

Visie op *tail-end funds* – wie het kleine niet eert, is het grote niet weerd

Door mr. Wilbert R.J. van der Weerd MBA – w.vanderweerd@gmail.com

De investeringscyclus van een *private equity* fonds bestaat meestal uit drie fases; de acquisitiefase, daarna de fase van waardecreatie en als sluitstuk de *exit*. Pas na de *exit* is definitief duidelijk hoe goed de investering gerendeerd heeft, en of de verwachte *returns* behaald zijn. Gemiddeld genomen kun je zeggen dat van de tien investeringen in een portfolio er vier falen (bijvoorbeeld door faillissement of staking van de onderneming), vier investeringen de oorspronkelijke inleg opleveren en er twee ‘sterren’ zijn die substantiële rendementen maken.

Het zal niet verbazen dat daarbij de meeste aandacht uitgaat naar de sterren. De vier falende participaties worden als eerste aan de kant geschoven omdat daar toch niets meer te halen valt, zo is de gedachte vaak. Ook de vier broeders die in het beste geval nog de oorspronkelijke inleg opleveren, verliezen soms de aandacht van fondsmanagers. Ten onrechte, want er valt nog het nodige aan waarde voor de investeerders (LP’s) te halen, dan wel waardevernietiging tegen te gaan bij deze afgeschreven clubs.

De achterliggende reden voor dit verlies aan aandacht is veelal dat de *carried interest* regeling niet meer ‘*in the money*’ is of ooit nog zal komen. De fondsmanagers voelen bij dit soort fondsen geen *incentive* meer om waarde te creëren voor de LP’s, zij veranderen zo van een co-investeerder in een adviseur. De *management fee* is de enige haalbare *incentive* voor de fondsmanager, want die wordt berekend over de waarde van de activa. Daarom neigen deze *tail-end* fondsen hun oorspronkelijke looptijd te overschrijden, dit ten nadele van de LP’s die dus langer op hun geld moeten wachten en de waarde van hun investering elk jaar zien verminderen met de in rekening gebrachte *fees*. Volgens Amerikaans onderzoek is één op de drie een zogenaamd zombiefonds.¹

Wat nog wel eens meespeelt, is dat er weliswaar een begin is gemaakt met het opruimen van een *tail-end* fonds, maar dat een onverwacht opgekomen claim of juridische procedure de verdere liquidatie (soms jarenlang) ophoudt. Wat ook kan meespelen is dat de fondsmanager een nieuw fonds heeft opgezet. Hij kan dan geneigd zijn alle energie te richten op nieuwe deelnemingen waar muziek in zit, en laat het *tail-end* van het vorige fonds links liggen. Dat geldt des te meer indien er meerdere keren een wisseling van de *investment manager* heeft plaats gevonden. Er wordt dan geen eigenaarschap meer gevoeld voor de dossiers.

Het lot van dit soort fondsen is dan ook vaak dat de participaties in ‘archiefdozen’ verdwijnen en op zolder stof staan te verzamelen. In het beste geval komen deze dossiers terecht op een lijst met ‘afwikkelposten’. Hooguit een paar keer per jaar worden deze afwikkelposten obligaats behandeld als de *investment committee* vergadert of als sluitstuk van de jaarvergadering van LP’s dan wel in de *Advisory Committee*. Meestal als sluitstuk van de meeting, als niemand er nog tijd voor heeft. Van actief en *hands-on* management van de portefeuille is dan allang geen sprake meer. Maar wat moet er dan gebeuren om nog waarde voor de investeerders uit deze dossiers te halen?

Om te beginnen zullen de LP’s een nieuwe aanpak moeten voorstellen. Alleen een coalitie met voldoende zeggenschap zal daarvoor de handen op elkaar kunnen krijgen. Die nieuwe aanpak kan bestaan uit het opnieuw vaststellen van de *incentive* afspraken voor de fonds manager, gericht op waardecreatie bij de afbouw van de portefeuille. Bijvoorbeeld geen *management fee*, maar een *performance fee* berekend over de waarde bij tijdige *exit* van een *tail-end* project. Een beter alternatief kan zijn om de *tail-end* niet door de fondsmanager te laten afmanagen, maar door een externe exit-expert, zonder voorgeschiedenis met de portefeuille en uiteraard met de juiste *incentives* zodat zijn belangen parallel lopen met die van de LP’s.

