



DE AFRIKA SPECIALIST!

Kenia
Tanzania
Madagaskar
Seychellen
Mauritius
Zuid-Afrika
Oeganda
Zimbabwe
Namibië
Botswana
Mozambique
Zambia

SAFARI IN AFRIKA?
Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl
en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten
op 020-2012740 voor een reis op maat.

JAMBO
SafariClub

ANVR SGR

DOSSIER 30 JAAR PRIVATE EQUITY

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) jubileert. Er is ook echt wat te vieren: de participatiesector floreert en verschaft ondernemingen niet alleen kapitaal, maar ook expertise. Daarmee is de sector een onmisbare motor van de Nederlandse economie.

44 ANALYSE
PRIVATE EQUITY:
DE INS & OUTS

48 PHILIP HOUBEN
ONSCHATBARE
WAARDE

54 RONDE TAFEL
TRENDS IN
TRANSACTIES

DOSSIER IN SAMENWERKING MET DE NVP



BOLSJOJ
REIZEN

Al 28 jaar de specialist

Rusland | Oekraïne | Georgië | Armenië | Baltische landen

Maatwerkreizen • Groepsreizen • Individuele reizen • Cultuurreizen
City-trips • Riviercruises • Trans Siberië Express • Fly & drives
Combinatiereizen door meerdere landen mogelijk

Vraag nu de gratis brochure aan!

telefoon: 020 – 2012777 | e-mail: info@bolsjoj.nl | internet: www.bolsjoj.nl

ANVR SGR

2014

MEER DAN KAPITAAL

Innovaties doorvoeren, ingewikkelde ideeën succesvol vermarkten of bedrijven door een groeistuij heen helpen: private equity-fondsen maken het mogelijk. En ze bieden veel meer dan alleen een schep geld.

Tekst Erik Bouwer Illustratie Yvonne Kroese

Kort geleden werd bekend dat Pensioenfonds ABP opnieuw een bedrag van 100 miljoen euro gaat investeren in Nederlandse *startups*. Het geld wordt via een investeringsmaatschappij als durfkapitaal verschaft aan startende bedrijven in de kenniseconomie en als lening aan ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf. De betrokken investeringsmaatschappij, Inkef Capital, kreeg bij de oprichting in 2010 ook al 100 miljoen euro van ABP.

De Nederlandse economie kan niet meer om private equity heen.

Participatiemaatschappijen – een verzamelterm voor private equity en venture capital – vormen al jarenlang een gevestigde kapitaalbron naast publiek gefinancierde ondernemingen: ruim honderd participatiemaatschappijen heb-

ben samen ruwweg 20 miljard euro onder beheer. Het grootste deel daarvan is geïnvesteerd, maar de meeste fondsen hebben ook kapitaal beschikbaar voor nieuwe investeringen. Participaties hebben een belangrijk aandeel in nieuwe economische bedrijvigheid: ze helpen mee om banen te creëren, om innovaties door te voeren, ingewikkelde ideeën succesvol te vermarkten of bedrijven door een groeistuij of stagnatie heen te helpen. Veel van deze ondersteuning blijft onzichtbaar voor het grote publiek. Private equity-fondsen als NPM, Egeria of AlpInvest halen alleen het nieuws bij zeer grote investeringen of spraakmakende veranderingen.

KAPITAALVERSTREKKINGEN

Private equity is bij uitstek geschikt voor bedrijven die een transitie doormaken: bij starters of snelle groeiers, bij opvolging binnen familiebedrijven of het verzelfstandigen van een deel van een onderneming. In die situaties is bankfinanciering vaak niet toereikend en moet de onderneming op zoek naar een (tijdelijke) vergroting van het eigen vermogen. Jaarlijks zijn er in Nederland zo'n driehonderdvijftig nieuwe kapitaalverstrekkingen vanuit participatiemaatschappijen. In honderdvijftig ge-



vallen gaat het om ondernemingen die voor het eerst een investering krijgen van een participatiemaatschappij, bij de overige tweehonderd bedrijven gaat het om vervolfinanciering. De participatiemaatschappijen zijn met hun kapitaal actief in meer dan 1.400 bedrijven, die samen werkgelegenheid bieden aan 380.000 personen in Nederland.

COMPLEX

Bij bedrijven die een volgende stap willen zetten – innovatieve producten naar de markt brengen, internationale expansie, opvolging, verzelfstandiging – is de kapitaalbehoefte vaak complex van aard en daardoor niet goed uit te leggen aan het brede publiek. Een beursgang is daardoor vaak niet haalbaar. Een transitie vraagt bovendien om nieuwe inhoudelijke expertise. Bij opvolging binnen familiebedrijven bijvoorbeeld, speelt vaak meer dan alleen 'opvolging'; bij snelle groeiers moet soms het bestuur geprofessionaliseerd worden. Hier komt de kracht van participatiemaatschappijen om de hoek kijken: ze leveren meer dan alleen kapitaal aan het bedrijf. De nieuwe investeerders buigen zich ook over strategische vraagstukken als investeringen of de benoemingen van topmanagers, meestal in ruil voor een

De kracht van private equity

Thuisbezorgd.nl werd in 2000 opgericht door de toen 21-jarige UT-student Jitse Groen. Thuisbezorgd.nl, internationaal bekend als Takeaway.com, brengt consumenten via een website en een mobiele applicatie in contact met duizenden restaurants en ontvangt daar een bemiddelingsfee voor. Het bedrijf had in 2009 een omzet van 45 miljoen euro en wilde internationaal uitbreiden. Groen slaagde erin 13 miljoen euro aan groeifinanciering binnen te halen bij Prime Ventures, in ruil voor een minderheidsaandeel. In april 2014 haalde het bedrijf nog eens 73 miljoen euro op, dat onder meer werd ingezet om de Duitse concurrent Lieferando over te nemen – Lieferando investeerde zelf ook mee. De nieuwe combinatie is niet alleen een van de grootste spelers in Duitsland, maar behoort ook in Europa tot de grootste thuisbezorgservice. Ook bij Bol.com ligt de basis van het huidige succes in private equity. Ceo Daniel Ropers begon in 1999 als tweede (financiële) man bij de Nederlandse tak van het toenmalige Bertelsmann Online. Na de internetbubbel wilde Bertelsmann in 2002 van de online winkel af. Ropers had in eerste instantie moeite nieuwe investeerders te vinden: zo sprak hij met Selexyz en Free Record Shop. Een joint venture van drie Duitse aandeelhouders nam de onderneming over. In 2008 moest Ropers opnieuw op zoek naar kapitaal en vond hij Cyrte en NPM bereid te investeren. Beide partijen hebben in 2012 hun aandeel verkocht aan Ahold, voor naar verluidt 350 miljoen euro. De omzet van het bedrijf bedroeg in dat jaar 405 miljoen euro.

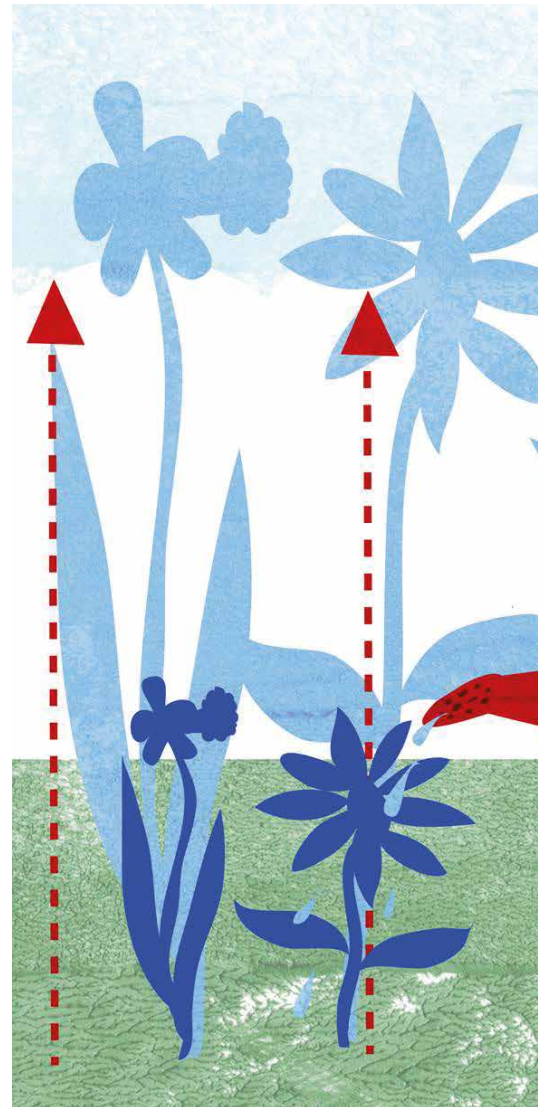
BEDRIJVEN MET EEN EXTERNE
AANDEELHOUDER ZIJN
EFFECTIEVER DAN HUN *PEERS*

De geschiedenis van participatiemaatschappijen

De eerste Nederlandse participatiemaatschappij was NPM Capital, in 1948 gestart met geld vanuit de Marshallhulp van de Verenigde Staten. Eén van de eerste investeringen werd in 1951 gedaan in drukkerij Joh. Enschede. In deze periode kwamen ook andere participatiemaatschappijen op, zoals NCB Participaties vanuit voorgangers van ZLTO. Private equity won pas aan schaalgrootte op het Europese continent in de jaren tachtig en negentig. In deze periode kozen veel bedrijven voor diversificatie en als reactie daarop was er meer consolidatie; bewegingen die de vraag naar meer eigen vermogen versterkten. Het beheer van dit soort investeringen werd voor institutionele beleggers steeds complexer, reden waarom er een tussenlaag werd gecreëerd in de vorm van speciale fondsen.

De oprichting van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) in 1984 was mede het gevolg van een stimuleringsmaatregel van het toenmalige ministerie van Economische Zaken. EZ realiseerde in die tijd een garantieregeling voor participatiemaatschappijen die in middelgrote bedrijven investeerden: tegen betaling van een premie kreeg de investeerder de helft van zijn inleg terug als de onderneming waarin werd geïnvesteerd omviel. Deze regeling heeft ertoe geleid dat in een korte periode veel participatiemaatschappijen werden opgericht. Bij de start van de NVP was een grote groep maatschappijen uit de participatiewereld betrokken; inmiddels heeft de NVP zeventig leden. De NVP behartigt tegenwoordig de belangen van nationale en internationale participatiefondsen, voert marktonderzoek uit en draagt bij aan de professionalisering van de leden van de aangesloten verenigingen door middel van opleidingen. De goede band tussen overheid en participatiemaatschappijen is gebleven, met name op het gebied van venture capital. De innovatiefondsen, die momenteel door verschillende provincies worden opgezet met geld uit de verkoop van energiebedrijven, gaan ook een belangrijke rol spelen als co-financiers van private venture capital en groeifondsen.

De NVP becijferde dat 1.400 Nederlandse bedrijven eind 2013 geheel of deels in handen waren van private equity en dat die bedrijven in totaal een omzet hadden van 80 miljard euro. Dertien procent van het bruto binnenlands product wordt verdiend door bedrijven in de portefeuilles van participatiemaatschappijen.



meerderheidsbelang of een groot minderheidsbelang in het aandelenkapitaal. Bij familiebedrijven kunnen ze bijvoorbeeld helpen zoeken naar een geschikte opvolger. Bij het in zee gaan met een participatiemaatschappij ontstaat een *partnership* voor een langere duur, al blijven investmentmanagers op zekere afstand – bijvoorbeeld als lid van de raad van commissarissen. Onderzoek van Nyenrode toont aan dat slechts een vijfde deel van familiebedrijven tot tweehonderd medewerkers werkt met een vorm van extern toezicht. Ondernemers die voor private equity gaan, moeten wel kunnen 'loslaten'.

