

# PRIVATE EQUITY: ZEGEN OF RAMP?

## EEN IMPRESSIE VAN HET CI-CONGRES

Jan Bots\*

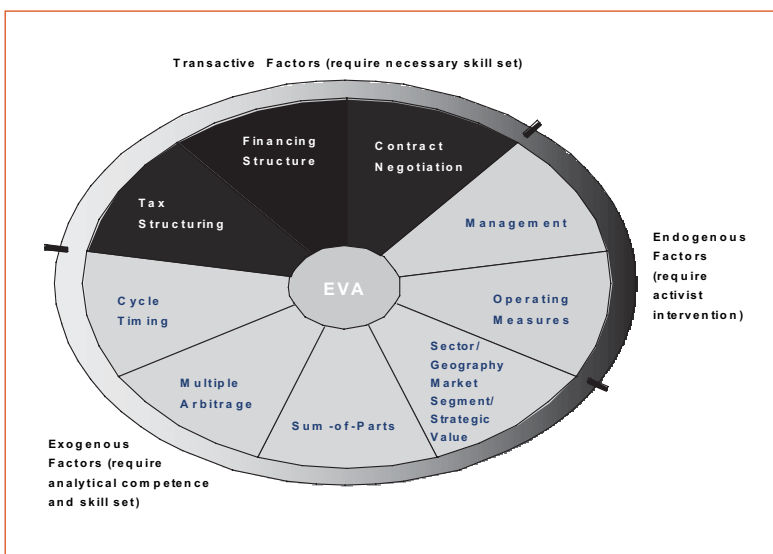
### CHALLENGING THE BUSINESS

Op woensdag 8 november vond het achtste CI-jaarcongres plaats met als thema 'Challenging the Business'. De afgelopen jaren is de aandacht binnen de financiële functie sterk gericht geweest op *compliance*, interne beheersing en het signaleren en beoordelen van risico's. Dit vloeide voort uit ontwikkelingen zoals de code Tabaksblat en de invoering van de Sarbanes-Oxley-wetgeving in Amerika. De interne beheersing, de daarmee samenhangende *compliance* en de corporate governance is bij de meeste organisaties op een hoger peil gebracht en voldoet aan de eisen. Daarom is het, mede vanwege de aantrekkende economie, tijd om extra aandacht te besteden aan ondernemerschap in de financiële functie. Om als business partner te kunnen functioneren, moet de controller financieel manager of financieel directeur over de grenzen van de onderneming heen kijken. Hij moet niet alleen de rem, maar ook het gas durven intrappen. Hoe binnen de financiële functie invulling te geven aan strategisch ondernemerschap stond daarom centraal tijdens het congres. Het congres telde 572 deelnemers: RA's-in-business en RC's. Een overheersend thema was PE. Dit stond deze dag niet voor permanente educatie maar voor *private equity*.

### PRIVATE EQUITY

De bijdrage die op het congres de toon zette was die van Thomas Pütter, CEO van Allianz Capital Partners (ACP) GmbH. Hij betoogde dat naast de aandelenmarkt drie soorten partijen financieel participeren in bedrijven: *hedge funds*, *venture capitalists* en private equity-fondsen (PE-fondsen). Hedge funds hebben een kortetermijnperspectief en zijn gericht op het snel verhandelen van eigendomsrechten. In het uiterste geval koopt een hedge fund een bedrijf waarvan al tevoren bepaald is hoe het opgesplitst wordt en aan wie de afzonderlijke onderdelen verkocht worden. Venture capitalists richten zich op de *start-up*- en *first stage*-financiering van nieuwe bedrijven. Zij blijven meestal deelnemen in het bedrijf totdat de grootste onzekerheden over het succes van het nieuwe bedrijf verdwenen zijn. De waarde is dan aanzienlijk gestegen hetgeen de venture capitalist een interessante winst oplevert. Het aantal succesvolle start-ups is echter beperkt, hetgeen de winst weer beperkt. PE-fondsen richten zich op bedrijven die *under-performen*, die moeilijk toegang hebben tot de kapitaalmarkt of waar het management financieringsmogelijkheden zoeken voor een verzelfstandiging. Het initiatief kan dus zowel uitgaan van het PE-fonds als van het bedrijf waarin wordt geparticipeerd.