¹ Preqin Private Equity Online (2015). Private Equity Zombie Funds – Industry Update. Preqin definieert een zombie fonds als elk fonds met een vintage year tussen 2003-2008, dat nog actief beheerd wordt en waarbij het de beheerder vanaf 2008 niet gelukt is een opvolgend fonds in de markt te zetten. In dit artikel wordt met zombiefondsen en tail-en fondsen hetzelfde bedoeld.

Daarna kunnen de mouwen opgestroopt worden om – als er nog een papieren archief bestaat – de verhuisdozen van zolder te halen. Nadat de dozen zijn afgestoft, worden alle stukken uit het papieren dossier gedigitaliseerd en op onderwerp en datum opgeslagen. Een tijdrovende en vervelende klus, maar alle tijd en moeite verdient zich later dubbel en dwars terug. Hierna zal alle informatie gemakkelijk terug te vinden zijn in een overzichtelijke mappenstructuur, hetgeen essentieel is voor het efficiënt kunnen managen van de dossiers.

Daarna wordt er *due diligence* gedaan; contracten lezen, (oud)betrokkenen interviewen, de onderneming bezoeken (of wat ervan over is), beeld krijgen van de financiële- en markt(positie) en scenario analyses maken. De samengevatte informatie wordt in een ‘*management informatietool*’ gezet.² Op deze manier blijft overzicht behouden, wordt transparantie bevorderd en kan er sneller gerapporteerd worden. Meestal is de portefeuille te verdelen in twee categorieën.

De eerste categorie betreft de participaties die terecht afgeschreven lijken. Het gaat daarbij meestal om nog lopende faillissementen, surséances en ondernemingen die gestaakt zijn. Hier is het zaak de ‘lekkende emmer’ zo vol mogelijk over de eindstreep te dragen. De ervaring leert dat met actief *asset management* met name bij de *tail-end* fondsen toch nog het één en ander te halen valt. Te denken valt aan het stopzetten van automatische afschrijvingen (abonnementen), het terughalen van vergeten *earn-outs*, het alsnog uitwinnen van nog niet verjaarde boekhoudkundig afgeschreven leningen, het alsnog invoeren van (vergeten) zekerheden en het fiscaal benutten van liquidatieverliezen. Het bespoedigen van vereffeningen en faillissementen gevolgd door liquidatie in civielrechtelijke zin betekent onder bepaalde omstandigheden dat je liquidatieverliezen eerder kunt nemen en levert dus een *time-value-of money* voordeel op.³

Bij de tweede categorie valt er mogelijk meer te halen dan een liquidatieverlies. Maar dan zal er wel weer geïnvesteerd moeten worden om de onderneming weer nieuw leven in te blazen. Bijvoorbeeld door het management te wisselen, en de juiste *incentives* overeen te komen. Andere maatregelen kunnen bestaan uit het doorvoeren van reorganisaties en kostenbesparingen (huurcontracten, leveranciers, etc) met daarna een verfriste focus op waardecreatie.

Zombiefondsen hebben hun participaties al een hele tijd in portefeuille, en de fondsmanagers hebben vaak geen belang meer bij het nemen van maatregelen. Daarnaast bestaat er teveel historie tussen het fonds en het management van de participatie; het momentum en de magie zijn verdwenen. In dat geval kan gekeken worden naar verkoop van losse *assets* (onroerend goed, machines of *intellectual property*) of verkoop van bedrijfsonderdelen die afzonderlijk meer waard kunnen zijn dan als onderdeel van de totale onderneming.

Het uiteindelijke doel van de exit-expert zal zijn om het zombiefonds zo snel mogelijk liquide te maken met behoud van zoveel mogelijk waarde, en te voorkomen dat het laatste restje waarde wordt opgegeten door *management fees*. De kennis en ervaring die tijdens de exit-fase wordt opgedaan wordt idealiter weer ingezet bij de acquisitiefase van een nieuw fonds; een goede *exit*-strategie is de onderste bouwsteen om een acquisitie naar een succesvolle exit te brengen. Wie daarbij het kleine niet eert, is het grote niet waard.

Maart 2018

² De auteur heeft in de loop der jaren een eigen tool ontwikkeld. Deze is o.a. gebruikt bij het afmanagen van een PE portefeuille met tientallen deelnemingen voor een financiële instelling.

³ De fiscale liquidatieverliesregeling is een uitzondering op de deelnemingsvrijstelling in de vennootschapsbelasting en regelt dat in bepaalde gevallen de opgeofferde waarde die de moeder in de geliquideerde dochter heeft gestoken (verkrijgingsprijs vermeerderd met (latere) kapitaalsstortingen minus (dividend)uitkeringen), ten laste van de winst van de moeder gebracht kan worden, om zo enigszins de pijn te verlichten.