

De waardevolle functie van private equity

Interview met prof. dr. Mary Pieterse-Bloem door Henri Slob en Julian Simonse,
werkzaam bij Erasmus Institute for Business Economics

Gepubliceerd op: 18-12-2019. © 2019, Erasmus Institute for Business Economics

Mary Pieterse-Bloem is Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO Private Banking en tevens bijzonder hoogleraar Financiële Markten aan de Erasmus School of Economics (ESE). Naar aanleiding van een artikel in *The Economist* getiteld 'Why private equity appeals' is onderstaand interview tot stand gekomen. In het voornoemde artikel worden mogelijke verklaringen gegeven voor de blijvende aantrekkingskracht van private equity als investeringsvehikel voor vermogende partijen.

In het artikel van *The Economist* wordt verwezen naar *smooth returns* als mogelijke oorzaak voor de aantrekkingskracht van private equity. Kunt u ons vertellen waarom *smooth returns* zo aantrekkelijk zouden zijn?

Ik weet niet of *smooth returns* aantrekkelijk zijn, maar het is wel een onderdeel van private equity. Je kunt namelijk lastig de waarderingen vaststellen van de bedrijven waarin je investeert. Deze bedrijven zijn vaak startups in het geval van *venture capital* en ze zijn niet beursgenoteerd. Wanneer je als PE-investeerder in een startup investeert, dat bijvoorbeeld een biotechnologisch apparaat probeert te ontwikkelen, weet je pas een aantal jaren later wat je rendement is. Je ziet namelijk pas aan het einde van het R&D-traject of het product uiteindelijk wel of niet lukt. In de tussenliggende periode van ontwikkeling wordt er een soort waarde aan het product opgehangen en die waarde is de verwachte return. Dit is meer een *art* dan een *science*. Omdat die waarde van de metriek niet verandert van jaar op jaar, vanwege de fictieve waarde, krijg je een *smooth* verloop op de *returns*. Je hebt een redelijk lange investeringsperiode van 7-8 jaar en je weet pas aan het einde van de cyclus, bij de verkoop van je belang of bij de beursgang, wat de daadwerkelijk waarde is. Dit kan behoorlijk afwijken van de fictieve waarde.

Kent u nog andere voordelen van PE boven stock/bond markets? Dus buiten de 'smooth returns' en de 'liberale omgang met aantrekking van schuld' die in het artikel van *The Economist* aan bod komen.

Vanuit de investeerder gedacht is een voordeel van PE dat je een hele andere soort exposure krijgt dan bij een beursgenoteerd aandeel. Deze volwassen bedrijven zitten in hele andere levensfasen. Bij PE heb je daarnaast een sterke hang naar allerlei specifieke sectoren. Ook is het echt ondernemerskapitaal wat je inzet, meestal aangevuld met schuldkapitaal. In een PE-investering zie je dat ondernemerschap terug doordat de investeerder betrokken is bij de ontwikkeling van het bedrijf via bijvoorbeeld managementposities. De gemiddelde R&D'er is vaak niet de beste ondernemer,

maar is wel een goede wetenschapper. Hier kan de PE-investeerder met kennis van bedrijfszaken bij helpen, namelijk door hulp te bieden bij managementzaken en er zo voor te zorgen dat een bedrijf goed gaat lopen. PE wordt vaak in kwaad daglicht gesteld, maar het vervult dus juist een hele waardevolle functie.

De lofzang op hoge winsten die behaald worden door private equity komt regelmatig naar voren als voordeel. Er zijn echter wellicht ook donkere kanten aan de gekozen benadering van kopen en binnen een vastgestelde, relatief korte termijn (4-7 jaar) winstgevend maken zodat er met winst verkocht kan worden.

Het nadeel van PE is dat wanneer je investeert in tien bedrijven de kans groot is dat er negen kapotgaan en één de ster wordt. Dit is een beetje het spelletje bij PE-investeringen. Niet elke uitvinding is commercieel levensvatbaar. Als een PE-investeerder zijn werk goed doet, zou het bedrijf nog lang door moeten gaan. Ook de PE-investeerder maakt wel eens verkeerde inschattingen, en verliest daarmee dan ook direct zijn geld. De investeerder kan denken dat een bedrijf levensvatbaar is of dat een bepaalde strategie het bedrijf ten goede komt, terwijl dit in werkelijkheid niet het geval hoeft te zijn. Het belang van de PE-investeerder en het bedrijf zijn daardoor wel hetzelfde, namelijk zorgen voor een levensvatbaar bedrijf. Het doen van PE-investeringen is geen charitatieve instelling en is heel risicovol, wat uiteindelijk wel gepaard kan gaan met een hoge return. Het zijn in dat opzicht absoluut geen staatsobligaties.

Er wordt vaak kritisch gesproken over PE, want het zouden haviken zijn die op winst uit zijn. Wat zijn volgens u de goede kanten van deze industrie?

Ook de PE-investeerder heeft er belang bij dat het bedrijf op eigen benen moet komen te staan. De PE-investeerder moet daarom de samenwerking zoeken met degene die het product ontwikkelt. Dit is een positieve kant die je niet overal terugziet binnen de markten van investeren.

Ziet u verschil tussen PE en institutionele beleggers qua gerichtheid op maatschappelijke verandering met brede impact?