FOCUS EN VASTHOUDENDHEID

Banken zijn terughoudender geworden in het verstrekken van kapitaal. De private equity-sector

speelt een steeds grotere rol in de Nederlandse economie en wint hierdoor aan zichtbaarheid. De fondsen hebben veel kapitaal beschikbaar, maar de investeerders blijven kritisch en selectief. Uit onderzoek van de NVP blijkt dat bedrijven met een externe aandeelhouder effectiever zijn dan hun peers. Een actieve aandeelhouder brengt *know how* en een netwerk mee. En misschien nog wel belangrijker: hij zorgt ook voor focus en vasthoudendheid. Vaak verbeteren externe aandeelhouders bijvoorbeeld ook de cyclus op het gebied planning en *control*. Tijdens de maandelijkse overleggen kijkt de aandeelhouder ook naar wat hij zelf kan bijdragen aan de realisatie van de strategie, soms wordt een senior bestuurder uit een groter bedrijf aangetrokken om een kleiner bedrijf te leiden. ●

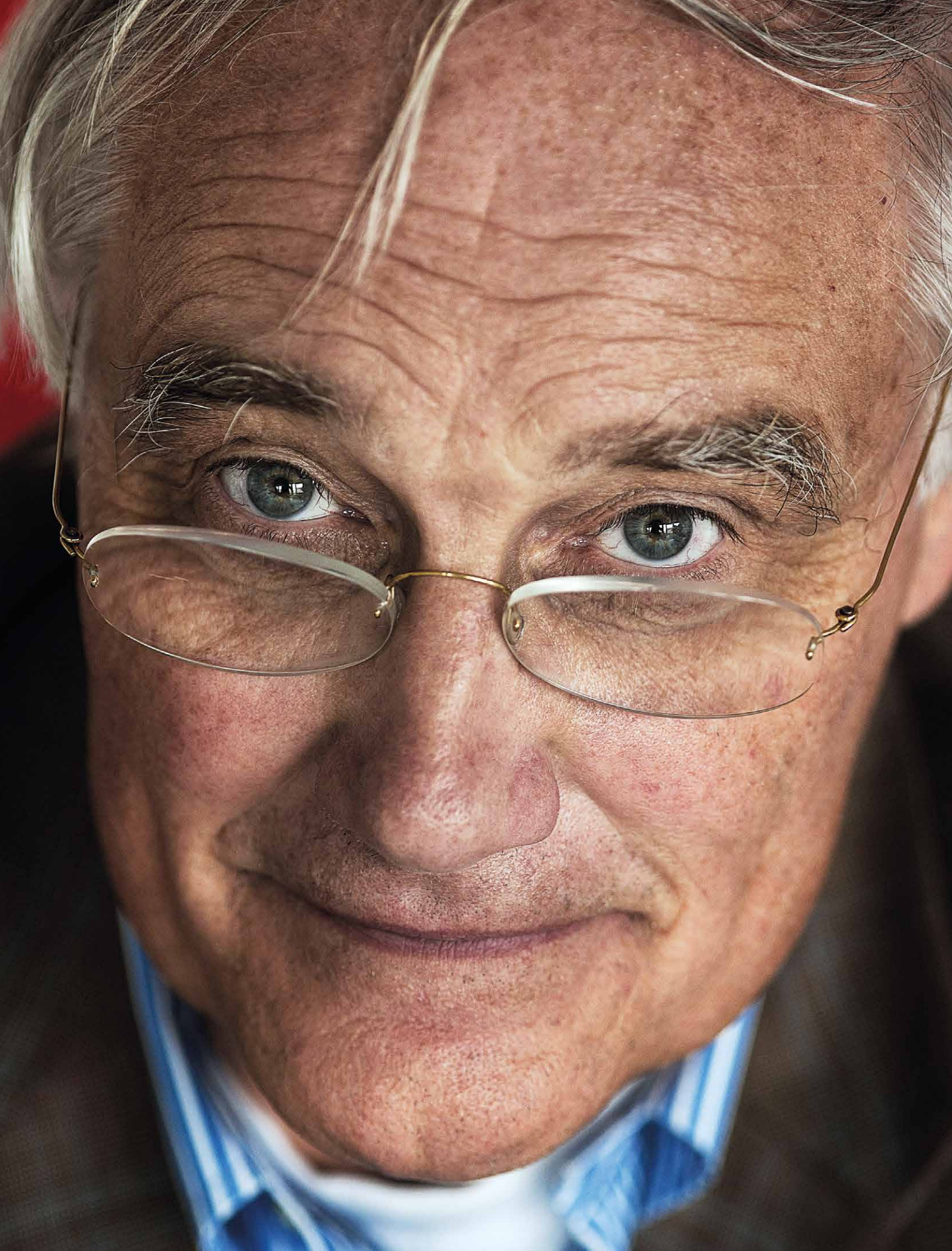
IK WIL
bereik

**Nieuwe doelgroepen bereiken
door de Sandd Burenmailing.
sandd.nl/burenmailing**

Marketing-/communicatie professionals die écht willen, bereiken meer. Zeker met Sandd, de zakelijke post-bezorger en DM-expert die uw ambities wil helpen waarmaken. Wilt u nieuwe doelgroepen in beweging brengen? Meer traffic? Meer response? Een goede DM-actie is een boodschap die echt binnenkomt. Bij de juiste mensen. Heeft u een origineel idee voor een mailing? Dan helpen wij u graag bij het samenstellen van een kwalitatief adressenbestand, of het uitbreiden daarvan. Heeft u bijvoorbeeld al eens gedacht aan een burenmailing? Of een look-a-like-mailing? Als u weet wie u wilt bereiken, weten wij hoe. Bel 06 - 20 444 626 of kijk op sandd.nl/bereik

Waar een wil is, is Sandd





DOSSIER

30 JAAR
PRIVATE
EQUITY

‘Private equity is belangrijk voor de bv Nederland’

Philip Houben, voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, breekt een lans voor een sector van onschatbare maatschappelijke waarde.

Interview en tekst Erik Bouwer Fotografie Marco Bakker

Het dertigjarig bestaan van de NVP is reden om stil te staan bij de nadrukkelijke rol die private equity in onze economie speelt. Philip Houben, voorzitter van de Nederlandse Vereniging van participatiemaatschappijen (NVP), blikt terug en vooruit op een sector in beweging.

◦ *Hoe ziet de Nederlandse private equity-sector eruit?* ‘De ongeveer zeventig private equity-partijen die in Nederland actief zijn hebben momenteel deelnemingen in 1.400 bedrijven, die samen zo’n tien tot vijftien procent van de economie in dit land vertegenwoordigen. Een zeer relevante factor in de maatschappij dus. Toch moeten we nog vaak uitleggen wat private equity is. Eerlijk gezegd wist ikzelf tot begin jaren negentig ook niet precies wat die private equity-clubs deden, terwijl ik nota bene in het bedrijfsleven zat. Ik had natuurlijk wel van venture capital

gehoord, maar dat de private equity-sector hele divisies overnam en ook volgroeide bedrijven verzelfstandigde, dat was ook voor mij nieuw. Ook nu nog begin ik toespraken vaak met de uitleg dat ‘private’ equity niets anders is dan ‘non-public’ equity, en dat het dus om al die investeerders gaat die risicokapitaal verschaffen aan niet-beursgenoteerde bedrijven. Dat kan feitelijk in elke levensfase van een onderneming zijn. Het heeft wel vaak te maken met een *life event* van het bedrijf: het ontwikkelen en naar de markt brengen van de eerste producten, een snelle groeifase, eigendomsoverdracht, internationalisering of de verzelfstandiging van een bedrijfsonderdeel. Het gaat dus ook altijd om een relatief risicovolle ondernemingsperiode, waarvoor extra aandelenkapitaal nodig is of een nieuwe aandeelhouder die behalve kapitaal ook expertise meeneemt om die uitdaging aan te gaan.’

◦ *Speelt duurzaamheid een belangrijke rol bij verschafters van durfkapitaal?* ‘Wat het grote publiek zich niet realiseert, is dat het kapitaal van private equity-fondsen uiteindelijk afkomstig is van pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en *family offices*, en niet alleen van vermogende particulieren. In de loop der jaren zijn al die beleggers steeds meer belang gaan hechten aan duurzaamheid. Zij hebben gemerkt dat het nog niet zo eenvoudig is om beleggingen zó te selecteren en te beheren dat

**‘ER IS MEER
BEHOEFTE
AAN HYBRIDE
FINANCIERINGS-
VORMEN’**



Philip Houben (64)

Opleiding

Bedrijfskunde, Delft
Scheikunde, Groningen

Loopbaan

2011 - heden Voorzitter NVP
2009 - heden Commissaris TKH Group
2013- heden Commissaris Stork Technical Services
2011 - 2014 Voorzitter rvc Unit 4
2000 - 2010 President & ceo Wavin
1997 - 2000 President Tenneco Packaging Europe
1994 - 1997 Divisie directeur KNP BT Verpakkingen
1990 - 1994 Managing director Gelria Kartonnage
1986 - 1990 Corporate strategy Bührmann-Tetterode
1980 - 1986 Diverse functies Aluminium Company of America
1975 - 1980 Investment officer United Nations Capital Development Fund

Interesses

zeilen, fietsen en zingen

Thuis

Getrouwd, drie kinderen en twee kleinkinderen

Meer over
Philip Houben op
www.managementscope.nl

voldaan wordt aan hun duurzaamheids-eisen. Private equity blijkt door het actieve en betrokken aandeelhouders-model een heel geschikte manier om dergelijke doelen te halen en als eindbelegger ook goed op de hoogte te blijven van wat er speelt in de bedrijven waarin het kapitaal geïnvesteerd is. Bekende Nederlandse bedrijven die bijvoorbeeld *cradle to cradle*-certificaten hebben, zijn in handen van een participatiemaatschappij. Denk aan Mosa, Desso, Van Gansewinkel.’

◦ *Zijn bedrijven beter af met private equity?* ‘De sector kan bogen op een goed verhaal. Een Europawijd onderzoek, door Frontier Economics op-

gesteld voor onze Europese zusterorganisatie EVCA, heeft aangetoond dat bedrijven in handen van private equity meer werkgelegenheid creëren dan vergelijkbare bedrijven die beursgenoteerd of in familiehanden zijn. Ze groeien harder, zijn innovatiever en ook het rendement op geïnvesteerd vermogen is bij bedrijven die gebruik maken van private equity hoger dan bij vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven of familiebedrijven; dat komt ook naar voren uit andere analyses en wetenschappelijk onderzoek.

Dat is ook niet zo verwonderlijk: participatiemaatschappijen zijn erg gefocust op groei, op de langere duur willen ze het bedrijf in een betere conditie verkopen

en ze zullen al hun ervaring inzetten om dat te bereiken. Private equity kan met enig recht zeggen dat ze Schumpeters spel van *creative destruction* beter speelt: je zet je geld daar in waar de toekomst ligt en haalt het geld weg daar waar krimp of *underperformance* optreedt. Private equity-partijen stappen in bedrijven voor een periode van vijf tot tien jaar. Dat zijn vaak de toppers in een markt, die een partner zoeken om hun plannen te kunnen verwezenlijken. Maar er zitten ook bedrijven bij die in krimpende markten opereren en waar lastige beslissingen moeten worden genomen. Onderzoeken laten zien dat drie jaar na de investering deze bedrijven gemiddeld genomen meer mensen aan het werk hebben.’

◦ *Wat zegt u tegen de mensen die de sector verwijten vooral met leverage te werken?* ‘Er is inderdaad een periode geweest dat bij investeringen in volwassen bedrijven *financial engineering* – voordeel boeken door optimalisering van de financieringsstructuur – voldoende was om een goed rendement te maken. Inmiddels zijn we weer terug bij onze oorsprong: bedrijven beter maken met kennis, ervaring en een netwerk. Je ziet daardoor ook dat meer partijen zich gaan specialiseren. Er bestaan nu partijen die zich geheel richten op segmenten zoals zorg, detailhandel, levensmiddelen, *clean tech* of *life sciences*, maar ook bijvoorbeeld groeiondersteuning of *turnarounds*.’

