

De belangrijkste spelers op het gebied van private equity

2007-231

's Werelds allergrootste durfinvesteerder is de Amerikaanse Carlyle Group met een beschikbaar kapitaal van ongeveer 35 miljard dollar. Op nummer twee staat verrassend het Nederlandse Alpinvest, dat 30 miljard euro te besteden heeft. De andere grote partijen komen met name uit de VS: Kohlberg, Kravis & Roberts, KKR, Blackstone, Warburg Pincus, Goldman Sachs Capital Partners, Texas Pacific Group en Apollo Management. Paulson & Co, bekend van Ahold en Stork, komt ook uit de VS, maar is volgens durfinvesteerderebegrippen een kleinere speler.

Ook in Europa zijn aardig wat grote jongens te vinden: CVC Capital Partners, Apax Partners VK, BC Partners VK, Permira EU en de 'kleinere' investeerders Centaurus, 3i VK, Candover VK en EQT Zweden.

In Nederland spelen ABN AMRO Capital, Gilde Investment, Indofin Groep, Fortis Private Equity en NPM Capital een belangrijke rol.

De meest recente overnames in handen van private equity:

- Halfgeleiderdivisie Philips;
- VendexKBB met ketens als Hema, Bijenkorf en V&D;
- Winkelketens die VendexKBB al eerder verkocht, zoals Perry Sport, Prénatal en Kijkshop;
- Kranten- en boekenconcern PCM, uitgever van onder meer NRC Handelsblad en NRC next;
- Limburgs Dagblad en de Limburger;
- Afvalwerkingbedrijf AVR;
- Informatieleverancier VNU;
- Kabelmaatschappijen Casema, Multikabel en Essent Kabelcom;
- Verpakkingsbedrijf Kappa;
- Kunststoffabrikant Wavin;
- Oliemaatschappij Petroplus;
- Zakenbank NIBC (Den Haag).

□

EXTERNE VERSLAGGEVING

Verslaggeving en governance bij private equity

2007-232

Door: drs. P.W.A. Kasteleyn EMFC RC

Private equity staat volop in de belangstelling. Private-equityfondsen maken bij hun overnamestrategieën dankbaar gebruik van veelal transparante verslaggeving en een open governance-structuur van de 'targets'. Maar hoe is het gesteld met de verslaggeving en governance van de private-equityfondsen zelf? En wat blijft er van de transparantie van de (voormalig beursgenoteerde) ondernemingen over nadat zij zijn overgenomen door een private fonds?



Normale regels van toepassing

Net als iedere vennootschap in Nederland is een private-equityfonds verplicht een jaarrekening op te stellen en te deponeren bij de Kamer van Koophandel. Dit geldt vanzelfsprekend ook voor de ondernemingen waarin zij investeren. Toch is de transparantie van private-equityfondsen minder dan bij beursgenoteerde bedrijven. Immers de gedragsregels voor bijvoorbeeld het afgeven van een winstwaarschuwing zijn niet van toepassing. Evenmin zullen de meeste private-equityfondsen en de onderneming waarin zij investeren een uitgebreid jaarverslag maken. Bij beursgenoteerde ondernemingen is het jaarverslag meestal aanzienlijk omvangrijker dan de financiële paragraaf (de jaarrekening). Een veel geraadpleegd onderdeel in de jaarverslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen betreft de inkomens van de top. Ook hierbij kunnen private-equityfondsen terughoudend zijn.

Het bezoek van websites van private-equityfondsen levert niet altijd het gewenste inzicht (zie bijvoorbeeld <http://www.caslon.com.au/equitynote2.htm> of <http://www.private-equity.org.uk/pe-firms/pa.cfm>). Private-equityfondsen geven vaak weinig inzicht in de belangen die men heeft of in de consortia waarin men samenwerkt. Voor zover private-equityfondsen over de eigen financiën rapporteren valt het op dat het adagium 'cash is king' de boventoon voert. Er wordt melding gemaakt van gegevens zoals EBITDA, kasstromen en dividend. Informatie over bijvoorbeeld een balans of resultatenrekening is veel minder beschikbaar.

