

Positiepaper ten behoeve van Rondetafelgesprek Private Equity in de kinderopvang (10-05-2019)

Dr. Jeroen E. Ligterink (Associate Professor in Finance, Universiteit van Amsterdam)

Private equity is een tijdelijke eigendomsstructuur waarin een private equity-firma samen met andere institutionele beleggers een fonds creëert van waaruit zij vervolgens investeren in verschillende portefeuille-ondernemingen. Deze portefeuille-ondernemingen worden vervolgens actief aangestuurd door de private equity-firma's met voornaamste doelstelling het behalen van een financieel rendement bezien over een periode van ongeveer 4-7 jaar. Private equity manifesteert zich ook in de kinderopvang. Al in 2001 was Catalpa (later Estro, Small Steps en nu Kidsfoundation genaamd) in handen van een private equity fonds en is deze meerdere keren doorverkocht aan verschillende andere private equity fondsen in de jaren daaropvolgend. Met de recente overname van Partou door Kidsfoundation (samen een marktaandeel van 8%¹) is ongeveer 10% van de kinderopvangorganisaties in handen van private equity investeerders. Een percentage dat vergelijkbaar is met vijftien jaar geleden.²

In 2005 is met de wet Kinderopvang gekozen om kinderopvang via subsidie aan ouders indirect te financieren en kinderopvang in private handen mogelijk te maken en te stimuleren. De argumentatie is dat hiermee ouders zelf kunnen kiezen voor de kinderopvang organisatie. Concurrentie tussen organisaties van kinderopvang moet ervoor zorgen dat ouders de kinderopvang met de beste prijs/kwaliteit kiezen en dat kinderopvang organisaties een sterke sterkere prikkel hebben om op de preferenties van ouders en veranderingen hierin in te spelen. Het aandeel van op winst georiënteerde kinderopvang is sindsdien sterk gestegen (CPB 2011 p. 10).

Kinderopvang heeft een aantal belangrijke publieke functies, onder meer toenemende arbeidsparticipatie en het belang van goede kinderopvang voor de ontwikkeling van het kind. Daarnaast wordt de kinderopvang substantieel gesubsidieerd door de overheid. Dit maakt de vraag of dergelijke subsidies doelmatig worden besteed en of een goede kwaliteit, ook onder private equity eigendom, voldoende gewaarborgd is, van belang.

Doelstelling van Private equity in kinderopvang

Waarom investeren private equity-firma's in de kinderopvang? Belangrijkste reden is het behalen van een financieel rendement. Dit kan op veel verschillende manieren: operationele verbeteringen, herziene strategische focus inclusief beter benutten van groeimogelijkheden, governance-structuurversterkingen, financial engineering of door simpelweg op het juiste moment in en uit te stappen (market timing en investeringsselectie)³. Specifiek voor de kinderopvang lijkt het beter benutten van groeipotentieel door een zogeheten 'buy and build' strategie de belangrijkste motivatie voor Onex om Kidsfoundation over te

¹ NRC, 04-04-2019: Private equity verovert kinderopvang.

² Schatting van Jellesma (Boink) in Trouw, 04-04-2019: Kidsfoundation neemt Partou over: Let er straks een kinderreus op de kleintjes?

³ Zie voor verdere uitwerking bijvoorbeeld: Ligterink, Martin en Boot (2017)

nemen en van daaruit aanvullende overnames te doen. De markt voor kinderopvang is nog sterk gefragmenteerd, prijzen zijn relatief stabiel (met name door de wijze van subsidiering via ouders gekoppeld aan een maximum tarief) en er is een nog steeds groeiende vraag. Daarnaast zijn er toetredingsbarrières (eisen aan kwaliteit van geboden kinderopvang en eisen aan personeel). Dit alles maakt de kinderopvang een interessante sector voor private equity om in te stappen.⁴ Door consolidatie zijn schaalvoordelen te behalen (personeelsbeleid, management, inkoop), kunnen grotere investeringen makkelijker opgebracht worden en zijn kinderopvang organisaties wellicht in staat tegenslagen beter op te vangen. Ook kan aan toenemende kwaliteitseisen beter worden voldaan. Het rendement op de investering wordt in het geval van private equity verder verhoogd door een groot deel van de overnamesom te financieren met vreemd vermogen (leningen) en door efficiëntie in de organisatie te verhogen.

Het rendement wordt vaak grotendeels gerealiseerd op het moment van de verkoop van de portefeuille-onderneming. Maar ook tussentijds kunnen er al cash flows naar het private equity fonds worden overgeheveld onder meer door:

- Management- en advies-fees;
- Dividenden (evt. gefinancierd met leningen)
- Rente op aandeelhoudersleningen (dit gebeurt ook vaak pas bij verkoop; geaccumuleerde rente wordt dan bij schuld opgeteld en dient afgelost te worden bij verkoop).

Toegevoegde waarde en risico's van private equity in de kinderopvang

Wat is de toegevoegde waarde van private equity in de kinderopvang ervan uitgaande dat private equity vooral instapt met een 'buy and build' strategie en dat hierdoor meer of een snellere consolidatie wordt bewerkstelligd dan anders het geval zou zijn? Dit zorgt allereerst voor meer groei in het aanbod van kinderopvang. De grotere organisaties zijn verder beter in staat de benodigde investeringen te doen⁵, hebben meer mogelijkheden om gekwalificeerd personeel te werven (een van de huidige bottlenecks in de kinderopvang) door bijvoorbeeld betere carrièremogelijkheden voor personeel te kunnen bieden, en zijn wellicht beter in staat om tegenslagen het hoofd te bieden en bieden vanuit dat oogpunt een versterkte continuïteit met een mogelijke verbetering van de kwaliteit van de kinderopvang als gevolg.

