

STAP VOORWAARTS OF SPRONG IN HET DIEPE?

Debt buy back als herstructureringsinstrument

Veel bedrijven worden momenteel gedwongen om te herstructureren en ingrijpende maatregelen te nemen op financieel, operationeel en strategisch vlak. Het terugkopen van 'eigen' schuld is een mogelijke maatregel die momenteel volop in de belangstelling staat. In F&O #4 was aandacht voor fiscale aspecten van dergelijke transacties. Nu oog voor in hoeverre het terugkopen van schuld, oftewel *debt buy back*, een interessant herstructureringsinstrument is voor private equity-partijen vanuit operationeel en strategisch perspectief.

AANLEIDING

In de afgelopen jaren zijn veel overnames gefinancierd met vreemd vermogen. Het huidige economische klimaat is niet gunstig voor dergelijke transacties. De cashflow is onzeker geworden en een aantal van de bedrijven krijgt hierdoor moeilijkheden bij het betalen van de geplande aflossing en rentelast. Het aantal operationeel 'gezonde' bedrijven met een 'ongezonde' balans die niet langer aan hun rente-/aflossingsverplichting kan voldoen, is de afgelopen

periode schrikbarend toegenomen. Daarnaast staat de waardering onder druk. Een versimpelde weergave van de impact van de huidige crisis op het private equity-businessmodel is weergegeven in onderstaand figuur.

Gevolg: veel investeringen zijn volledig *out-of-the-money* en het is de verwachting dat een aantal van de bedrijven die betrokken zijn geweest bij de grote LBO transacties uit de jaren 2006/2007, in de komende vijf jaar in grote problemen komt.

HERSTRUCTURERING ONVERMIJDELIJK?

Herstructureringsprocessen zijn in het algemeen gericht op het initiëren van korte termijn herstelmaatregelen en daarmee het voorkomen van verder waardeverlies van de onderneming. Anderzijds hebben herstructureringen tot doel het waardescheppende vermogen van de onderneming op de lange termijn te verbeteren. Daarnaast is het belangrijk om snel het vertrouwen van de *stakeholders* in de onderneming te herstellen. Als het management zelf geen kans meer ziet om de onderneming weer op de rit te krijgen, dan zijn er een aantal wettelijke mogelijkheden zoals surseance van betaling of een doorstart na faillissement. Hoewel een formele structureringsomsomstandigheden soms onvermijdelijk is, moet het uitgangspunt van het management zijn om problemen in een vroeg stadium af te wikkelen. Het blijkt namelijk dat het waardeverlies van de onderneming bij formele reorganisatievormen ten opzichte van informele herstructureringsaanpak aanzienlijk is. Dit is deels te verklaren door de directe kosten van bijvoorbeeld juridische bijstand en bewindvoering, maar ook door de *opportunity costs* die met surseance en faillissement gepaard gaan.



DEBT BUY BACK ALS NIEUWE VORM VAN OVERNAME?

De huidige situatie biedt echter ook kansen. Private equity-partijen zijn de afgelopen jaren zeer succesvol geweest in het ophalen van geld. Niet al dat geld is geïnvesteerd. De schattingen lopen wat uiteen, maar naar verwachting hebben private equity-fondsen nog 500 miljard euro te besteden. Geld dat al wel is toegezegd, maar nog niet daadwerkelijk geïnvesteerd. Als één van de weinige marktpartijen beschikt private equity dus ogenschijnlijk over voldoende liquide middelen. Deze 500 miljard euro *dry powder* is, mits dit past binnen de structuur van het fonds, aan te wenden om de eigen portfolio bedrijven financieel bij te staan in deze moeilijke tijden. Het is ook aan te wenden om bedrijven of bedrijfsonderdelen, die momenteel tegen lage prijzen gedwongen worden verkocht, op te kopen.

Maar deze beschikbare middelen zijn ook anders in te zetten. In de huidige marktomstandigheden zien we dat het terugkopen van de eigen schuld een instrument is dat in toenemende mate wordt ingezet bij het (financieel) herstructureren van ondernemingen. Veel kredietverschaffers zijn momenteel nadrukkelijk bezig met het verbeteren van hun financiële positie en het reduceren van hun debiteurenrisico's. Sommige schuldeisers willen daarom graag af van de leningen die ze op hun balansen hebben staan en willen deze schuldposities van de hand doen middels een debt buy back transactie.

