

Credit crunch onder de loep

Fijn crisis!

Ineens gaat de discussie niet meer over sprinkhanen of barbarians. De credit crunch is nu het gesprek van de dag. Deals zijn niet meer financierbaar en zelfs banken vertrouwen elkaar niet genoeg meer om overnight te financieren. De rente loopt op en centrale banken moeten bijspringen. De markten zakken echter sneller weg dan onze centrale banken geld kunnen of willen bijdrukken. Wat betekent dit voor de fusie- en overnamesector in het algemeen en voor private equity in het bijzonder?

In de haussemarkt van de afgelopen jaren hebben de vooruitzichten op uitstekende rendementen gezorgd voor een enorme toevlucht van kapitaal naar private equity-fondsen. Daar werd het kapitaal door de banken als brood en vissen nog eens verveelvoudigd. Het overvloedig aanbod van geld dreef de prijzen op. Hogere prijzen werden betaald omdat het vooruitzicht nóg beter was: nóg hogere prijzen door nóg groter aanbod van geld.

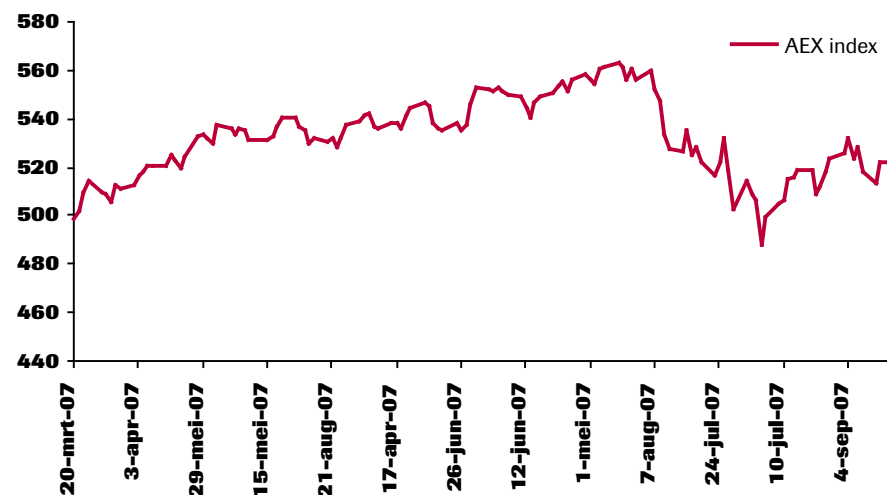
Private equity-fondsen, maar ook alle dienstverleners daaromheen (advocaten, f&o-boetieks, transaction services), hebben een heerlijke rit gehad. Dat deze rit niet eeuwig kon duren was voor iedereen wel duidelijk. In de commentaren op de huidige ontwikkelingen horen we dan ook terecht weinig vals sentiment.

EN NU

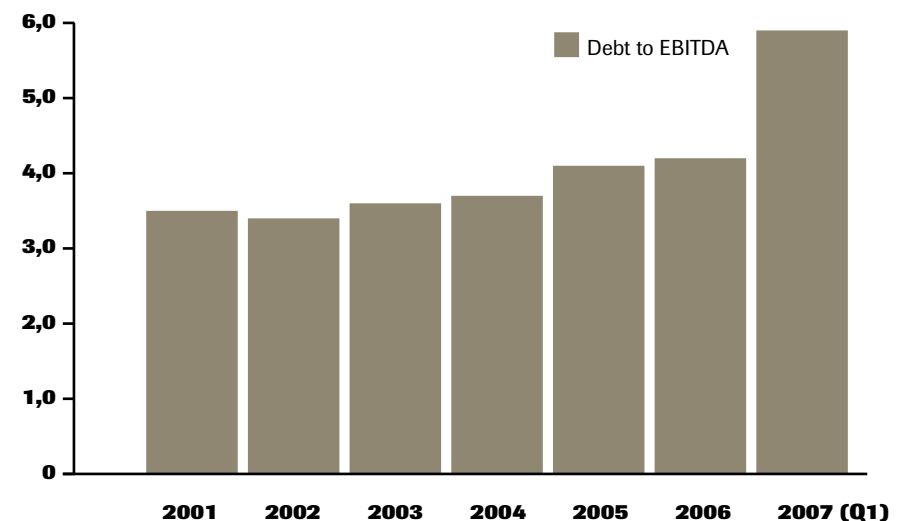
De markt loopt tegen serieuze problemen aan. De primaire oorzaak van de huidige correctie is de credit crunch, veroorzaakt doordat banken de hun gepresenteerde deals niet meer financieren. Deze crunch is een gevolg van een opeenstapeling van factoren waarvan we er hier twee willen toelichten. Allereerst is er de ingestorte huizen-