Governance anders, maar niet altijd slechter

De code Tabaksblad is van toepassing voor beursgenoteerde ondernemingen. Het geeft richtlijnen voor goed bestuur en toezicht. Als de vennootschap ook genoteerd staat aan een beurs in de Verenigde Staten geldt daarenboven de strengere wetgeving Sarbanes Oxley. Ook aan deze regels zijn private-equityfondsen niet gehouden. Overigens hoeft dit niet te betekenen dat de governance slecht geregeld is bij private equity. De (professionele) investeerders in de private-equityfondsen hechten uiteraard veel belang aan een goed toezicht zowel op deze private-equitybedrijven als op de ondernemingen waarin zij op hun beurt investeren. Veelal worden kosten nog moeite gespaard om topmensen voor de private-equitybedrijven en de ondernemingen waarin men investeert aan te trekken. Dit is ook nodig om de veelheid aan belangen goed te managen. De private-equityfondsen zijn meestal (ruim) vertegenwoordigd in de Raden van Commissarissen van de ondernemingen waarin men heeft geïnvesteerd.

De private-equityfondsen zijn meestal vertegenwoordigd in de Raden van Commissarissen van de ondernemingen waarin men heeft geïnvesteerd

Ook de institutionele investeerders in private equity hechten waarde aan een goede regelgeving en transparantie voor private-equityfondsen. Uit recent promotieonderzoek van Sofia Atiqah Johan blijkt dat investeerders minder investeren naarmate er relatief weinig regelgeving is en zullen zij meer gaan investeren bij harmonisering van de wetgeving in Nederland en Europa.

Wens tot beter inzicht

Vanuit diverse sectoren in het maatschappelijk veld bestaat behoefte aan meer inzicht en grip op private equity. De Nederlandse Bank heeft aangekondigd een scherper toezicht uit te oefenen op pensioenfondsen die investeren in private-equityfondsen. DNB-directeur Schilder heeft in februari jl. een achttal principes uitgewerkt waaraan pensioenfondsen in dit verband moeten voldoen. In het kort moeten pensioenfondsen een goed inzicht hebben in de resultaten en het risicoprofiel van de private-equityfondsen waarin zij investeren.

Bij monde van de heer Koster van de Autoriteit Financiële Markten is aangedrongen op een goed overleg tussen de toezichthouders en de grote spelers in de financiële sector. Private-equityfondsen moeten vaak grote bedragen lenen om bedrijven van de beurs te halen of te herfinancieren. Om die reden zijn banken nauw betrokken bij private-equityfondsen. Terecht stelt Koster overigens ook dat private equity geen uniek Nederlands probleem zijn. Daarom heeft AFM ook contacten met toezichthouders in Europa en de Verenigde Staten.

De vakbonden hechten ook sterk aan transparantie van private-equityfondsen. Voorzitter Van der Kolk van FNV Bondgenoten wil onder meer dat private-equityfondsen informatieplichtig worden als ze actief in Nederland zijn en dat ze meer moeten verantwoord worden bij een overname. Daarnaast vindt hij dat laakbaar gedrag van aandeelhouders harder moet worden aangepakt. Tenslotte denkt Van der Kolk aan mogelijkheden bepaalde vormen van overnames fiscaal minder aantrekkelijk te maken. Nu is de rente over het vreemd vermogen (en aandeelhoudersleningen) volledig aftrekbaar. Overnames worden veelal (ook) met veel vreemd vermogen gefinancierd. De vakbonden hebben zichzelf ten doel gesteld pensioenfondsen aan te sporen transparanter te werken en niet te investeren in de meest agressieve private-equityfondsen (en hedgefondsen).

Private equity wil ook meer transparantie

De grootste verbetering van de transparantie komt misschien wel van de private-equityfondsen zelf. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) heeft begin juni 2007 een code voor goed bestuur gemaakt. Een belangrijk doel van de code is de buitenstaander meer inzicht te geven in private equity bedrijven. Wat betreft de transparantie besteedt de code vooral aandacht in de informatievoorziening naar de eigen aandeelhouder. Over publieke transparantie zijn weinig bepalingen te vinden. Wel worden bevestigd dat de private-equityondernemingen zich aan de wet- en regelgeving moeten houden en er duidelijke afspraken moeten worden gemaakt tussen de overnemende en de overgenomen partij door middel van een managementovereenkomst. Het belangrijkste element in de code van de NVP is wellicht dat private equity ten doel heeft gemiddeld vijf jaar haar belang in het bedrijf te houden.