Een dergelijke debt buy back transactie kan de volgende vormen hebben:

- Het opkopen van schuld van een onderneming. Dit kan schuld zijn van een gezond bedrijf, maar ook van een bedrijf in een crisissituatie.
- Het opkopen van schuld van een portfolio bedrijf van een concurrerende private equity-partij.
- Het opkopen van schuld van een eigen portfolio bedrijf middels een speciaal daartoe opgezette vennootschap. Door vervolgens te consolideren kan de schuldenlast van de onderneming worden afgebouwd.
- Het opkopen van schuld van een eigen portfolio bedrijf vanuit het eigen fonds of een apart debt buy back fonds en deze schuldpositie aanhouden vanuit een investeringsperspectief.

'LOAN-TO-OWN' STRATEGIE

Wanneer de schuld van een bedrijf in een crisissituatie wordt opgekocht, is vaak sprake van een *loan-to-own* strategie. Door het opkopen van de schuld krijgt de opkopende partij een zetel aan de besluitvormingstafel. Deze zeggenschap wordt ingezet om, middels herstructurering, een aantrekkelijk rendement te realiseren. Een dergelijke strategie is natuurlijk niet zonder risico's. Redenen voor een private equity-partij om in een debt buy back transactie te participeren kunnen ondermeer de volgende zijn:

- Aan boord willen blijven; de private equity-partij heeft nog steeds het vertrouwen in de business case van het portfolio bedrijf én

ziet daarnaast kans om met een dergelijke debt buy back transactie een aantrekkelijk rendement te realiseren.

- Voorkomen van erger; het kan zijn dat andere partijen de schuld opkopen. De strategie en de belangen van deze partij hoeven niet noodzakelijkerwijze op één lijn te liggen met de belangen van de huidige private equity-investeerders.
- Scheppen van ruimte; door het verminderen van de schuldenlast van de portfolio onderneming krijgt het management wellicht meer ruimte om de onderneming weer op de rit te krijgen. Daarnaast kan het opkopen van schulden tegen een (hoge) korting al een goede investeringsbeslissing op zich zelf zijn.

In het huidige economische klimaat veranderen de spelregels echter continu. Wat vandaag een goede keuze lijkt kan morgen een grote vergissing blijken. De bedoelingen van belanghebbenden zijn niet altijd direct helder en lijken in eerste instantie soms tegen elk gevoel van ondernemerschap in te gaan. Zo zijn er voorbeelden bekend van partijen die schuld hebben opgekocht om vanuit die positie de onderneming richting faillissement te leiden. Dat lijkt niet logisch. Maar wat blijkt; dezelfde partijen hadden ook een verzekering afgesloten die uitkeert wanneer de onderneming in gebreke zou blijven (*credit default swap*). De uitkering bij een faillissement lag hoger dan de afschrijving die men op de schuldpositie zou moeten accepteren. Deze *buy-to-bust* strategie is natuurlijk een vreemde situ- >>

atie waar nog niet het laatste woord over gesproken is.

KANTTEKENINGEN

Kortom er is momenteel sprake van nieuwe situaties en nieuwe vragen maar in veel gevallen zijn er nog geen pasklare antwoorden en zijn de spelregels nog niet altijd even duidelijk. Een situatie waar investeerders met een klein beetje kennisvoorsprong en veel durf gebruik van kunnen maken. Private equity-investeerders weten dat ook en zien ook wel de kansen. Er zijn echter wel de nodige kanttekeningen te maken.

Een belangrijk obstakel ligt in de aard van private equity-investeringen. Zij doen bij voorkeur 'vriendelijke' investeringen. Het is lastig om een investering tot een succes te maken in een vijandige omgeving. Dat is nu meer waar dan ooit tevoren. In de huidige economische malaise moeten het management en de private equity-investeerder zoveel mogelijk op één lijn zitten om de noodzakelijke financiële, operationele en strategische maatregelen door te kunnen voeren en tot een succes te maken. Private equity-investeerders zijn bezorgd dat het opkopen van de schuld van een portfolio onderneming (bijvoorbeeld van een concurrerende private equity-partij) als een vijandige daad wordt beschouwd. Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Zoals in het begin van dit artikel werd aangegeven zijn veel investeringen vol-

ledig out-of-the-money.

Het deelnemen in een herstructureringsproces biedt kansen. Indien partijen in staat zijn snel inzicht te krijgen in de situatie, consensus vinden met andere stakeholders over de te nemen maatregelen én in staat zijn om deze daadkrachtig uit te voeren, kan dit leiden tot nieuwe kansen voor alle betrokkenen.