markt in de Verenigde Staten. Veel Amerikaanse particulieren hebben de afgelopen tien jaar huizen gekocht, mogelijk gemaakt door leningen met extreem lage rentes. Deze extreem lage rentes waren gevoed door enorme kapitaalstromen, vooral vanuit Azië. Ook op de overwaarde van de stijgende huizenprijzen bleef men besteden. Maar met de tekorten op de

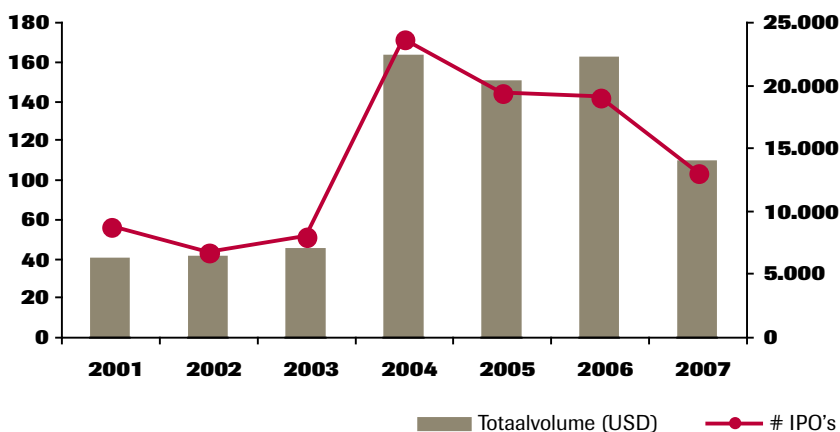
FIGUUR 1: VERLOOP AEX LAATSTE ZES MAANDEN



FIGUUR 2: VERLOOP DEBT TO EBITDA 2007. BRON: STANDARD & POOR'S



FIGUUR 3: TOTAAL VOLUME PRIVATE EQUITY BACKED IPO'S (X \$ 1 MIO) EN AANTAL IPO'S, BRON: THOMSON



Amerikaanse balans, de wegzakkende dollar en de daardoor stijgende rente, komen de huizenbezitters in de problemen. Aflossingen vallen weg terwijl huizen overhaast worden verkocht. De overwaarde van de huizen loopt weg als water, waardoor ook de additionele leningen van Amerikaanse consumenten ongedekt worden. De Amerikaanse banken komen in de problemen en door het verfijnde internationale financiële netwerk is geen enkel financieel instituut ter wereld hiervoor immuun. Iedereen vierde het feestje mee, de kater wordt helaas ook gedeeld. Daarnaast lijkt er nog een andere oorzaak te bestaan. Banken vermijden de transacties die ze voorheen omarmden. Zij lijken tegenwoordig een andere risico-inschatting te maken. Ook dit is het gevolg van een tweetal effecten: enerzijds de inschatting dat de huidige situatie wel eens kan overslaan naar de reële markt, waardoor de prognosemodellen waarop de overnames en financieringen zijn gebaseerd, om kunnen vallen. Anderzijds zijn de ren-

teopslagen die de lange termijnrisico's van grote leverage moesten vergoeden, vaak ingeleverd voor hoge korte termijn upfront-vergoedingen. Die upfront-vergoedingen liggen inmiddels achter ons en zijn uitgekeerd als bonus aan bankiers en als dividend. Nieuwe vermogensverschaffers delen echter niet mee in de upfront-fees en zien zich geconfronteerd met kwalitatief mindere portefeuilles.

