkopen en ze in korte tijd kaalvreten. Vervolgens trekken ze hun handen ervan af, verlaten volgevreten het strijdperk en laten het management en de overige betrokkenen in deplorabele staat achter. Het zijn kortom sprinkhanen die in figuurlijke zin al vooruitlopen op de komende klimaatverandering in Nederland. Maar klopt dit beeld wel? Volgens mij niet, alhoewel private equity-fondsen risico's introduceren die om een adequaat antwoord vragen. Arnoud Boot heeft hier in zijn column in juni ook al aandacht voor gevraagd. Daarbij wijst hij op enkele belangrijke gevaren. De vorige uitgave van het MAB was zelfs grotendeels aan deze problematiek gewijd. Ik probeer in deze column een stap verder door na te gaan wat we hier aan zouden kunnen doen.

Toezicht

Private equity-fondsen maken een onstuitbare opmars in de kapitaalmarkten. In 2006 hebben private equity-bedrijven voor 700 miljard dollar aan deals gedaan, twee keer zoveel als in 2005 en twintig keer zoveel als in 1996. Ook in Nederland is dit te merken: het afge-

lopen jaar hebben drie private equity-fondsen (Conversus Capital, KKR, Apollo en Doughty Hanson) een notering in Amsterdam aangevraagd met een gezamenlijk vermogen van een kleine 10 miljard euro. De ongeveer 10.000 hedgefondsen die wereldwijd actief zijn beheren naar schatting een slordige 1.300 miljard dollar. Vorig jaar stroomde nog het records bedrag van 126 miljard aan nieuw geld naar deze fondsen. Het is het effect van grotere internationale mobiliteit van kapitaal en toegankelijkheid van financiële markten. Private equity-fondsen blijken een goed middel om kapitaalstromen op gang te brengen. Zij houden als activistische aandeelhouder bovendien het management van ondernemingen bij de les, en leveren door hun snelle reacties op over- en onderpresterende ondernemingen ook een bijdrage aan het beter functioneren van de economie. Waarom worden deze bedrijven dan toch vergeleken met sprinkhanen? En waarom zeggen zoveel managers, beleidsmakers en politici dat deze bedrijven een plaag voor het bedrijfsleven zijn? Naar mijn indruk komt dat door de keerzijde van de het rendement dat deze bedrijven maken, namelijk die van het risico. Veel hedgefondsen maken voor het opbouwen van hun financiële posities gebruik van financiële instrumenten. Een bekend voorbeeld hiervan vormen de zogenaamde *credit default swaps*: dit zijn verzekeringspolissen op junk obligaties. In ruil voor de ontvangen premie staat het hedgefonds in voor uitbetaling van de gehele nominale waarde van de obligatie als het bedrijf dat de obligatie heeft uitgegeven niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen. Op dit moment is dat een redelijk gemakkelijke manier van geld verdienen, maar wat gebeurt er met het financiële systeem als er een recessie intreedt en er een golf van faillissementen over het land spoelt? Een ander risico betreft de financiering van overnames: veel private equity-fondsen werken met een hefboom van schulden, waardoor de winst op hun eigen vermogen wordt vermenigvuldigd. Maar wat gebeurt er als de kapitaalrente gaat stijgen of als we met zijn allen in een recessie terechtkomen? Gaat de hefboom dan als een verliesvermenigvuldiger werken? En hoe pakt dat dan uit voor de stabiliteit van het financiële systeem?

Prof. dr. T.L.C.M. Groot is hoogleraar Management Accounting aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Op de top van de G8-ministers van financiën in februari dit jaar in het Duitse Essen is het toezicht op private equity-fondsen diepgaand besproken, maar dit gesprek heeft geen concreet resultaat opgeleverd. Het lijkt me dat meer tempo gewenst is en dat internationaal publiek toezicht op met name de risico's van private equity-fondsen noodzakelijk is: vrijhavens als de Kaaimaneilanden, de Bahama's en Bermuda zouden eigenlijk al niet meer moeten bestaan.