◦ *Ontwikkelingen in een nieuwe markt als de zorg gaan wel langzaam.* ‘Dat klopt, en daar maak ik mij ook zorgen over. Bijvoorbeeld over de politieke discussie rondom winstuitkering in de zorgsector. Als de overheid zegt ‘ik kan het niet allemaal meer betalen’ en vanuit dat oogpunt ruimte geeft aan marktpartijen, dan is het logisch dat er regels gemaakt worden voor handhaving van kwaliteit en toegankelijkheid van de zorg. Maar marktpartijen willen juist graag investeren in kwaliteitsverbetering en efficiëntere zorg, en dan moet je geen discussie hebben over winstuitkering. Beleggers en investeerders zoeken naar rendement en dat is in de zorgsector volop te realiseren. We vergrijzen en worden vaker ziek. Het is niet alleen een groeimarkt, er is dankzij nieuwe technologische ontwikkelingen ook veel ruimte voor kwaliteits- en productiviteitsverbetering. Het is voor participatiemaatschappijen interessant om die investeringen te doen, maar alleen als de toekomstige winsten naar beleggers kunnen terugvloeien.’

◦ *Is er voldoende aanbod aan financieringsvormen in Nederland?* ‘We hebben in Nederland nog steeds een erg traditionele scheiding tussen vreemd vermogen dat van de bank komt en eigen vermogen van private equity of de beurs. Bankfinanciering was in Nederland over de afgelopen veertig jaar relatief gemak-

kelijk te krijgen, misschien wel iets te gemakkelijk met de kennis van achteraf. Er was dus niet direct behoefte aan andere vormen. Nu banken terughoudender zijn omdat ze kapitaalbuffers moeten opbouwen en risico’s anders beoordelen, staan we in Nederland een beetje te kijken: we missen flexibiliteit nu een van de gevestigde partijen minder kapitaal kan verschaffen. In de ons omringende landen en ook in de VS bestaan meer hybride vormen. Denk aan mezzanine-leningen, converteerbare obligaties, achtergestelde leningen, onderhandse leningen – in de VS populair – of aan Duitse *Gutschriften*, die het goed doen in de Duitse cultuur van familiebedrijven. Ook hier begint behoefte te ontstaan aan dergelijke tussenvormen. Als een ondernemer niet bij de bank terecht kan, dan is aandelenkapitaal nu het enige alternatief. Voor veel ondernemers is dat een punt: ze moeten dan zeggenschap gaan delen. Bij tussenvormen is dat niet altijd noodzakelijk, terwijl ondernemingen daarmee wel hun eigen buffervermogen kunnen versterken. Ook voor private equity-partijen zou zo’n tussenvorm een mooie oplossing zijn om financieringen rond te krijgen.’

◦ *Waar gaat aan de kant van de beleggers de aandacht nu vooral naar uit?* ‘Beleggers hebben rendement als toprioriteit. Pensioenfondsen willen vóór alles hun dekkingsprobleem oplossen dan wel voorkomen dat ze een dergelijk probleem ooit krijgen. Ook andere institutionele beleggers beleggen in de eerste plaats omdat zij voor zichzelf of hun klanten een goed rendement willen maken. Private equity kan daaraan een belangrijke bijdrage leveren, want we hebben inmiddels een historie van dertig jaar met gemiddeld genomen superieure

rendementen, beter dan de andere beleggingscategorieën.

Maar beleggers gaan ook steeds meer op de kosten letten. Pensioenfondsen publiceren sinds dit jaar informatie over kosten per beleggingscategorie. Transparantie over kosten is een goede ontwikkeling, maar moet wel altijd in relatie gebracht worden met gerealiseerde rendementen. Private equity is een relatief dure categorie. Het kost geld om een organisatie te bemensen met experts die tientallen bedrijven grondig analyseren en daarvoor plannen maken voordat zij ook maar één investeringsbeslissing nemen.

Ook het actieve aandeelhouderschap, echt iets toevoegen aan een bedrijf – een wezenlijk onderdeel van private equity – kost geld. Daarbovenop komen steeds meer regels op het gebied van risicobeheer en informatievoorziening, zodat beleggers weer goed aan hun toezicht-houders kunnen rapporteren. Dat kost ook geld.

Ik maak mij dus zorgen of de kostendiscussie wel in het juiste perspectief wordt geplaatst, dat men appels met peren gaat vergelijken of dat kostenelementen niet boven tafel komen. Men vergeet bijvoorbeeld dat een beursnotering de eindbelegger ook geld kost, alleen zijn die kosten verstoep in de winst- en verliesrekening van de bedrijven. Die kosten zitten dan niet in de rapportages van de pensioenfondsen. Dus transparantie is prima, maar laten we dan wel een eerlijke vergelijking maken. En laten we bij beleggingskeuzes vooral niet de kosten los van de rendementen bespreken.’

◦ *Is die groeiende regeldruk niet een gevolg van het nemen van onverantwoorde risico’s in het verleden?* ‘Laat ik dan allereerst stellen dat de private equity-

‘WE LATEN BEDRIJVEN BETER PRESTEREN DOOR ONZE KENNIS, ERVARING EN NETWERK’

'MET TE VEEL REGELS DRAAIEN WE DE KIP MET DE GOUDEN EIEREN DE NEK OM'

sector relatief ongeschonden door de financiële crisis is gekomen. Het percentage deconitures van bedrijven in handen van private equity is gering en lager dan van familiebedrijven of beursgenoteerde ondernemingen. De staat of de belastingbetaler heeft ook geen private equity-huizen hoeven bij te staan of te redden. De sector heeft geen systeemrisico met zich meegebracht.

Tegen die achtergrond is de toegenomen regeldruk dus niet geheel op zijn plaats. Niettemin vertel ik onze leden dat de regeldruk onontkoombaar is en vooral een gevolg van de toegenomen maatschappelijke relevantie van onze sector.

De toegenomen angst voor risico's bij het publiek is natuurlijk wel begrijpelijk als we terugblikken op de economische achttien van de afgelopen jaren. Maar als we steeds meer risico's gaan uitsluiten, dan nemen de kansen voor beleggers om rendement te maken navenant af. Die boodschap wordt onvoldoende verkondigd. Ik constateer dat een pensioenfondsbestuurder straks wordt afgerekend op kosten en op kortetermijngebeurtenissen, maar niet op het feit dat over veertig jaar het rendement van zijn fonds 5,5 procent is geweest terwijl dat van de concurrentie 6,0 procent was. Dat lijkt een gering verschil, maar kan bepalend zijn voor wel of geen inflatiecorrectie op je pensioen.'

◦ **Hoe breng je kostendiscussies en langetermijnperspectieven bij elkaar?** 'De enige oplossing voor dit vraagstuk is veel communiceren en uitleg geven. En misschien anders rapporteren: als je op jaarbasis rapporteert, gaan mensen uit van rendementen op jaarbasis. De kosten van de performance hebben zelden betrekking op het jaar waarin ook de rendementen worden gerealiseerd.

Het leidt tot vreemde conclusies als je binnen een jaar de kosten afzet tegen het rendement. De NVP wil graag meer communiceren met de bestuurders achter de pensioenfondsen en met een breder publiek. We leggen steeds uit wat deze sector doet. We dragen niet alleen bij aan betere bedrijven, maar zorgen ook voor betere pensioenen. De bestuurders bepalen welke delen van het kapitaal naar welke categorieën gaan. We vinden het ook voor de bv Nederland belangrijk dat er meer geld richting private equity en venture capital gaat, zeker wanneer bankfinanciering minder gemakkelijk gaat.'

◦ **Hoe vind je als ondernemer met een kapitaalbehoefte het juiste loket?** 'In Nederland kijken we met alle andere onderdelen van de financiële sector – banken, Kamers van Koophandel, de Nederlandse Vereniging van Banken en alternatieve financiers – hoe we ondernemers sneller en beter bij de juiste financiers kunnen krijgen. Het blijkt dat bij al die partijen veel aanvragen binnenkomen, maar dat slechts een klein deel wordt ingewilligd. Kennelijk staan veel ondernemingen aan het verkeerde loket of hebben ze de verkeerde vraag. Elke financier gaat op zijn eigen manier te werk. We moeten beter samenwerken om ondernemingen gemakkelijker het juiste loket te laten vinden.'

◦ **Wat doet de NVP daaraan?** 'Als je goed zoekt – dat is een element van getalenteerd ondernemerschap – vind je als ondernemer lijsten van investeerders en financieringsvormen bij onder meer de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland – het vroegere AgentschapNL – of bij het Ondernemersplein. Ook de NVP heeft haar website met informatie voor ondernemers en een zoekmachine

waar zij de aangesloten investeerders en adviseurs kunnen vinden. De NVB zet samen met MKB-Nederland een zoekmachine op. De nieuwe KvK-organisatie is ermee bezig. De NVP wil aansluiten op deze nieuwe platforms. Verder zijn we vaak in het land bij De Week van de Ondernemer en bij *events* waar ondernemers kunnen *pitchen* voor investeerders en dergelijke.'

◦ **Hoe gaat de NVP het dertigjarig bestaan vieren?** 'Tijdens ons lustrumseminar in november staan we stil bij de successen van de sector: wat heeft dertig jaar private equity Nederland opgeleverd? We willen het seminar ook aangrijpen om het private equity-model en de *management buy-out* aan een breder publiek te laten zien. Beide bieden kansen aan ondernemingen en managementteams. Mensen die denken aan management buy-outs, zouden we graag willen mobiliseren.

We willen ook aandacht vestigen op de groei en innovaties die ondernemingen met een participatiemaatschappij aan hun zijde hebben kunnen realiseren. We kunnen daar mooie voorbeelden van laten zien.

Tot slot zal er ook aandacht zijn voor een keerzijde van het volwassen worden van de sector: de regelgeving neemt toe. We waken ervoor dat de regelgeving niet doorslaat naar de bedrijven in onze portefeuilles. Een voordeel van private equity is nu juist dat je *niet* te maken hebt met de omvangrijke regelgeving, toezicht en communicatie-eisen van de publieke aandelenmarkt. Inmiddels is de private equity-sector ook gereguleerd door een Europese richtlijn. (AIFMD - Alternative Investment Fund Managers Directive – *red.*), die is bedoeld om de financiële stabiliteit te vergroten en de belangen van beleggers beter te beschermen. We waarschuwen er wel voor dat die regelgeving niet moet doorschieten. Private equity is geen sector waar de kleine belegger beschermd moet worden: het gaat om professionele partijen die stevig in het zadel zitten. Met te veel regels en kosten draaien we de kip met de gouden eieren de nek om.' ●

Maakt u het beste management buy-out plan?

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) bestaat dit jaar dertig jaar en kijkt terug op mooie successen. Vooruitkijken is natuurlijk nog interessanter: de NVP is altijd geïnteresseerd in nieuwe mogelijkheden. Daarom zoeken we samen met KPMG en Ebbinge naar het beste management buy-out plan van dit jaar.



De Nederlandse participatiemaatschappijen staan er goed voor. Niet alleen hebben zij goed gevulde portefeuilles, zij hebben ook geld voor nieuwe plannen.

De grote vraag is: waar zijn de goede ondernemingen, met gemotiveerd management die klaar zijn voor een nieuwe stap en verder willen groeien? Welk managementteam denkt dat er meer mogelijkheden zijn als er nieuwe investeringen gedaan kun-

nen worden, of als die overname die al zolang op het wensenlijstje staat eindelijk gerealiseerd kan worden? Bij welke onderneming spelen opvolgingsvraagstukken? Welke businessunit van een grote multinational is geen echte kernactiviteit meer? Dit zijn nu precies de situaties waarbij een participatiemaatschappij samen met het management de oplossing kan bieden.