Consolidatie heeft niet alleen positieve effecten. Door toegenomen concurrentie van grotere spelers kunnen kleinere organisaties in de kinderopvang het nog moeilijker krijgen. Zij hebben immers niet de schaalvoordelen om een vergelijkbaar resultaat te behalen. Aangezien de consolidatie met name plaats zal vinden in de delen van de markt die potentieel het meest winstgevend zijn, bestaat het risico dat een deel van de markt, bijvoorbeeld in minder welvarende segmenten van de markt, onvoldoende bediend zal worden of dat delen van de markt voor kinderopvang juist te geconcentreerd worden. Beide

⁴ Mogelijk is ook consolidatie hier eenvoudiger, aangezien veel kleinere organisaties die het moeilijker krijgen eerder bereid zijn hun organisatie te verkopen.

⁵ Voorbeelden zijn investeringen voortkomend uit toenemende regulering (kwalitatief betere faciliteiten of strengere eisen aan kwalificaties personeel) en investeringen in ICT.

mogelijkheden staan de werking van het marktmechanisme dat de wet Kinderopvang voor ogen had mogelijk in de weg.

Een veel genoemd zorgpunt is dat private equity leidt tot het uitkleden van de kinderopvang-organisatie waarin zij investeren. De kwaliteit van de kinderopvang kan hierdoor verminderen, met name indien keuzemogelijkheden van ouders beperkt zijn, ouders niet goed in staat zijn prijs/kwaliteit van kinderopvang te beoordelen, of om andere redenen moeilijk kunnen of willen switchen. Dit is een terechte zorg aangezien ouders in de praktijk hun kind niet graag naar een ander kinderdagverblijf overplaatsen. Hier is het belang van regulering evident. Overheid moet controleerbare eisen stellen aan de kwaliteit van de kinderopvang en deze ook afdwingen.

Ter nuancering van deze zorg is relevant dat in het geval van private equity het doel is de organisatie na verloop van tijd weer te verkopen tegen een goede prijs. Dit kan alleen als daar op dat moment een sterke organisatie staat die voldoet aan de eisen en waar verdere toekomst in zit. Een sterk uitgekleepte organisatie zal uiteindelijk minder waard zijn.⁶

Een ander veel genoemd risico hangt samen met de hoeveelheid financiering met vreemd vermogen. Private equity firma's financieren overnames voor een relatief groot deel met vreemd vermogen om zodoende een hefboom op hun eigen financiële performance en een belastingvoordeel te creëren. Deze schulden komen uiteindelijk op de balans van de overgenomen organisatie. De solvabiliteit van de kinderopvang organisatie vermindert als gevolg van deze financieringswijze. Dit kan ertoe leiden dat het faillissementsrisico juist groter wordt na een overname door een private equity fonds. Hoewel empirische studies maar zeer beperkt ondersteuning vinden voor een hogere kans op faillissement is de hoge mate van financiering met vreemd vermogen een terecht zorgpunt. Juist in deze situatie kan het voorkomen dat, om de lasten van financiering te kunnen dragen, bijvoorbeeld concessies aan de kwaliteit worden gedaan.⁷ Private equity investeerders zijn verder niet benauwd om bijvoorbeeld in geval van veranderende omstandigheden op louter financiële afwegingen te besluiten een investering af te schrijven indien zij hier op termijn geen rendement meer uit verwachten. In het geval dat het hier om een groot aantal kinderopvangplaatsen gaat, is het publieke belang evident, namelijk de zorg voor de continuïteit en kwaliteit.

Slot

Met het stimuleren van marktwerking en private investeerders in de kinderopvang is ook de mogelijkheid van private equity-fondsen om overnames in deze markt te doen, toegenomen.⁸ Dit hoeft niet louter slecht te zijn voor de sector. Toenemende consolidatie in een nog zeer sterk gefragmenteerde markt heeft een aantal voordelen maar ook nadelen. Beleid moet hierop inspelen

⁶ Dit is uiteraard minder relevant naarmate het private equity fonds in staat is om al voor het moment van de verkoop een groot deel van haar rendement te realiseren.

⁷ Matsa (2011) laat bijvoorbeeld zien dat dit effect zich voordoet in de supermarktsector bij sterk met vreemd vermogen gefinancierde private equity-transacties.

⁸ Ook andere grote op winst georiënteerde partijen zijn op deze markt actief. De hierboven genoemde toegevoegde waarden en risico's zijn deels ook voor hen van toepassing.

door middel van sterke regulering op kwaliteit en het actief optreden waar mogelijk sprake is van marktfalen.

Akgunduz Y.E. and Plantenga, J., 2014, Childcare in the Netherlands: Lessons in privatisation, *European Early Childhood Education Research Journal*, 22:3, 379-385

CPB, 2011, Kinderopvang in kaart, Notitie ten behoeve van Ministerie van Sociale Zaken.

Ligterink, J.E., J.K. Martin & A.W.A. Boot, 2017, Zorgt private equity voor waardecreatie? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB)*, 91, July-August 2017, p. 236-243.

Matsa, D.A., 2011, Running on Empty? Financial Leverage and Product Quality in the Supermarket Industry, *American Economic Journal: Microeconomics* 3(1), 137–173.