Bedrijfsbestuur

Bij nadere beschouwing lijkt het beeld van de leegplunderende sprinkhaan wat al te simplistisch. Immers, hoe krijgt een private equity-fonds een geplunderd bezit weer opnieuw verkocht? Hebben ze dan eigenlijk ook niet zichzelf benadeeld? Bovendien, er zijn genoeg voorbeelden waarbij PE-fondsen goed werk verrichten. Ze kopen familiebedrijven als de eigenaar geen geschikte opvolger heeft of nemen onderdelen van grote bedrijven over die er maar een beetje bijhangen. Geslaagde ingrepen zijn bijvoorbeeld Maxeda (Vendex KBB), NXP (de voormalige halfgeleidersdivisie van Philips) en de recente overname van de HEMA. De PE-fondsen zorgen voor nieuw elan, vervangen het management en zorgen voor nieuwe investeringsmiddelen. Wanneer gaat het dan fout? Naar mijn indruk begint het sprookje van PE-overname te vervagen als deze met veel risico gepaard gaat. Ook op microniveau kan risico dus tot excessen en economische verstoringen leiden. Zo komt het voor dat PE-bedrijven aan hun overnamekandidaten vergoedingen voor adviezen vragen. Een vorm van gedwongen winkelnering waarvoor menige overnamekandidaat zich in de schulden moet steken. Een goed voorbeeld hiervan is Wavin die een fee van 10 miljoen euro voor "adviezen ten tijde van de overname" moest betalen. Maar er zijn meer trucs. In sommige gevallen besluit een PE-fonds tot het "naar voren halen van toekomstige winsten" door dividendbetalingen van de overgenomen partij te vragen. Als daar nog geen winsten tegenover staan moet het geld voor deze betalingen worden geleend. Een goed voorbeeld van dit laatste is Cognis, een van Henkel gekochte dochteronderneming. De meest gebruikte truc betreft echter de financiële hefboom. Veel PE-bedrijven financieren tweederde van het aankoopbedrag met geleend geld, sommige schroeven het aandeel zelfs nog verder op. Deze schulden zorgen voor een extra renteverplichting en verschijnen op de balans van het gekochte bedrijf. Nu is dat op zichzelf nog geen reden voor paniek: vreemd vermogen wordt vaker gebruikt om het eigen vermogen beter te laten

renderen. PE-fondsen kunnen dit echter ook overdrijven, door een te grote hefboom te kiezen of te rekenen met een te korte terugverdienperiode. Dit leidt tot een enorme druk op het management van de overname om het rendement drastisch te verbeteren door bijvoorbeeld het werkkapitaal te verlagen, ingrijpende saneringen door te voeren (zoals personeel ontslaan), bedrijfsonderdelen af te stoten of onroerend goed te verkopen. In deze omstandigheden dreigen financiële constructies meer invloed op het bedrijfsbeleid te krijgen dan marktanalyses of strategisch beleid. De vraag is nu: wie is hiervoor verantwoordelijk? Naar mijn mening moeten we toch vooral naar het zittend ondernemingsbestuur kijken. Bij mijn weten is nog geen Nederlands bedrijf tegen de zin van het zittende management en commissarissen aan PE-investeers verkocht. Een belangrijk onderdeel van veel financiële constructies is ook de beloning van het management. Rijkman Groenink zal persoonlijk niet slechter worden van een overname en zo vergaat het meer bestuurders. Ik weet niet goed wat zich in overnamegesprekken afspeelt, maar ik kan me voorstellen dat managers voor duivelse dilemma's worden geplaatst. Bijvoorbeeld: het accepteren van een vrijwel onmogelijke rendementseis na overname (inclusief moeilijke ingrepen in het bedrijf) in ruil voor een riant bonusregeling die in geen verhouding staat met wat voorheen gebruikelijk was. Wat doe je dan? Naar mijn mening dient de rol van de commissarissen hier zwaar te tellen: zij zijn de enigen die in een overnameproces op tijd en voldoende geïnformeerd het zittend management kunnen helpen bij het oplossen van dit duivelse dilemma. Daarnaast is het ook goed om andere aandeelhouders de mogelijkheid te geven op de nieuwe situatie te reageren. In dat opzicht is het jammer dat de Commissie Frijns, in reactie op de activistische PE-aandeelhouders, aanbeveelt om het voor kleine aandeelhouders moeilijker te maken een onderwerp voor de aandeelhoudersvergadering te agenderen en een 'rustpauze' van 180 dagen voor het management in te lassen. Juist in deze omstandigheden lijkt het aan te bevelen dat meer aandeelhouders kunnen reageren en dat het zittend management tijdig verantwoording aflegt over de wijze waarop zij met hun duivelse dilemma's omgaan. Het gaat per slot van rekening over meer belangen dan de louter financiële. PE-fondsen zijn geen sprinkhanen, maar kunnen het wel worden. Het gaat hier, net zoals in de natuur, om een delicaat evenwicht. We hebben meer corrigerende mechanismen nodig om te voorkomen dat een sprinkhanenplaag zich zal ontwikkelen. En dat kan niet meer door het opwerpen van nieuwe beschermingsmaatregelen. ■