Dit is ook het geval indien de schuld wordt teruggekocht van de banken die de financiering hebben verstrekt om de oorspronkelijke transactie te financieren. Banken zouden van mening kunnen zijn dat het private equity-fondsen niet zou moeten worden toegestaan hun eigen schuld terug te kunnen kopen (vooral als dat met een korting gepaard gaat) omdat het hen rechten geeft in een herstructureringsproces. Bank en private equity-investeerders opereren vanuit een duidelijk ander perspectief en kunnen verschillende belangen hebben. De focus van een bank ligt van oudsher op het behoud van waarde en het minimaliseren van risico's dat de onderneming in gebreke blijft bij het nakomen van haar verplichtingen. De focus van de private equity-investeerder ligt op het behouden en creëren van waarde. Daarnaast is het zo dat indien de kredietnemer zelf (het portefeuille bedrijf) de schuld koopt, de situatie ondoorzichtig wordt omdat het opkopen van de schuld kan worden beschouwd als een voortijdige aflossing. Het lijkt erop dat de schuld dan

direct wordt kwijtgescholden want hoewel een gespleten persoonlijkheid nog wel eens voorkomt, je kunt geen geld aan jezelf schuldig zijn. In het geval van een gesyndiceerde lening hoeft die aflossing niet te worden verdeeld over kredietverstrekkers. Er zitten dus een aantal haken en ogen aan debt buy back transacties die aanleiding kunnen zijn voor een conflictsituatie. Het is een direct gevolg van het feit dat de voorwaarden waaronder de leningen zijn verstrekt geen rekening hebben gehouden met de economische realiteit van vandaag. Tijdens de LBO hoogtijdagen eisten de banken bijvoorbeeld dat, onder meer om het vormen van syndicaten te vergemakkelijken, in de voorwaarden van de lening werd opgenomen dat de schuld overdraagbaar was naar elke mogelijke rechtspersoon.

CONCLUSIE

Naast de beschikbare financiële middelen hebben sommige private equity partijen de afgelopen jaren geïnvesteerd in operationele kennis en kunde, waardoor ze de instrumenten hebben om de waarde van hun portefeuille bedrijven te behouden of te maximaliseren. Gezien de huidige economische omstandigheden mag verwacht worden dat de loan-to-own strategie in toenemende mate zal worden toegepast. De basisgedachte lijkt aantrekkelijk; vanuit een schuldpositie kan herstructurering een goed middel zijn om controle over de onderneming



Wilco Schoonderbeek, KPMG Advisory N.V.: 'Het terugkopen van de eigen schuld kan in een herstructureringsstraject de nodige armslag geven bij ingrepen op het financiële vlak.'

te verkrijgen en een basis te leggen voor het genereren van een aantrekkelijk rendement. Om het maximale effect van een loan-to-own strategie te sorteren, zou de investeerder in samenspraak met het management van het bedrijf tot een herstructureringsplan moeten komen. Deze samenwerking met het management is in overeenstemming met de reeds gangbare werkwijze van de meeste private equity-investeerders.

Middels debt buy-back treden private equity-investeerders in de voetsporen van de kredietverschaffer zoals banken. Dit maakt in sommige gevallen de herstructurering niet eenvoudiger. Private equity-partijen zijn goed in het doen van deals, niet per definitie goed in het organiseren en realiseren van herstructureringen. De belangen en gewenste verhouding tussen risico en rendement kunnen tussen de belanghebbenden sterk verschillen. In een crisissitu-

atie zullen deze verschillen nog meer benadrukt worden. Een keuze kan leiden tot waardevermindering op korte termijn, maar tot kansen op waardecreatie op de langere termijn. Bij het maken van deze keuze kan de verhouding tussen het management, de private equity-aandeelhouders, banken of andere stakeholders danig onder druk komen te staan.

Kortom, de complexiteit van het terugkopen van schuld als herstructureringsinstrument voor de private equity-investeerders is echter nog niet volledig uitgekristalliseerd. In dit artikel heb ik enkele aspecten weergegeven. Dit najaar verschijnt een publicatie waarin ik nader inga op de verschillende instrumenten voor waardecreatie in tijden van crisis waaronder de debt buy back. In een herstructureringsstraject wordt in eerste instantie vooral op het financiële vlak ingegrepen, omdat deze maatregelen op korte termijn effect hebben. Het terugkopen van de eigen schuld kan hierbij de nodige armslag geven. Voor een meer fundamentele aanpak zijn maatregelen op het operationele en strategische vlak onontbeerlijk, omdat hier vaak de oorzaak is te vinden van de financiële problemen. 

*Wilco Schoonderbeek is werkzaam bij KPMG Advisory N.V.. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.
Reageren?
Schoonderbeek.wilco@kpmg.nl*