Hoe werkt het? Zijn jullie het managementteam dat al lang de wens

koestert om een management buy-out te doen? Stuur dan je plan voor 1 september a.s. aan Caroline Zijlstra: zijlstra@nvp.nl. Je plan wordt vanzelfsprekend vertrouwelijk behandeld. Vervolgens wordt in een quick scan door specialisten van KPMG en Ebbinge de haalbaarheid van de buy-out getoetst. Wie weet heb jij het beste management buy-out plan van het jaar!

De uitreiking van de MBO-Award 2014 vindt plaats tijdens het NVP-lustrumseminar in november. ●

DOSSIER
30 JAAR
PRIVATE
EQUITY

MONEY TALKS

Hoe staat het met de financiering van bedrijven? Welke trends spelen bij overnamefinanciering? Drie kapitaalverstrekkers – vanuit beurs, bank en investeringsmaatschappij – geven hun visie.

Interview Tjarda Molenaar Tekst Erik Bouwer Fotografie Lex Draijer

Klaas Knot zei eerder dit jaar dat veel bedrijven niet meer behoefte hebben aan bancaire krediet, maar aan eigen vermogen. Hij doelde op het mkb, maar zijn uitspraak onderstreept een trend: het belang van een gezond eigen vermogen wordt weer algemeen erkend. Als basis om te kunnen investeren, groeien en innoveren en om vreemd vermogen te kunnen aantrekken.

De reguliere kredietverlening is onder andere door het economische klimaat na de val van Lehman Brothers afgenomen, maar vanuit private equity is de vraag aan banken om te assisteren bij transacties juist toegenomen. Ook de beurs ziet nieuwe kansen. Op het hoofdkantoor van de jubilerende Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen zitten drie kapitaalverstrekkers aan tafel bij directeur **Tjarda Molenaar**, die het gesprek leidt. De belangrijkste vragen die ter tafel komen: hoe staat de financiering van middelgrote bedrijven er in Nederland voor? En wat is de rol van eigen vermogen in ondernemingsfinanciering? **Anne Louise Metz** is head of listings Euronext Amsterdam. Euronext ziet een groeiende belangstelling van private



Tjarda Molenaar, Peter-Jan Hooy, Anne Louise Metz en Caroline Huyskes-van Doorne.

equity-partijen als het gaat om een *exit* via de beurs. **Caroline Huyskes-van Doorne** is partner bij investeringsmaatschappij Egeria. Egeria investeert via meerderheidsbelangen in Nederlandse bedrijven of bedrijven met een sterke Nederlandse link met een ondernemingswaarde van 50 tot 250 miljoen euro. **Peter-Jan Hooy** leidt bij ING het team structured acquisition finance en is betrokken bij financiering van ondernemingen met een waarde van 20-300 miljoen euro, die door private equity partijen worden overgenomen.

◦ *Ondernemingen hebben eigen vermogen vooral nodig om te investeren in langetermijngroei. Daarnaast is eigen vermogen een voorwaarde om aanvullend vreemd vermogen aan te trekken. Als gevolg van de economische omstandigheden van de laatste jaren is de vraag naar kapitaal afgenomen. Welke trend zien we op het gebied van overnamefinanciering? Ik heb de indruk dat er sprake is van een kentering.*

Huyskes-van Doorne: ‘2013 was inderdaad een extreem rustig jaar op het gebied van nieuwe investeringen. In ons segment zijn er maar vijf transacties gedaan, normaal zijn er twintig tot dertig transacties per jaar. Vorig jaar werden verkopen nog vaak uitgesteld, maar sinds het laatste kwartaal van 2013 is een omslag zichtbaar, het economisch tij wordt wat beter. De plannen van ondernemers zijn realistischer en vraag- en aanbodprijzen liggen dicht bij elkaar. Ook de banken zijn positiever. De vraag is natuurlijk hoe lang het goed blijft gaan, de basis is fragiel.’

Hooy: ‘Die kentering moet je genuanceerd bekijken. Het is bij ons team de afgelopen vijf, zes jaar niet rustiger geworden, maar juist drukker. De val

van Lehman heeft ook nieuwe kansen opgeleverd. Allereerst zijn grotere Britse en Amerikaanse private equity fondsen op zoek gegaan naar nieuwe mogelijkheden als gevolg van het sluiten van de financieringsmarkt voor zeer grote transacties. Meer en meer richten zij zich op middelgrote bedrijven, nu ze gezien hebben dat daar procentueel hoge rendementen te behalen zijn. In de midkap-sector zijn misschien wel iets minder nieuwe transacties geweest, maar in onze eigen private equity-portefeuille is de dynamiek niet afgenomen. Dat komt omdat deze bedrijven continue zijn blijven investeren in groei, daarbij geholpen door hun private equity-aandeelhouder. Ons team is de afgelopen vijf jaar alleen maar gegroeid en het financieringsvolume is ieder jaar met vijftientig tot dertig procent toegenomen. Ook midden in de crisis, in 2009, toen Bol.com naar de markt ging, zagen wij dat als een mooie kans. Terwijl veel andere partijen aarzelden als gevolg van de crisis.’

◦ *Zijn financieringsstructuren inhoudelijk veranderd ten opzichte van een paar jaar geleden?*

Hooy: ‘Er zijn kleine verschuivingen zichtbaar in de verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen, afhankelijk van hoe het gaat met de economie. Maar wat in zowel hoog- als laagconjunctuur het belangrijkste punt is, is dat het gaat om het benutten van groeimogelijkheden.’

Huyskes-van Doorne: ‘Egeria koopt gemiddeld genomen bedrijven voor zes maal EBITDA. Voorheen investeerden wij daar een factor twee tot 2,5 maal eigen vermogen in en drie maal vreemd vermogen. Tegenwoordig is het aandeel eigen vermogen wat hoger dan vroeger. Bij overnames waar meer dan 40 miljoen vreemd vermogen nodig is, heb je tegenwoordig twee banken nodig.’

◦ *Het middenbedrijf had altijd relatief beperkte mogelijkheden om naar de beurs te gaan. Welke alternatieve mogelijkheden zijn er voor deze ondernemingen?*

Metz: ‘De ondernemer kan veel van de beurs verwachten. We hebben een kleine groei in de transacties gezien, vooral richting Euronext. Alternext Amsterdam (een pan-Europese beurs met minder stringente regelgeving, gericht op het midden- en kleinbedrijf met een marktkapitalisatie tussen de 10 en 80 miljoen euro – *red*) wordt momenteel afgebouwd, omdat we de meeste transacties toch naar de volledig gereguleerde beurs zagen gaan. Ondernemingen die naar de beurs gaan, hechten sterk aan hun onafhankelijkheid. Ze willen geen deel uitmaken van een andere grote onderneming. Anderzijds

zijn er ook ondernemingen die stellen dat ze een overname of fusie juist nodig hebben om verder te komen. Deze bedrijven kijken ook naar private equity en mogelijke alternatieven.’

Hooy: ‘Ondernemers die zich oriënteren op een nieuwe of medeaandeelhouder wenden zich vaak tot de bank met het verzoek om advies: wat is de beste oplossing? Vaak zijn we al lange tijd bij zo’n onderneming betrokken en kennen deze door en door. Bij ons advies geven de achterliggende motieven van de ondernemer de doorslag. Wil je een meer passieve of meer actieve medeaandeelhouder? Die overweging is uiteindelijk belangrijker dan de hoeveelheid geld die men denkt te kunnen ophalen. Wij kunnen adviseren over alle mogelijke financieringsinstrumenten, of het nou leningen, obligaties of een beursgang betreft.’

Metz: ‘Voor sommige bedrijven kan het vervelend zijn om terug te moeten naar de venture capitalist of private equity partij. Wanneer er genoeg belangstelling is van beleggingsfondsen, professionele beleggers en vermogende individuen die gespecialiseerd zijn in kleinere bedrijven, kan een beursgang als alternatieve tweede of derde financieringsronde fungeren, ook bij beperkte liquiditeit. Beleggers die hier instappen, moeten zich hiervan bewust zijn. Vaak wordt gestart met kleine tranches van een paar miljoen euro; vervolgens kunnen zij regelmatig een beroep doen op de kapitaalmarkt. Dit werkt goed voor bedrijven om hun businessplan te realiseren, geld op te halen, doelstellingen te verwezenlijken. De onderneming krijgt zo voldoende tijd om te groeien.’

◦ *Wanneer moet een ondernemer denken aan private equity en wanneer niet?*

Hooy: ‘Je ziet vaak dat ondernemers aan private equity gaan denken op het moment dat ze op een kruispunt in het bestaan van hun onderneming zijn aanbeland. De onderneming is dan toe aan een stap richting nieuwe markten of producten, of nieuw management.’

Huyskes-van Doorne: ‘Veel ondernemers komen op dat kruispunt tot de overweging dat het interessant kan zijn om met een ander op te trekken. Bij private equity krijg je er een klankbord bij en extra handjes, die helpen bij het doen van overnames of bijvoorbeeld bij het regelen van bankfinanciering. Vaak hebben we al een jarenlange relatie met de ondernemingen die wij acquireren. Ondernemers besluiten niet van de ene op de andere dag om de meerderheid van hun aandelen te verkopen aan een investeringsmaatschappij. Het is een ingrijpende beslissing.’



Anne Louise Metz (44) is head of listings Euro-next Amsterdam. Hiervoor had ze een adviesbureau voor investor relations en financiële communicatie. Ze studeerde political science aan de University of Connecticut (cum laude) en behaalde een MBA aan Insead.

‘Ondernemers kunnen veel van de beurs verwachten’

Hooy: ‘Dat klopt. Waarbij het ook opvallend is dat veel bedrijven niet verkopen aan de hoogste bidder, maar aan de beste partner.’

Huyskes-van Doorne: ‘Wij zien meer dan honderd ondernemingen per jaar; vijftig halen de eerste screening niet omdat ze niet voldoen aan onze investeringscriteria. Dat gezegd hebbende, is er voor ieder soort bedrijf private equity beschikbaar. Er zijn veel verschillende spelers op de Nederlandse markt.’

◦ *Hoe verloopt de stap richting een beursgang? Moeten ondernemers wennen aan meer transparantie en een groter speelveld?*

Metz: ‘Ook wij zijn voorafgaand aan een beursgang al een aantal jaren met de ondernemer in gesprek. Kleinere bedrijven zijn soms een beetje huiverig voor de transparantie die gepaard gaat met een beursgang. Je hebt te maken met een groot publiek, waar je niet altijd goed mee kunt communiceren. Bij private equity zit je wekelijks om de tafel met een kleine groep om uit te leggen waarom je wel of niet je doelstellingen hebt gehaald. Ondernemingen die hebben gekozen voor het naar de markt brengen van obligaties, doen daarmee ervaring op: hoe is het om aan een grote groep beleggers verantwoording af te leggen? Hoe ga je om met *calls* van analisten? Vaak wordt in zo’n periode de basis gelegd voor een beursgang: de governance en compliance komt op orde en het bedrijf leert gedisciplineerd met de buitenwereld omgaan. Dat maakt ook de stap naar private equity gemakkelijker: alle systemen en rapportages zijn al opgetuigd. Het werken met obligaties is vaak een voorstadium van een aandelenuitgifte. Daarnaast kunnen obligaties een alternatief voor bankleningen zijn, zeker daar waar banken een meer terughoudende rol innemen.’

‘De bank kijkt door trends heen’

Peter-Jan Hooy (50) is meer dan twintig jaar werkzaam in de zakelijke kredietverlening bij ING. Hij leidt het team structured acquisition finance. Hooy studeerde fiscaal recht aan de universiteit van Amsterdam.