MARKTCORRECTIE ONVERMIJDELIJK

Het voornaamste gevolg van deze crunch is dat een marktcorrectie onvermijdelijk is. Het aanbod van vreemd vermogen daalt, de vraag naar vermogen is onverminderd hoog. De rente op de leningen zal dus stijgen en het rendement voor de aandeelhouders daalt daarmee. Dat is marktwerking die de groei van private equity zal afremmen. De ingrepen van de centrale banken hebben daarbij wel nut gehad maar het zijn slechts kortetermijnoplossingen. Centrale banken kunnen de markt niet ongelimiteerd blijven

voorzien van nieuw kapitaal, dat voedt inflatie dus daarmee schiet men uiteindelijk in de eigen voet. De injecties van de centrale banken lijken dan ook voornamelijk bedoeld om het vertrouwen van de financiële wereld in de korte termijn te herstellen. Dat vertrouwen komt echter ook hier te voet, terwijl het te paard verdwijnt.

DE GEVOLGEN

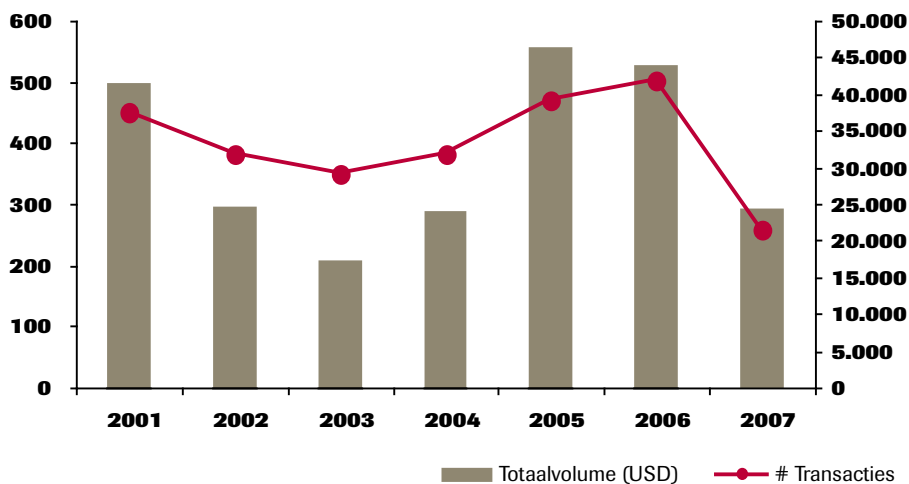
Onmiskenbaar is dat de fusie en overnamewereld de laatste jaren gevoed is door de private equity-wereld. De mediagenieke transacties in het topsegment tegen absolute recordprijzen hebben de markt de laatste twee jaar een euforisch gevoel van ongebreideld optimisme gegeven. Dat heeft ook de segmenten onder de topdeals enorm beïnvloed. De prijzen waren goed in het middensegment. In een poëtische bui kunnen we de fusie en overname-sector beschouwen als olie in de grote raderen van de internationale productie en handel. Die olie werkt nu eenmaal beter in een warme dan in een koude motor, en fusies en overnames werken gewoon soepeler als de prijzen goed zijn.

En private equity? Private equity heeft al last van de verkrapte financieringsmarkt. Lopende transacties komen in de problemen doordat leningen niet meer worden doorgeplaatst omdat de pricing van de leningen aan een herbezinning zijn onderworpen. Anderzijds blijft het kapitaal de kant opstromen van private equity. Ondanks alle berichten zijn er recent toch weer enorme fondsen geplaatst in de markt

Maar de leverage wordt ongetwijfeld lager. Dat verlaagt de prijzen, waardoor uiteindelijk de motor afkoelt. Fusie- en ➤