Alvorens tot een participatie over te gaan beoordelen PE-fondsen en ACP in het bijzonder, drie groepen factoren: transactiefactoren, omgevingsfactoren en bedrijfseigen factoren (zie Figuur 1). De transactiefactoren betreffen de financieringsstructuur (bijvoorbeeld de verhouding eigen/vreemd vermogen), de belastingstructuur en de mogelijkheden die de contractonderhandelingen kunnen bieden. Ten aanzien van de transactiefactoren gaat het PE-fonds om het diagnosticeren van de situatie en het inschatten van het verbeterpotentieel. Bij omgevingsfactoren gaat het om zaken als de gevoeligheid voor economische cycli, de aard van de cycli en de meerwaarde in de portefeuille. De omgevingsfactoren zijn nauwelijks te beïnvloeden. Het vergt daarom een goede analyse van het PE-fonds om de kansen en bedreigingen die voortvloeien uit de omgeving in te schatten. Bedrijfseigen factoren betreffen de kwaliteit van het management en de performance. Ook hierbij gaat het om het stellen van de diagnose en om het inschatten van het verbeterpotentieel. De bedrijfseigen factoren kan het PE fonds sterk beïnvloeden. Op dit punt houdt ACP zich intensief bezig met de participaties.



Figuur 1. transactiefactoren, omgevingsfactoren en bedrijfseigen factoren

\* Prof.dr.ir. J.M. Bots, NIVRA-Nyenrode.

Het rendement van PE-fondsen varieert zeer: de fondsen behorend tot de top 10% hebben een rendement dat viermaal zo hoog is als een gemiddeld PE-fonds. Het gemiddelde fonds heeft een rendement dat in dezelfde orde van grootte ligt als dat van de beursindex.

Na verwerving richt ACP zich op drie zaken: financiële structurering (de structuur van de financiering, de financiering zelf, de tax-structuur en eventueel de financiering voor innovatie of groei), intensiveren van de bedrijfsvoering (beoordelen en – indien nodig – selecteren van management, opzetten van een stevige prestatiegerichtheid in de beloning, *best practice*-bedrijfsvoering via *benchmarking*) en het betonen van een grote betrokkenheid van ACP ('7 dagen per week, 24 uur per dag zijn wij aanspreekbaar voor ondersteuning bij problemen of in geval dat zich interessante mogelijkheden voordoen'). Het doel is uiteindelijk om de financial performance van het bedrijf waarin wordt geparticipeerd naar een structureel hoger niveau te brengen. Er wordt daartoe met opzet aanzienlijke druk op het bedrijf gezet en dan vooral op het management.

Citaat:

"True value creation is nothing more and nothing less than the implementation of best practice operating measures and risk controlling/reducing initiatives coupled with optimal financial structuring."

De CFO speelt een sleutelrol in de overgangssituatie naar de participatie door het PE-fonds. De CFO moet de operationele KPI's vertalen in financiële KPI's, het gewenste risico profiel bepalen en bewaken, is verantwoordelijk voor een optimale verhouding eigen/vreemd vermogen, moet procedures ten behoeve van transparantie en duurzaamheid opzetten en moet de overgang van de oude naar de nieuwe situatie verzorgen (veranderde accounting-standaarden, overgang naar een transparantere rapportage).

## ASML

Dikwijls heeft het management van een bedrijf het zelf in de hand of het bedrijf als 'interessant object' geldt voor een PE-bedrijf. Under-performing en het ontbreken van toegang tot kapitaal zijn meestal de reden voor PE-bedrijven om in te stappen. En als private equity aan boord is, dan is de betrokkenheid bij het bedrijf groot en levert het management aan keuzevrijheid in. Een voorbeeld van een bedrijf dat juist heel sterk zijn eigen lot bepaalt is ASML. Peter Wennink, CFO van ASML, lichtte dat op het congres toe. Enkele kerncijfers van ASML: omzet € 3,5 miljard, een marktaandeel van meer dan 60%, een operationele winstmarge van 25% en een nettowinstmarge van 18%. De doelstellingen liggen ook hoog: een omzet van € 5 miljard voor 2010, top-level financial performance, leiderschap in technologie, doorlooptijd en kosten, het leveren van de hoogste toegevoegde waarde aan de klant. De top-level financial performance wordt afgemeten aan

de *return on invested capital* (ROIC). Dit wordt bereikt door aandacht te geven aan liquiditeit, aan investeringen en aan transparantie van de processen en bekendheid van de strategie bij de medewerkers opdat zij de juiste beslissingen kunnen nemen.

ASML heeft een zodanige performance dat een PE-fonds weinig toe kan voegen.

Bij dit alles vervullen de controllers een belangrijke functie. Zij hebben twee rollen: business partner en control partner. Onafhankelijkheid van geest is essentieel voor controllers om evenwicht te houden tussen beide rollen. De kwaliteit van de controllers is daarmee meer dan ooit van belang. *Controllers drive the business forward.*

## ANDERE SPREKERS

Prof.dr. John Roberts van Stanford University behandelde in zijn lezing getiteld 'Organizing for profitable growth' de afstemming op elkaar van 'growth' en 'performance'. Hij lardeerde zijn lezing met vele voorbeelden van goed presterende bedrijven. Elders in dit nummer van MCA treft u een interview met hem aan. Toen ik hem tijdens de discussie in de middag vroeg of het meest succesvolle bedrijf door participatie van een PE-fonds tot die hoge performance was gekomen, zei Roberts dat het management vanuit zichzelf en door de incentives gedreven werd en niet door een PE-fonds.