Caroline Huyskes-van Doorne (47) studeerde bedrijfs-economie aan de Rijksuniversiteit van Groningen en partner bij Egeria, waar ze sinds 2003 aan verbonden is. Tot 2002 was Huyskes-van Doorne werkzaam op de afdeling investment banking van Van Lanschot.



‘Private equity biedt een klankbord en extra handjes’

◦ *Kortgeleden waren de financieringsmogelijkheden voor het middensegment beperkt: via aandelenkapitaal bij beurs, private equity of informals, of via banken. Komen er meer varianten beschikbaar op het vlak van eigen vermogen?*

Metz: ‘Bedrijven die geen deel uitmaken van een portfolio hebben moeite om de financiering van *working capital* op orde te houden en te groeien. Die hebben behoefte aan aanvullende financieringsmogelijkheden. Samen met ING, Robeco, ABN Amro en een aantal pensioenfondsen hebben wij daarom kortgeleden NL Ondernemingsfonds opgezet, waarbij pensioenfondsen bijvoorbeeld beleggen in kleinere leningen.’

Hooy: ‘Het is erg interessant om te zien hoe dit verder verloopt. Hoe gaat de kapitaalverschaffer in de vertrouwensrelatie met de ondernemer om als het een keer wat minder goed gaat? Hoe afhankelijk wil je zijn van een partij die je eigenlijk niet zo goed kent?’

Huyskes-van Doorne: ‘Bij Egeria weten we bij iedere bank precies wie er aan de andere kant van de tafel zit en dat werkt erg prettig. Het is belangrijk om transparant en open met je bankiers te kunnen spreken over ontwikkelingen. Samenwerken met een mezzaninefonds – dat achtergestelde leningen verstrekt – of obligatiefonds zou voor ons wel een flinke stap zijn: je weet niet precies met wie je te maken hebt.’

Hooy: ‘Er wordt in Nederland nog maar weinig met achtergestelde leningen gedaan.’

◦ *Je zet de stap naar mezzanines alleen als je het nodig hebt om het totale bedrag rond te krijgen? Of hebben Nederlandse middenbedrijven deze vorm nog niet nodig?*

Huyskes-van Doorne: ‘Mezzanines zijn in Nederland nog niet echt van de grond gekomen. Je kunt het extra benodigde geld ook binnenhalen met extra eigen vermogen, bijvoorbeeld door af te spreken met de bank dat bij succes het extra bedrag binnen een jaar terugkomt als dividend.’

Hooy: ‘Er is bij mezzaninefinanciering sprake van een andere risicoklasse, en dus een ander prijskaartje.’

◦ *Bedrijven hebben van de crisis geleerd dat eigen vermogen belangrijk is als basis voor herstel en groei.*

Hooy: ‘En private equity biedt daarvoor mogelijkheden. Daarnaast heeft de crisis geleerd dat banken ook niet moeten overfinancieren. De bank probeert door trends heen te kijken en laat de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen afhangen van wat past bij de onderneming. Dat kan fluctueren; het is nu eenmaal zo dat bij een stijgende economie de resultaten van de onderneming ook weer stijgen en dat levert een basis op voor meer financiering. Belangrijk is dat je als bank een langetermijnanalyse van de onderneming maakt. Als je een paraplu-fabriek financiert en er is een jaar geen regen, moet je niet verrast zijn als de resultaten wat minder zijn.’

◦ *Wat moet er nog gebeuren om de toeganke-lijkheid van eigen vermogen goed te houden voor dit middensegment?*

Metz: ‘Tot voor kort zaten de marktomstandigheden tegen om een beursgang voor het middensegment te realiseren. Deze marktomstandigheden zijn aanzienlijk verbeterd. De keuze voor een beursgang is aan de onderneming en aan de zittende aandeelhouders.’

Huyskes-van Doorne: ‘In Nederland is private equity in de afgelopen tien jaar een volwassen investeringsvorm geworden. Het gaat om betrokken aandeelhouders die actief bezig zijn met de onderneming. De partijen die daarvoor kiezen, worden nu beloond.’ ●



Tjarda Molenaar is directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP)

ATKearney

Delivering immediate impact and growing advantage.

Since 1926, A.T. Kearney has been helping leading companies around the world, in all major industries, address their most pressing issues. Our global partnership continues to be defined by the values that Tom Kearney built into our foundation: success through collaborative relationships, intellectual integrity, and forward thinking.

A.T. Kearney's offices are located in major business centers in 40 countries.

www.atkearney.com

DE AFRIKA
SPECIALIST!



SAFARI IN AFRIKA?

Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten op 020-2012740 voor een reis op maat.



Kenia • Tanzania • Madagaskar • Seychellen • Mauritius • Zuid-Afrika
Oeganda • Zimbabwe • Namibië • Botswana • Mozambique • Zambia



De mogelijkheden zijn eindeloos, privé reizen geheel conform uw wensen!



Dossier

PRIVATE EQUITY

Een investering door een participatiemaatschappij tilt een onderneming naar een professioneel niveau en wordt door stakeholders gezien als stempel van goedkeuring. Het wordt nu tijd dat de sector (nog) meer ambitie laat zien.

66. Derk Haank

‘Equity is aantrekkelijker dan een beursnotering.’

72. Analyse

Waardevast en toekomstbestendig.

76. Rondetafeldiscussie

De geldschieter blijft groeien.

In samenwerking met
Loyens & Loeff en ABN AMRO Participaties





‘PRIVATE EQUITY GAAT GROEIEN’

DERK HAANK CEO VAN SPRINGER SCIENCE+BUSINESS MEDIA

De ceo van Springer heeft in tien jaar tijd veel ervaring opgedaan met private equity. ‘Het is een mooi en efficiënt model, financieel aantrekkelijker dan een beursnotering. Maar er is zeker ruimte voor verbetering.’

Bij een klein Duits bedrijfje, opgericht in 1842, denk je niet meteen aan private equity. Toch is de boekhandel van oprichter Julius Springer uitgegroeid tot de op een na grootste wetenschappelijke uitgeverij ter wereld. Derk Haank, ceo van Springer Science+Business Media, heeft in tien jaar tijd al drie investeringsronden met private equity achter de rug. Daar ging wel wat aan vooraf. Pas in de jaren zestig van de vorige eeuw belandde Springer in een stroomversnelling. In 1999 nam het Duitse mediabedrijf Bertelsmann een meerderheidsbelang in Springer, maar de uitgeeftak werd vier jaar later weer van de hand gedaan en overgenomen door de Britse private equity-bedrijven Cin-





ven en Candover. Dat private equity-duo ging voortvarend aan de slag: in 2004, het jaar waarin Derk Haank ceo werd, voegde men de Nederlandse uitgever Kluwer Academic Publishers toe, die in 2003 al was overgenomen van Wolters Kluwer. Later werden ook andere Nederlandse uitgeverijen, zoals Bohn Stafleu van Loghum, ingelijfd.

Vijf jaar later, in 2009, verkochten Cinven en Candover het uitgeefbedrijf aan EQT Partners en Government of Singapore Investment Corporation (GIC). Vervolgens werden opnieuw *lifesciences*-onderdelen van Wolters Kluwer overgenomen. In 2013 nam het Britse BC Partners het meerderheidsbelang over van EQT en GIC voor 4,4 miljard dollar. Springer Science+Business Media is actief met boeken, e-books en duizenden *peer-reviewed journals* in het stm-segment: *science*, *technical* en *medical*. De uitgever heeft kantoren in Berlijn, Heidelberg, Dordrecht en New York. Ceo Derk Haank, een nuchtere Achterhoeker, breekt graag heilige huisjes af – óók in zijn eigen media- en uitgeefsector – en doet dan ook niet heel erg ingewikkeld over private equity-fondsen. Friso Janmaat, managing director van ABN AMRO Participaties, spreekt met hem over de toegevoegde waarde van de private equity-partijen in de verschillende fases van de ontwikkeling van het bedrijf.

Welke verschillen zijn zichtbaar in de aanpak van de drie private equity-partijen?

‘Dat vroegen de private equity-partijen ook steeds: waarin verschillen wij van de voorganger? Ik zei: ‘Jullie werken allemaal met dezelfde spelregels, alleen jullie moeder kan je uit elkaar houden’. Daar werd natuurlijk wisselend op gereageerd. De verschillen met andere financieringsvormen, zoals de beurs of de bank, zijn veel groter dan de verschillen tussen de private equity-spelers onderling. Sommige fondsen zijn sterk in ondernemen, andere hebben veel consultants rondlopen met expertise op het gebied van werkkapitaal. Het Springer management heeft bij de selectie uiteraard op deze eigenschappen gelet, de eerste ronde uitgezonderd.’

‘De verschillen tussen private equity-spelers zijn niet zo groot’

Bij die eerste ronde waren Cinven en Candover de investeerders. Wat was hun aanpak?

‘Zowel Cinven als Candover zag in de uitgeefsector – waarin naast een handvol grote spelers veel kleintjes bestaan – veel mogelijkheden tot consolidatie. Beiden hebben geboden op Kluwer Academic en na de aankoop door Candover in 2003 hebben ze een jaar later de handen ineen geslagen om Springer over te nemen van Bertelsmann. Dat was het moment waarop ik in gesprek raakte met Springer. De private equity-partijen namen de leiding: zij hadden heel duidelijke plannen met Springer en hebben daar vervolgens doelbewust een managementteam bij gezocht. Dat zorgt voor een heel andere rolverdeling dan bij de tweede en derde financieringsronde, toen het managementteam al flink wat ervaring had opgedaan met private equity en dus wist waar je op moest letten. Bij de derde ronde lag een beursgang voor de hand, maar het managementteam heeft toen een duidelijke voorkeur uitgesproken voor een nieuwe financier – en niet een partij die weer opnieuw gaat vertellen hoe het nu verder zou moeten.’

Bij de derde ronde ging het vooral om de inbreng van kapitaal en minder om de kennis en ideeën?

‘Ja, maar bij de eerste ronde was dat ook al aan de orde. Cinven en Candover zochten iemand met een reputatie in de markt. Ook met hen is toen gesproken over wederzijdse verwachtingen ten aanzien van de bemoeienis. Het ging mij vooral om het plan, de managementcase. Ons managementteam dacht goed te weten hoe het spel gespeeld moest worden. Natuurlijk was er ruimte voor controles en voor frisse nieuwe ideeën van buitenaf, maar we hebben ook aangegeven dat we geen inmenging wensten zolang we de beoogde doelstellingen realiseerden.’

Hoe verliepen de contacten met de investeerders in de praktijk? Was er maandelijks een gesprek of stonden ze iedere week op de stoep?

‘Bij de eerste ronde bestond de board uit drie man van Cinven en Candover, drie man van Springer en twee buitenstaanders. Bij de tweede ronde met EQT waren er twee van EQT, drie van Springer en vier buitenstaanders. Op dit moment zitten er drie mensen van BC Partners en drie van ons in de board. Er zijn geen buitenstaanders meer. In alle gevallen hadden we zes maal per jaar een boardmeeting. Daarbij bleek het erg belangrijk om vanuit het managementteam iemand in huis te hebben die goed is met spreadsheets.

Dat is niet alleen nodig om te weten wat er in je onderneming gebeurt, maar ook om te kunnen werken met de spreadsheets van de kapitaalverschaffer. Er was eigenlijk een permanente open lijn tussen de financiële analisten van zowel Springer

als de financiers. Op dat niveau moet veel informatie worden uitgewisseld, zodat ook private equity zijn werk goed kan doen. Dat werkt beter dan wanneer er steeds in de boardroom over details moet worden gesproken. Op boardroomniveau is het belangrijk dat je een goed contact met de lead partner van het private equity-bedrijf hebt. Met EQT spraken we af niet langer dan een half uur over cijfers te praten, dat was een niveau lager al doorgeakkerd. De rest van de tijd kun je het over de plannen hebben. Daar hebben we veel aan gehad, maar ook het doorlopend tegen het licht houden van de strategie heeft zo zijn grenzen. Met BC Partners zijn we het daarom vooraf eens geworden over de te zetten strategische stappen: zolang we op koers blijven, hebben we het daar niet steeds opnieuw over.’