Ook in andere landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, werken commissies aan regels en gedragscodes voor informatie die private-equityfondsen moeten geven over zichzelf en over de bedrijven die zij in portefeuille houden. Er is ook steeds meer aandacht voor de waarderingmethodologie die passend is bij de investeringen die private-equityfondsen doen.

Private-equityfondsen lenen vaak grote bedragen. Om die reden zijn banken nauw betrokken

Een laatste andere interessante ontwikkeling betreft de beursgang van een aantal private-equityfondsen. Met name in de Verenigde Staten is een aantal grote private-equityfondsen naar de beurs gegaan. Als gevolg van de beursgang moeten zij transparanter zijn over de eigen onderneming en de bedrijven waarin zij investeren. Net als iedere andere beursgenoteerde onderneming. □

Vernieuwde gedragscode voor participatiemaatschappijen 2007-233

Door: drs. R.A.H.M. Aalbers

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) heeft onlangs een vernieuwde gedragscode voor de aangesloten participatiemaatschappijen van kracht verklaard. Met deze code brengt de NVP meer openheid in de werkwijze van de betrokken ondernemingen en wordt de professionalisering van de private equitysector gestimuleerd. De gedragscode is vastgesteld voor een proefperiode van een jaar en zal volgend jaar na evaluatie verplicht worden voor alle leden van de NVP. Na schending van de code kan roeyement volgen.



Wat zijn participatiemaatschappijen?

Participatiemaatschappijen verstrekken private equity ofwel risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, met als doel het creëren van aandeelhouderswaarde. Participatiemaatschappijen zijn betrokken aandeelhouders die op basis van een strategisch plan, opgesteld samen met het (participerend) bestuur van de onderneming, werken aan groei en het creëren van aandeelhouderswaarde. Participatiemaatschappijen investeren in begin-

sel voor een middellange termijn, gemiddeld vijf jaar. Naast kapitaal leveren zij, waar mogelijk, een belangrijke toegevoegde waarde in de vorm van strategische, financiële, fiscale en juridische expertise. Participatiemaatschappijen bedingen vaak het recht om een participatiecommissaris te benoemen.

Het vermogen dat participatiemaatschappijen beheeren wordt met name geïnvesteerd door institutionele beleggers, en in beperkte mate door corporate investeerders, vermogende particulieren en overheden. Enerzijds zijn er de zogeheten captive participatiemaatschappijen die onderdeel uitmaken van een bank of verzekeraar, en die werken met kapitaal van het moederbedrijf. Anderzijds zijn er de onafhankelijke participatiemaatschappijen, die bij beleggers fondsen werven met een beperkte looptijd (doorgaans tien jaar). Dit type participatiemaatschappijen heeft vaak meerdere fondsen onder beheer: de rendementen op fondsen uit het verleden en de reputaties van de fondsmanagers bepalen hun kansen om bij beleggers nieuwe fondsen te werven. Beleggers eisen doorgaans dat het fondsmanagement zelf ook mee investeert in de fondsen.

'Best practice'

De code is na een brede ronde consultaties opgesteld door een uitgebreide commissie onder leiding van prof. dr. Jaap van Manen, partner bij PricewaterhouseCoopers en hoogleraar Accountantscontrole bij de Rijksuniversiteit Groningen. Het resultaat is een aanvulling op de van toepassing zijnde wet- en regelgeving voor niet-beursgenoteerde ondernemingen en op de algemeen aanvaarde standaarden als verwoord in de EVCA-richtlijnen, op het gebied van ondernemingsbestuur, waardering en rapportage.

De gedragscode heeft tot doel inzicht te geven in de werkwijze van de leden van de NVP en in het soort afspraken dat zij maken met beleggers en met de in het participatieproces betrokken partijen. De gedragscode licht toe hoe zij richting beleggers, bestuur, commissarissen en overige direct betrokkenen openheid verschaft over hun doelen en plannen en op welke wijze NVP-leden bij hun handelen rekening houden met de belangen en de verantwoordelijkheden van andere belanghebbenden, in geval van een (voorgenomen) investering in een in Nederland gevestigde portefeuilleonderneming.