Als slotspreker aan het einde van een lange dag bleek Wouter de Vries (VU) prima in staat om iedereen wakker te houden met zijn college. Zijn boodschap: als je zelf niet weet waar je goed in bent, dan leidt dat tot ongedifferentieerde klanten. De kans is dan groot dat je eigen sterke punten niet dezelfde zijn als die waar de klant belang aan hecht. Dat leidt dan gemakkelijk tot teleurstelling bij de klant. Als je wel weet waar je goed in bent en als je dat communiceert, dan is de kans groot dat je die klanten aantrekt die juist die sterke punten zoeken. Die sterke punten worden dan ook gewaardeerd waarmee je als bedrijf wordt gewaardeerd.

## CONCLUSIES

Under-performance en onvoldoende toegang tot de kapitaalmarkt zijn de belangrijkste redenen voor PE-fondsen om te participeren in een bedrijf. Het management van publiek gefinancierde bedrijven kan zelf de komst van een PE-fonds beïnvloeden: under-performen leidt tot attentie van PE-fondsen.

Naar aanleiding van het congres zou ik willen concluderen dat het antwoord op de vraag of private equity geldt als zegen of als ramp, afhangt van de omstandigheden van het bedrijf waar het PE-fonds zich op richt, van de perceptie van het management en medewerkers van desbetreffend bedrijf en van het PE-fonds zelf. Omdat het PE-fonds meestal verbintenis aangaat voor de langere termijn,

lopen de belangen op zijn minst in zekere mate parallel met die van andere belanghebbenden. Een belangrijke vraag is of de financial performance duurzaam gehandhaafd kan worden. Anders gezegd: is er sprake van een zodanig oppompen van de financial performance (bijvoorbeeld ten koste van innovatie en creativiteit) dat deze na de desinvestering door het PE-bedrijf 'vanzelf' terugvalt naar een lager niveau, of is de performance op een blijvend hoog niveau gebracht?

Het congres illustreerde dat financiering een steeds belangrijker deel van het werk van de CFO uitmaakt. Dit sluit goed aan op het feit dat de opleidingen dit voorjaar geaccrediteerd zijn als *Executive Master in Finance and Control*. De verzwaring van het finance-deel van de opleiding waartoe dat geleid heeft, is alleszins te begrijpen.

## SFEER

Het CI-jaarcongres had een relevant thema met goede sprekers en een inhoudelijk deskundige dagvoorzitter, Marleen Janssen Groesbeek, redacteur van het *Financieele Dagblad*. Het CI-jaarcongres heeft zich in de loop der jaren ontwikkeld tot een event van betekenis met dit jaar ruim 550 deelnemers. Er vinden masterclasses (workshops) plaats in de middag, waarbij het dit jaar opviel dat de workshops waarin aandacht was voor de *soft skills*, het beste werden bezocht. Bij één van deze workshops moesten de deelnemers ook zelf werken aan de soft skills door met elkaar in debat te gaan. Daarnaast biedt het congres de mogelijkheid tot netwerken, wordt de VRC-scriptieprijs uitgereikt en kunnen mensen het congres ook gebruiken om voor, tijdens of na het congres met elkaar af te spreken om zaken door te nemen. Zo vergaderde bijvoorbeeld de redactie van MCA voorafgaand aan het congres. Het congres levert tegenwoordig bovendien punten op voor de permanente educatie: Kortom: deelname aan het jaarcongres blijft een aanrader.



Ellen is in dienst van Control Finance en beweegt zich van de ene interim klus naar de andere. Zij heeft na haar HEAO postdoctoraal de RA opleiding gevolgd aan de VU. Bezig met haar vierde opdracht binnen de holding van een Amerikaanse zakenbank. Ellen wil zich uiteindelijk meer richting **verslaggeving** ontwikkelen. Samen met Control Finance stippelde zij hiervoor een pad uit en binnenkort staat al de eerste IFRS module op het programma.

Benieuwd wat Control Finance voor jou als financieel professional te bieden heeft? Bel met Jessica Roelfsema: 06 26 08 28 33 of kijk op [www.control.nl/vacatures](http://www.control.nl/vacatures)



## Ellen Holscher (29)

**CONTROL.FINANCE**  
powered by people