‘Fondsen hebben behoefte aan mensen die ook een snoepwinkel hebben gerund’

Rond 2009 gaven de banken aan dat de schuld van Springer te hoog was. Liep de druk vanuit de investeerders toen op?

‘De val van Lehman speelde in de tijd met Cinven en Candover; we kenden elkaar al goed en er was een goed vertrouwen ontstaan. Toen het spannend werd, zijn we vooral gezamenlijk opgetrokken tegen de banken met hun convenanten. Er ontstond een situatie waarbij de dollar sterker werd, wat gunstig was voor ons resultaat. Maar als je aan het einde van het jaar de hoogte van de schuld meet, kan die hoog uitvallen: toen dreigde er een *fee* van twintig miljoen euro, met als argument dat Springer te goedkoop leende. Wij dachten dat die convenanten bedoeld waren als *early warning*-systemen, maar het bleken vooral verborgen *fee earners* te zijn voor de banken (*als convenanten worden geschonden, kan de kapitaalverstrekker de financieringsvoorwaarden aanpassen of het krediet direct opeisen, red.*). Daardoor heb ik wel een allergie ontwikkeld voor convenanten. Onze leverage lijkt hoog – tussen de vijf en zeven maal – maar gezien onze cashflow is dat geen enkel probleem. Er zit een flinke buffer tussen cashflow en renteverplichtingen.

We hebben nu overigens geen convenanten meer. We zijn wel voor nog een derde ronde private equity gegaan. Dat is financieel aantrekkelijker dan een beursnotering met dividend en renteverplichtingen.’

Wat zouden private equity-maatschappijen beter kunnen doen?

‘Bij private equity wordt de ‘2 en 20 regel’ gehanteerd. Die twee procent is bedoeld voor de bedrijfsvoering van het private equity-fonds. Ik heb de indruk dat de fondsen *overstaffed* raken: ze steken veel geld in jonge, slimme medewerkers die

DERK HAANK (61)

Opleiding

Bedrijfseconomie, Universiteit van Amsterdam

Loopbaan

2004 - heden

Ceo Springer Science+Business Media

1999 - 2004

Lid raad van bestuur Elsevier

1996 - 1999

Groepsdirecteur Business Press Europe

1991 - 1996

Algemeen directeur Misset vakbladen

1989 - 1991

Chief executive Elsevier Science

Publishers Ltd Londen

1987 - 1989

Managing director Elsevier Science

Publishers Ltd Londen

1987 - 1987

Stafmedewerker Elsevier

1980 - 1986

Wetenschappelijk medewerker

VU Amsterdam

Nevenfuncties

- Commissaris KPN

- Commissaris Nuon

- Lid van de raad van toezicht TROS

Interesses

Voetbal, werk en borrelen

Thuis

Getrouwd



MEER OVER DERK HAANK OP:
WWW.MANAGEMENTSCOPE.NL



‘Een exit is tijdrovend en kost veel geld’

veel analyses maken, maar die nog nooit een snoepwinkel hebben gerund. Dat draagt niet bij aan de acceptatie en het is niet in evenwicht met het ervaren en gespecialiseerde management van de ondernemingen waarin ze investeren. Een ander gevaar is dat door de toegenomen omvang van de fondsen de besluitvorming via committees naar het midden dreigt te gaan. Private equity moet niet het ondernemerschap uit het oog verliezen. Natuurlijk moet je beslissingen onderbouwen met analyses, maar je moet niet beginnen vanuit een spreadsheet waarbij je alles tot ver achter de komma uit wilt rekenen om zo tot een goed besluit te komen. En tot slot dreigt het gevaar dat mensen te veel gaan geloven in allerlei modellen, terwijl die vooral bedoeld zijn om richting te geven.’

In Nederland is het percentage van de bedrijven die mede in handen zijn van private equity nog niet erg groot. Hoe gaat dat er de komende jaren uitzien?

‘Het aandeel van private equity gaat zeker groeien. Het is een mooi en efficiënt model. Je kunt het zien als een project. Het gaat niet over de korte termijn, maar je maakt plannen voor waar je over vijf jaar wilt zijn, wat daar voor nodig is en wat de tussenliggende stappen zijn. Bij private equity is meer aandacht voor de lange termijn dan bij beursgenoteerde bedrijven. Het nadeel van private equity is echter dat er iedere vijf

jaar een wijziging moet zijn – de investeerders moeten immers afrekenen met hun eigen achterban – en er dus een exit nodig is. Zo’n exit is tijdrovend en kost vele tientallen miljoenen, die je bij de overstap naar een nieuwe financier moet uitgeven aan banken, advocaten en belastingadviseurs. Daar zou eigenlijk iets efficiënters voor moeten worden bedacht.’

Als private equity groeit, wat wordt er dan kleiner in omvang?

‘Als private equity verder groeit, zullen beursnoteringen en familiebedrijven wat moeten inleveren. Met alle governance issues wordt de beurs er niet veel aantrekkelijker op. Maar het kan ook gebeuren dat bedrijven uit de anonimiteit van private equity willen treden en weer meer voor beursnoteringen gaan. Bij familiebedrijven met een wat langere traditie wordt de kans steeds groter dat er ooit een keer geen opvolger klaar staat. Als dat een keer mis gaat, denk ik dat familiebedrijven ook kiezen voor private equity. Bedrijven hebben geld als brandstof nodig en ze moeten gestimuleerd worden om efficiënt te blijven. In beide gevallen speelt private equity een rol; in tegenstelling tot de beurs, waar het geld van investeerders komt en de governance steeds meer door de politiek wordt bepaald. Er is eigenlijk niets verkeers aan dat – binnen wettelijke spelregels – financiering en governance in één hand liggen.’

INTERVIEW FRISO JANMAAT

Managing director bij ABN AMRO Participaties.

Maakt u het beste management buy-out plan?

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) bestaat dit jaar dertig jaar en kijkt terug op mooie successen. Vooruitkijken is natuurlijk nog interessanter: de NVP is altijd geïnteresseerd in nieuwe mogelijkheden. Daarom zoekt de NVP samen met KPMG en Ebbinge naar het beste management buy-out plan van dit jaar.



De Nederlandse participatiemaatschappijen staan er goed voor. Niet alleen hebben zij goed gevulde portefeuilles, zij hebben ook geld voor nieuwe plannen.

De grote vraag is: waar zijn de goede ondernemingen, met gemotiveerd management die klaar zijn voor een nieuwe stap en verder willen groeien? Welk managementteam denkt dat er meer mogelijkheden zijn als er nieuwe investeringen gedaan kunnen

worden, of als die overname die al zolang op het wensenlijstje staat uiteindelijk gerealiseerd kan worden? Bij welke onderneming spelen opvolgingsvraagstukken? Welke businessunit van een grote multinational is geen echte kernactiviteit meer? Dit zijn nu precies de situaties waarbij een participatiemaatschappij samen met het management de oplossing kan bieden.

Hoe werkt het? Zijn jullie het managementteam dat al lang de wens koestert

om een management buy-out te doen? Stuur dan het plan voor 1 oktober a.s. aan info@nvp.nl. Alles wordt vanzelfsprekend vertrouwelijk behandeld. Vervolgens wordt in een quick scan door specialisten van KPMG en Ebbinge de haalbaarheid van de buy-out getoetst. Wie weet heeft u het beste management buy-out plan van 2014.

De uitreiking van de MBO-Award 2014 vindt plaats tijdens het NVP-lustrumseminar in november.



MEER AMBITIE IS GEPAST

Het ziet ernaar uit dat de private equity-sector nog een lang leven is beschoren. Herman Kaemingk, partner bij Loyens & Loeff, geeft een *overview* van een branche met ambitie en toekomst.

Private equity is een sector die, in georganiseerde vorm, al dertig jaar oud is (en ook daarvoor al tot enige ontwikkeling in Nederland was gekomen) en meerdere cycli van hoog- en laagconjunctuur heeft doorgemaakt. We kunnen niet anders zeggen dan dat hij volwassen is geworden. Toch heeft deze volwassene nog wel eens twijfels over zijn eigen identiteit – twijfels die je eerder bij een puber zou verwachten. In deze bijdrage belicht ik hoe ik aankijk tegen private equity en haar effecten op de bedrijven waarin private equity deelneemt (de portfoliobedrijven) en de bredere economie. Ik doe dat vanuit een ervaring met private equity van ongeveer twintig jaar – maar eigenlijk nog wel wat meer, omdat ik mede put uit de ervaring van meerdere collega's die eveneens langdurig als ad-

vocaat, fiscalist of notaris bij de sector zijn betrokken. Mijn begrip van private equity begint met een nauwere definitie dan de uiteenlopende omschrijvingen die te horen zijn bij opeenvolgende voorzitters van de NVP. Vergeleek de vorige voorzitter van de NVP in *FEM/ Business* private equity wel eens met familiebedrijven, de huidige voorzitter zei onlangs in *Management Scope* nog dat private equity 'niets anders is dan 'non-public'-equity'. Allemaal waar, maar als we het net iets strakker trekken kunnen we private equity beschouwen als *eigen* vermogen dat door een *professionele* investeerder wordt verschaft met het *oogmerk* om binnen een bepaalde termijn een bepaald *rendement* te behalen. Op de vier gecursiveerde woorden (eigen, professionele, oogmerk, rendement) ga ik hieronder dieper in.

PAROOL

Allereerst iets over *eigen* vermogen. Zowel het vermogen dat door een participatiemaatschappij in een portfoliobedrijf wordt geïnvesteerd, als het vermogen dat door een pensioenfonds wordt geïnvesteerd in een venture capital- of een buy-out-fonds, kwalificeert als eigen vermogen. Dit begrip kunnen we zien als het tegenovergestelde van vreemd vermogen, waarvan de essentie is dat er een juridische plicht is tot terugbetaling. Bij eigen vermogen ontbreekt die plicht. Interessant is dat in gevallen waarin dit onderscheid niet consequent wordt toegepast, het begrip en de waardering voor private equity snel kunnen inzakken: denk maar aan de lotgevallen van de Hema, Estro, Van Gansewinkel en natuurlijk PCM: als bij een portfoliobedrijf dat veel schuld van

externe vreemd-vermogenverschaffers heeft aangetrokken, ook het eigen vermogen wordt vermoed als vreemd vermogen (zoals bij het gebruik van achtergestelde aandelhoudersleningen), heeft het bedrijf er jegens stakeholders die niet bij de financiering zijn betrokken al snel last van. Vooral als het bedrijf in lastige marktomstandigheden verkeert, in de consumentenmarkt opereert, slechts smalle marges weet te maken of een zwakke balanspositie heeft. De chronische rode cijfers die zichtbaar zijn bij portfoliobedrijven die op deze manier zijn gefinancierd, bezorgen private equity een slechte naam. De oplossing is eenvoudig: verstrek *eigen* vermogen, desnoods onderscheiden in meerdere lagen van preferenties, maar blijf weg van achtergestelde aandelhoudersleningen.