Tekst Binnen de PE zijn niet veel bedrijven gericht op maatschappelijke verandering. Ik ken wel één bedrijf, waarbij duurzame doelen de boventoon voeren. Alleen in deze tak van sport verwacht ik dat de duurzaamheid niet de boventoon gaat voeren. Toch kan ik me voorstellen dat wanneer vanuit de maatschappij hier geld op te verdienen valt, dit de PE-investeerder wel zal stimuleren om te investeren in bedrijven die zich richten op duurzaamheid. Een voorbeeld hiervan zijn de elektrische auto's. Zodra de overheid als doel stelt dat auto's elektrisch moeten zijn binnen tien jaar en er is ineens een

nijpend tekort aan elektrische auto's dan kan ik me voorstellen dat de PE-investeerder zich richt op bedrijven die in deze vraag voorzien. Deze wil hiermee niet per se bijdragen aan dat duurzame doel, maar doet dit omdat daar geld in te verdienen valt. Bedrijven gaan wel meer rekening houden met duurzaamheid in hun businessmodel, waardoor de PE-industrie hier wel in mee zal gaan. Toch zullen de duurzame doelen niet snel de financiële doelen overstijgen. De kans is wel groot dat als de duurzame doelen het doel dienen van het kunnen maken van rendement, dat de PE-investeerder daarin mee zal gaan.

Maatschappelijke impact is belangrijker bij beursgenoteerde aandelen, omdat je daar meer beschikbare data hebt. Dan kun je per sector gaan kijken en daar kan je uiteindelijk je portefeuille naar gaan inrichten. Dat wordt daar op grote schaal gedaan. Dat kan PE niet doen, want deze data is nog niet beschikbaar bij kleine startups. Zij kunnen wel kiezen om in bepaalde bedrijfsactiviteiten wel of juist niet te investeren. In het duurzame bereik heb je drie smaken: je sluit dingen uit (exclusions), je verschuift je portefeuille naar duurzame bedrijven in de sector (inclusions) of je investeert in bedrijven, waarin het groene aspect echt de boventoon voert ten opzichte van de financiële returns (impact).

Uit een artikel uit het FD (29 april 2019) kwam naar voren dat de PE-investeerder gedisciplineerd belegt en niet vastzit aan het snel binnenhalen van de investeringen. Zit daarin nog verschil tussen landen?

Partijen vanuit het buitenland zullen hier niet snel investeren, maar onze PE-fondsen wel sneller in het buitenland. Er is wel wat sprake van *homebias*, maar de markt is wel aardig mondiaal. De tendens die beschreven wordt is op mondiaal niveau te zien. Je kunt dan kijken wat het koersverloop is geweest van beursgenoteerde aandelen. Dan valt te zien dat deze behoorlijk gestegen zijn. Daarin profiteert en beweegt PE ook mee. Wat dan ook beschreven wordt is dat grote beleggers steeds liever zullen willen investeren in PE. Investeringsfondsen (pensioenfondsen en verzekeraars) investeerden vaak al wel een gedeelte in PE, maar bij banken, waar met geld van particuliere beleggers belegd wordt, gebeurt dat niet snel. Dit vanwege het feit dat er een hoge inleg nodig is en je beleggers nodig hebt die bereid zijn langere tijd niet naar het geld om te willen kijken. Je kan het geld niet zomaar terughalen, omdat het nodig is voor iets anders en dat maakt het minder geschikt voor particuliere beleggers. ABN AMBRO heeft nu wel een platform opgezet voor de wat grotere beleggers zodat deze mee kunnen genieten van het beleggen in PE. Hiermee vergroot je dan ook weer het bereik. Daarnaast is de PE-investeerder veelal wel erg gedisciplineerd, maar dat moet altijd maar weer per casus blijken. Het steken van hun geld in van alles en nog wat zou kunnen zorgen voor lagere returns. Vanuit de vermogensbeheer en asset management en vanuit allerlei andere kanalen wordt de toevoer van geld naar PE vergroot. Dat zet de PE-huizen onder druk, want zij krijgen veel geld binnen om mee te investeren, wat weer zorgt voor lagere returns.

Ziet u verschil in gerichtheid op het bouwen aan bestaansrecht voor de buy-out targets op de lange termijn?

Eigenlijk is dat nooit anders geweest, maar er zijn wel bepaalde casussen zo in de media gezet. Mensen die er minder vanaf weten hebben die mening van verschil in gerichtheid overgenomen. De PE-wereld zelf heeft zich niet echt goed verdedigd na de aanvallen en beschuldigingen. Ze hadden een betere job kunnen doen door zichzelf in een beter daglicht te stellen. Ze vervullen een hele belangrijke rol in de economie, want als dat *durfkapitaal* er niet zou zijn zouden heel veel kleine bedrijven die eerste levensfasen niet eens door kunnen komen. Daar is Amerika een stuk succesvoller in, vooral vanwege hun belastingsysteem. De PE-investeerder wordt in Nederland veel zwaarder belast dan in Amerika. Dat betekent in de praktijk dat dingen hier worden bedacht, maar in Amerika worden gefinancierd. De vraag is dan: Hoe slim is dat? De vindingrijkheid, kennis en de ontwikkelingen zijn hier, denk aan *hubs* rond Eindhoven en Delft. Op deze manier vloeit veel geld en kennis weg naar Amerika.