FIGUUR 4: RECENTE IPO'S VAN PRIVATE EQUITY-FONDSEN

#	Fund Name	Investment Stage Focus	Fund Size (USD Mil)
1	Carlyle Partners V, L.P.	Buy out	7.969,00
2	Sun Capital Partners V, L.P.	Buy out	6.000,00
3	CVC European Equity Partners Tandem Fund	Buy out	5.400,00
4	Coller International Partners V	Fund of funds	4.500,00
5	Silver Lake Partners III L.P.	Buy out	3.505,00
6	Lehman Brothers Merchant Banking Partners IV, L.P.	Buy out	3.300,00
7	LS Power Equity Partners II, L.P.	Energy	3.085,00
8	European Fund 2006	Mezzanine	3.005,10
9	Fortress Investment Fund V (A-F), L.P.	Buy out	2.900,40
10	Affinity Asia Pacific Fund III	Buy out	2.800,00

FIGUUR 5: OVERZICHT TRANSACTIEAANTALLEN 2001 – 2007, BRON: THOMSON

overnameactiviteiten nemen af, niet alleen in de grote private equity-deals, maar ook in kleinere transacties in het middensegment en in het mkb. Hoe heftig zal deze terugval zijn?

Met de vorige 'crisis' nog vers in het geheugen lijken we een aardig referentiekader te hebben. Het aantal transacties loopt dit jaar voor het eerst terug.

De uiteindelijke mate van de komende terugval voorspellen is hetzelfde als het voorspellen van de komende winter aan de hand van de temperatuur van de vorige. Toch zijn wij niet somber over de verwachtingen. Daarvoor zijn enkele redenen aan te voeren. Ten eerst is de huidige correctie van een compleet andere aard dan de vorige. Na 9/11 stond er een oorlog voor de deur en wist niemand waar hij aan toe was. Het voornaamste gevolg was dat de vraag naar bedrijven geheel wegviel; algehele stilstand, een afgeslagen motor.

Daarnaast is de wereld veranderd. Het is achteraf verbazingwekkend hoe snel de motor weer aan de praat is gekomen na de crisis in het begin van deze eeuw. De instroom van kapitaal uit China en andere Zuidoost-Aziatische landen heeft hier in belangrijke mate voor gezorgd. Dat toont ook de algehele verschuiving van economische belangen in de wereld. De Amerikaanse dominantie is nog steeds onmiskenbaar, maar het gaat goed in Azië en er komt een enorm aanbod van kapitaal deze kant op. Bovendien biedt de prijscorrectie mooie koopkansen. De partijen die op korte termijn geraakt worden zijn de verkopende partijen. Verkopers lopen op korte termijn aan tegen dalende

prijzen. Onzekerheid, hogere rentes, additioneel risico en bijstelling van prognoses zullen hun tol eisen. Maar dat is tegelijkertijd ook een verwachte en wellicht zelfs toe te juichen marktcorrectie. Deze tijden bieden eigenlijk de beste koopkansen, zeker ook voor private equity. De beste exit-strategie blijft een goedkope entree.

Private equity-partijen moeten strategische keuzes maken in de deals die ze najagen. Net als in de periode tussen eind 2001 tot medio 2004 nemen management buy-out 's naar alle waarschijnlijkheid toe ten faveure van strategische verkopen. Doordat de grote leningen moeilijker (door)geplaatst worden, schatten wij de kansen voor leveraged buy-outs in het middensegment hoger in dan in het topsegment.

GOEDE KANSEN

Ja, er is wel degelijk sprake van een marktcorrectie en de correctie zou uiteindelijk wel eens aanzienlijk kunnen zijn. Maar er is genoeg kapitaal om de vraag in stand te houden, al zal de allocatie tussen debt en equity veranderen. Wij zien onverminderd goede kansen voor private equity, vooral in het middensegment. Rustig blijven en de kansen pakken die zich ongetwijfeld weer voordoen. Voorlopig zal in ieder geval niemand het meer hebben over sprinkhanen.

Drs. Raoul N.E.H. Duysens is partner bij Mazars Berenschot Corporate Finance. Reageren? Raoul.Duysens@mazars.nl