Een validatie-functie die vertrouwen schept

Eigen vermogen is voor private equity juist een begrip om trots op te zijn. Om het in Michael Jensen termen te zeggen – de uitspraak van Jensen is beroemd geworden door zijn artikel *Eclipse of the Public Corporation* in *Harvard Business Review* (1989) – in de hele keten van private equity verlangt de *principal* van de *agent* dat hij eigen (bedoeld als: persoonlijk) vermogen mee-investeert, en wel doorgaans in vermogensinstrumen-





ten van de meest achtergestelde soort. We zien dit verschijnsel zowel in de relatie tussen institutionele beleggers en private equity-fondsmanagers, als in de relatie tussen participatiemaatschappij en *founders* of managers van portfolio-bedrijven. Het is een cruciaal verschil met de wereld van het beursgenoteerde bedrijfsleven met haar schare van managers die tekenbonussen, prestatiebonussen, aanblijfbonussen en vertrekbonussen vragen en dikwijls ook krijgen, zonder zelf één euro in het eigen vermogen van hun werkgever te investeren. In private equity-land geldt het parool (dat misschien wel een cliché is): *put your money where your mouth is*.

STEMPEL VAN GOEDKEURING

Dan het begrip *professionele* investeerder. Dat een participatiemaatschappij meer doet dan een zak geld meebrengen, is al meermalen belicht. De professionaliteit die met een participatiemaatschappij meekomt, hoort ertoe te leiden dat het portfoliobedrijf in allerlei opzichten op een hoger plan komt: de financiële rapportage aan vreemd-vermogenverschaffers, de organisatie van de besluitvorming op aandeelhoudersniveau, de omgang met een raad van commissarissen (als die is ingesteld), alsook aspecten van de

Bedrijven waarin geïnvesteerd is, zijn continu ‘due diligence-proof’

primaire werkprocessen (inkoop, risk management, productveiligheid, duurzaamheid) worden doorgaans grondig onder handen genomen als een participatiemaatschappij haar intrede doet. Is daar per se private equity voor nodig? Die professionaliteit kan toch ook in andere gevallen gerealiseerd worden? Natuurlijk wel, maar het verschil zit ’m naar mijn indruk in de combinatie van twee punten: een participatiemaatschappij wil het portfoliobedrijf zeer goed kennen voordat zij besluit om er met *eigen* vermogen in te investeren én ze stapt niet in voor de eeuwigheid. Het doel is juist om samen met haar medeaandeelhouders het bedrijf op termijn voor een uitstekende prijs te kunnen

verkopen. Er vindt daarom niet alleen nú een grondig onderzoek plaats, ook nadat de participatiemaatschappij is ingestapt moet het bedrijf zo ongeveer continu ‘due diligence-proof’ zijn. Deze dimensie van professionaliteit heeft, zo valt mij op, een validatiefunctie die vertrouwen schept voor leveranciers, afnemers, werknemers en andere stakeholders. De leverancier die te horen krijgt dat zijn klant een participatiemaatschappij als aandeelhouder heeft aange trokken, interpreteert dit als een stempel van goedkeuring, en verwacht dat er groei komt en hij meer zal kunnen leveren aan de klant. Hij moet misschien ook verwachten dat hem gevraagd zal worden om akkoord te gaan met een langere periode van leverancierskrediet, of met lagere prijzen. Is dat typisch voor private equity? De supermarktsector bewijst van niet, en bovendien is er geen reden waarom dit niet kan worden opgelost volgens het gewone model van vraag en aanbod. De leverancier die zich onderscheidt met een uitstekende prijs-kwaliteitverhouding moet die positie benutten en niet (of niet zonder meer) akkoord gaan met een verandering van leveringscondities die hij niet in zijn belang acht.

BETER, SLIMMER, MEER FOCUS

Tenslotte het *oogmerk* om *rendement* te

behalen. Naar mijn waarneming is dit een allesbeheersend kenmerk van private equity. Wie in ogenschouw neemt dat het grootste deel van het vermogen dat als private equity in portfolio-bedrijven belandt, afkomstig is van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers, moet concluderen dat dit oogmerk normatief is voor de participatiemaatschappij: zij móet het geld inzetten met het oogmerk om rendement te behalen voor diegenen van wie het afkomstig is. Anders gezegd: de functie die private equity heeft als (in goed Nederlands) *asset class*, rechtvaardigt – nee, *eist* – dat het wordt ingezet met het oogmerk om rendement te behalen voor de achterliggende investeerders. Let wel: het rendement waar naar de participatiemaatschappij moet streven, hoeft niet per se monodimensionaal te worden gedefinieerd als ‘25 procent + IRR’, maar kan zeer uiteenlopende vormen aannemen. Afhankelijk van de herkomst van het geld dat wordt geïnvesteerd, kan het rendement waarop wordt gemikt evenzeer worden gedefinieerd als ‘*inkomsten die, over langere termijn gemeten, tweehonderd basispunten hoger liggen dan die welke bereikt kunnen worden met een portefeuille van middelgrote beursgenoteerde bedrijven*’. Rendement kan ook bestaan uit het bevorderen van een regionale economische structuur, zoals we wel zien bij regionale ontwikkelingsmaatschappijen die óók tot de verschaffers van private equity moeten worden gerekend.

OPJUTTING

Dat de rendementsdoelstellingen van participatiemaatschappijen wel eens met wantrouwen worden bekeken, is een erfenis van de *boom*-periode van 2005 tot 2008. Het verschijnsel dat, door een samenstel van factoren op (onder meer) de markt voor vreemd vermogen, (financiële) rendementsdoelstellingen al konden worden behaald met *financial engineering*, heeft zich op de keper beschouwd maar kort voorgedaan in de dertigjarige historie van de NVP. Inmiddels is in grote delen van de markt al lang weer de situatie ingetreden dat het voor het behalen van de rendementen die het oogmerk vormen van participatiemaatschappijen, nodig is dat de portfolio-bedrijven zelf

beter, slimmer, duurzamer, meer gefocust, strakker geleid, meer gegroeid en beter gefinancierd zijn. En meer in het algemeen: op een hoger niveau zijn gekomen dan voordat zij een participatiemaatschappij als aandeelhouder kregen. Om dát doel te bereiken, zetten participatiemaatschappijen allerlei financiële en niet-financiële skills in. Een exacte wetenschap is het niet: uitdaging, coaching, klankbording, prikkeling en soms ook opjutting zijn doorgaans nodig om het functioneren van hun portfolio-bedrijven te verbeteren.

AMBITIE

Naar mijn indruk is de reden dat wij in Nederland een relatief omvangrijke private equity-sector hebben, beslist niet alleen gelegen in de schaalgrootte en de professionaliteit van onze pensioenfondsen. Ook cultuur speelt een rol: meer dan in sommige omringende landen is er bij managers, wetenschappers en uitvinders een ambitie om zelf ondernemer te worden, en dat is een niet te onderschatten kwaliteit van de voedingsbodem waarop private equity kan zaaien. Het zou niet misstaan indien de Nederlandse private equity-sector zich zodanig ontwikkelt dat geïnternationaliseerde, maar van origine Nederlandse bedrijven, langer dan nu een beroep kunnen doen op Nederlandse participatiemaatschappijen. Ja, de sector is behoorlijk divers, maar aan de bovenkant zijn bedrijven die, vaak mede dankzij private equity, een ondernemingswaarde van enkele honderden miljoenen euro’s weten te bereiken al snel te duur voor Nederlandse fondsen. Dat is jammer, en het draagt bij aan het in de samenleving levende beeld van de ‘uitverkoop’ van Nederlandse ondernemingen. Zijn er redenen waarom Nederlandse participatiemaatschappijen niet, op grotere schaal dan tot nu toe is gebeurd, kunnen uitgroeien tot pan-Europese investeringsmaatschappijen? De ontwikkeling van sommige Scandinavische spelers toont aan dat een grote thuismarkt kennelijk geen vereiste is. Met de internationaal zo sterk aanwezige Nederlandse institutionele beleggers als belangrijkste kapitaalverschaffers en de ervaring en professionaliteit die de Nederlandse private equity-sector nu al

meer dan dertig jaar heeft, lijkt mij dit een gepaste ambitie voor de komende tijd.

Uitgroeien op pan-Europees niveau is een gepaste ambitie

Op professionele wijze investeren in eigen vermogen met het oogmerk om daarmee rendement te behalen – dat is en blijft de missie van participatiemaatschappijen. En daaraan blijft om een variëteit van redenen ook in de komende dertig jaar volop behoefte bestaan: om rendement te maken dat de premies betaalbaar moet houden voor waardevaste pensioenen van verpleegsters en politieagenten, of om bedrijven te voorzien van kapitaal voor groei, verandering, bedrijfsopvolging, productontwikkeling, overnames, of expansie in het buitenland, of om entrepreneurs en managers in staat te stellen om hun ambities te verwezenlijken. Het zijn allemaal goede argumenten om erop te rekenen dat de komende dertig jaar nog lang niet de laatste zullen zijn.

TEKST HERMAN KAEMINGK

Advocaat en partner bij Loyens & Loeff.



MEER LIQUIDITEIT, GROTERE SLAGKRACHT

Er komen steeds meer aanbieders van private equity en de behoefte aan ondernemend kapitaal wordt groter. De sector die de groei van anderen mogelijk maakt, zit zelf ook in de lift.

De Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP) bestaat dertig jaar en dat is aanleiding voor een discussie over de rol en toekomst van private equity in Nederland. Waar kan dat beter dan in Singer Laren: het ondernemende museum is voor slechts tien procent afhankelijk van subsidie, de rest van de financiering is afkomstig uit eigen inkomsten, giften en legaten. 'Het Singer' is opgericht in 1956 door de weduwe van een industrie-magnaat uit Pittsburgh, de Amerikaanse kunstverzamelaar William Singer (1868-1943). Hij vestigde zich begin vorige eeuw in de kunstenaarskolonie Laren en verwierf onder meer werken van traditioneel, impressionistisch werkende Gooische kunstenaars.

In de directiekamer van het Singer spreken **Marc Damstra** (ABN AMRO Participaties), **Righard Atsma** (Nedvest), gespreksleider **Herman Kaemingk** (Loyens & Loeff), **Marc Staal** (AAC Capital) en **Marius Coebergh** (De Hoge Dennen Capital) over de rol van private equity in de Nederlandse economie en samenleving.



Hoe gemakkelijk of moeilijk is het op dit moment om voor deals bancaire financiering los te krijgen? Hoe zwaar is men afhankelijk van private equity-financiering?

Atsma: 'Het is niet zo zeer moeilijk om financiering te krijgen. Het is wel moeilijker voorspelbaar wat voor soort financiering je op een transactie kunt krijgen. Er wordt nu beter dan in het verleden gekeken naar de kwaliteit van de onderliggende onderneming. En dat is goed.'

Coebergh: 'Voor bedrijven die goed door de crisis heen zijn gekomen, is de financierbaarheid prima. De keerzijde daarvan is dat deze bedrijven stabiel zijn gebleven in moeilijke tijden, maar hun groeivoorzichten vrij beperkt zijn. Deze bedrijven hebben een laag risico voor banken, maar leveren weinig op voor investeringsmaatschappijen, met name wanneer je er veel voor moet betalen. We zien wel veel openingen voor investeringen met een wat complexer karakter en voor investeringen die betere groeivoorzichten bieden, maar daar is vrij veel eigen vermogen bij nodig.'

‘Kapitaalkrachtige aandeelhouders maken een onderneming geloofwaardiger’

MARIUS COEBERGH

Is de private equity-sector sadder and wiser geworden, als het gaat om de ongebreidelde groei van de topline van portfoliobedrijven?

Staal: 'Men is inderdaad wijzer geworden. Financiering is nu meer een resultaat van wat je wilt bereiken en niet omgekeerd.'

Damstra: 'De prijzen zijn hoger geworden. Men wil

meer bewijzen uit het verleden zien en tegelijkertijd een goed verhaal over de toekomst horen. Dat zorgt ervoor dat banken soms een afwachtede houding aannemen. Naast alleen structureren op een optimale leverage moet er meer vertrouwen zijn. Vroeger werd meer naar de spreadsheets gekeken; nu kijkt men veel diepgaander naar het bedrijf zelf.'

Zijn de Nederlandse private equity-fondsen daar goed op toegerust? Staat men voldoende met de voeten in de modder om bedrijven op operationeel niveau beter te maken?

Damstra: 'Ja, over het algemeen is er meer betrokkenheid en meer operationele kennis aanwezig om de strategie van het bedrijf door te lichten.'

Coebergh: 'Stabiele bedrijven waarbij een goede leverage mogelijk is, kunnen prima op de klassieke manier aangevlogen worden. Bedrijven in meer complexe situaties hebben vaak extra hulp nodig. Dat vergt andere mensen en meer ondernemerschap. Wanneer een private equity-fonds dat zelf in huis heeft, is het fonds effectiever bij deze ondernemingen.'

Atsma: 'De impact van een hands on-benadering is groter bij kleinere bedrijven dan bij ondernemingen met een half miljard omzet. Bij kleinere ondernemingen spelen vaker opvolgingsvraagstukken. Vroeger werd dat opgelost door een headhunter een goede directeur te laten zoeken, tegenwoordig zie je dat een private equity-partij met meer specialisten naar binnen gaat om een tussenperiode goed op te vangen. Van de tien mensen die bij ons werken, is er maar één die ooit bij een bank heeft gewerkt. Veel van onze mensen zijn gedurende een bepaalde periode bij de bedrijven gestationeerd, bijvoorbeeld om de financiën op orde te krijgen. Dan gaat het om mensen met een accountancy- of consultancy-achtergrond, maar ook om ondernemers die bijvoorbeeld voor een periode van zes maanden bepaalde vraagstukken aanpakken.'

Zijn er alternatieve financieringsvormen voor de Nederlandse markt?

Staal: 'Met mezzanine-fondsen wordt in het buitenland behoorlijk wat geld opgehaald.'

Atsma: 'Die doen het goed in het buitenland, met

name in België en Duitsland. Het is een effectief instrument: gericht op de lange termijn, geen aflossingsdruk, lage rentes, geen governance. Het is bij uitstek geschikt voor bedrijven die groei willen realiseren. Het is mij een raadsel waarom dat in ons land niet beter van de grond komt.'

Coebergh: 'Ook de overheid heeft allerlei potjes waarin steeds meer geld komt te zitten. Daar ontstaat geleidelijk een soort investeringsbank. Het is de vraag of dat altijd goed afloopt, maar er zijn allerlei loketten om geld op te halen.'

Wat zijn de verschillen tussen captives van banken en zelfstandige fondsen als het gaat om het maximaliseren van het rendement?

Atsma: 'Bij ons gaat het om familiekapitaal, we hebben geen traditionele fondsstructuur en het fonds staat ook niet open voor investeringen van buitenaf. Rendement is voor ons natuurlijk een belangrijke driver, maar wij willen dat over een langere termijn realiseren en niet inzetten op een klapper.'

Staal: 'Wij moeten om de zoveel tijd weer opnieuw de markt op om toezeggingen te krijgen van institutionele investeerders. Dat dwingt je om rendement te laten zien, maar er is zeker het besef dat private equity een langetermijninvestering is.'

Hebben portfoliobedrijven een voorkeur voor Nederlandse of buitenlandse fondsen?

Damstra: 'In het hogere segment zijn de landsgrenzen minder belangrijk; in de midmarket is bekendheid met de lokale markt een duidelijk voordeel.'

Staal: 'In de midmarket wordt nabijheid inderdaad als een voordeel gezien. Men begrijpt waar je vandaan komt.'

Coebergh: 'Buitenlandse partijen zijn met name geïnteresseerd in internationale bedrijven. Dat kunnen ook Nederlandse bedrijven zijn.'

Atsma: 'Buitenlandse partijen die een investering in Nederland hebben gedaan, kunnen iets gemakkelijker op de delete-knop drukken. De beslissingen hoeven niet altijd anders uit te pakken, maar in de Nederlandse markt kijken we toch langer naar mogelijkheden om problemen gezamenlijk op te lossen.'



MARIUS COEBERGH (52)

studeerde aan de HES en werkt als investment director bij De Hoge Dennen Capital. Daarvoor werkte hij bij Coebergh & Jansen Schoonhoven, Alexander Proudfoot en ABN AMRO Corporate finance.

‘Dat we zouden focussen op de korte termijn is onzin’

MARC STAAL



MARC STAAL (54)

studeerde economie aan de Universiteit van Amsterdam en is managing partner bij AAC Capital. Daarvoor werkte hij in verschillende functies bij ABN AMRO, waaronder als ceo van ABN AMRO Capital Asia in Hongkong.



Enkele jaren geleden speelde de discussie over sprinkhanen. Ook de laatste tijd is er weer het nodige te doen over de Hema. De leveranciers worden onder druk gezet om het werkkapitaal te optimaliseren. Leidt dat opnieuw tot een negatieve teneur over private equity? En is dit terecht? Het gebeurt toch ook in supermarktland?

Atsma: 'Het hangt er vanaf aan wie je het vraagt.'

Staal: 'Het begrip over wat private equity inhoudt is niet heel erg groot, zelfs niet bij mensen van wie je dat begrip zou verwachten. Men weet vaak niet welke bedrijven gefinancierd worden door private equity. Het is de vraag of je daar iets aan moet doen. Private equity-maatschappijen proberen op een verantwoorde manier te ondernemen. Het klimaat is in ons land wel goed. In Duitsland moet er heel wat gebeuren voordat een directeur zijn status opgeeft om daarna aandeelhouder te worden. In Nederland zijn managers meer geneigd hun eigen bedrijf te gaan leiden en mede-eigenaar te worden.'

Atsma: 'Private equity wordt nog steeds geassocieerd met

sprinkhanen, maar eigenlijk is dat onzin. Overal waar ontslagen vallen is dat slecht nieuws. Private equity is niets anders dan kapitaal dat niet via de beurs of uit een familie komt.'

Staal: 'Private equity-fondsen kopen een onderneming met het idee deze over een aantal jaren met een betere waarde te verkopen; de horizon heeft betrekking op meerdere jaren. De meeste fondsen zijn georiënteerd op groei. De focus op winst leidt meestal tot meer mensen in het bedrijf, tot internationalisatie en tot meer werkgelegenheid. Het dient een doel, er ligt een plan aan ten grondslag en het is niet vrijblijvend. Die veronderstelde focus op de korte termijn is een beetje onzin. Zou je iets kunnen doen om die perceptie te verbeteren? Dat is iets voor de NVP.'

Atsma: 'De beurs is de afgelopen jaren weinig toegankelijk geweest. Private equity is ook tijdens de crisis – toen banken wegvielen – een belangrijke verschafter van kapitaal geweest om bedrijven te kunnen voortzetten of opvolgingsvraagstukken te kunnen oplossen. Daar wordt wel gemakkelijk aan voorbij gegaan.'

Als je klant of leverancier bent van een bedrijf, kun je er dan vertrouwen aan ontleen als er een goed private equity-fonds achter zit, dat het bedrijf eerst door de mangel heeft gehaald? In hoeverre heeft private equity voor stakeholders een validatiefunctie?

Atsma: 'Het is inderdaad zo dat er goed naar deze bedrijven is gekeken als er geld in wordt geïnvesteerd: er is toekomstperspectief. Je hoort inderdaad wel meer dan tien jaar geleden over het belang van kapitaalkrachtige aandeelhouders. Dat geeft rust.'

Coebergh: 'Ook de bank waardeert het, als stakeholder, dat wij dit doen. De governance kan stabiel en professioneler worden. Als zo'n bedrijf strategische plannen heeft om overnames te gaan doen, dan ben je geloofwaardiger wanneer er een kapitaalkrachtige aandeelhouder achter zit.'

‘Ik verwacht meer sectorgerichte investeringsfondsen’

RIGHARD ATSMA

De overheid hanteert de mantra dat privaat kapitaal de oplossing is voor alles. Denk aan het wetsvoorstel dat winstuitkering in de zorgsector mogelijk maakt. Private equity kan zelfs optreden als koper van overheidsbedrijven en via venture capital investeert de overheid mee om innovatie te stimuleren. Aan de andere kant komt de Europese wetgever met steeds meer regulering voor de grotere fondsen. Is dat niet inconsistent?

Staal: 'Je moet hierbij wel een onderscheid maken tussen eigendom en regulering, denk aan een privates eigenaar in het busvervoer die te maken heeft met concessies vanuit de overheid. Bij venture capital speelt de vraag welke rol de overheid moet spelen; dat zou meer algemeen faciliterend moeten zijn.'

Damstra: 'Het gaat erom dat je een klimaat creëert waarbij er een goede samenwerking is tussen overheid en bedrijven.'



MARC DAMSTRA (46)

studeerde rechten aan de Universiteit Utrecht en werkt als managing director bij ABN AMRO Participaties. Daarvoor was hij onder meer werkzaam bij corporate banking van ABN AMRO.

‘Participaties passen in de trend van zelfredzaamheid’

MARC DAMSTRA



RIGHARD ATSMA (40)

studeerde bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij is als principal verbonden aan Nedvest, in 2009 opgericht. Daarvoor werkte hij bij Egeria, Stork en Rabobank.

Coebergh: ‘De overheid heeft een grote pot geld beschikbaar en kijkt daarbij naar niches, terwijl wij als investeerders daarvoor specialisten inschakelen. De overheid kan beter een faciliterende rol vervullen dan kijken naar losse ideeën.’

Staal: ‘Het lijkt mij ook belangrijker dat de overheid het bijvoorbeeld vergemakkelijkt om mensen in en uit het land krijgen, of werkt aan een welkom land om in te wonen en werken. Dat heeft meer zin dan te bedenken in welke tien biotechbedrijven je als overheid gaat investeren. Bij ecosyste-
men rondom Shell of Wageningen gaat het om wereldwijde markten of wereldwijde vraagstukken, waarbij het voor bedrijven de grote uitdaging is om kennis te vermarkten en over de grens te krijgen.’

‘De diversiteit van fondsen – in grootte en in sectoren – neemt toe’

RICHARD ATSMA

Hoe ziet private equity er over een jaar of tien uit?

Atsma: ‘Ik denk dat we meer richting sectorgerichte investeringsfondsen zullen gaan. Kennis van sectoren is de afgelopen jaren steeds belangrijker geworden. Daarnaast verwacht ik dat de diversiteit van fondsen – in grootte en in sectoren – zal toenemen. Dat sluit goed aan bij de behoeften van bedrijven.’

Damstra: ‘De afgelopen jaren heeft een grote professionaliseringsslag plaatsgevonden. Er zijn meer verschillende aanbieders gekomen en er is meer kapitaal beschikbaar. Die trend zal niet zo maar afnemen. Er zal behoefte blijven aan ondernemend kapitaal: de participatiemaatschappij, dat zijn wij zelf, zo lezen we dagelijks in de krant. De trend gaat richting zelfredzaamheid en ondernemerschap en daar passen participatiemaatschappijen goed in.’

Coebergh: ‘Er is inderdaad meer behoefte aan, en ook meer ruimte voor een ondernemende manier van investeren.’

Staal: ‘De sector zal over tien jaar weer groter zijn geworden. Er komen steeds meer ondernemers met geld die anderen willen helpen. Er zal meer liquiditeit zijn en een grotere slagkracht. Ik denk ook dat het aantal mensen dat voor mede-eigenaarschap gaat, zal groeien. Dat zien we bij de inhuur van mensen die van de universiteit afkomen: in plaats van voor consultancy kiezen ze steeds vaker voor een steile leercurve in een ondernemende omgeving.’

INTERVIEW HERMAN KAEMINGK

Advocaat en partner bij Loyens & Loeff.

IK WIL
bereik



Marketing-professionals die écht willen, bereiken meer. Zeker met Sandd, de zakelijke postbezorger en DM-expert die uw ambities wil helpen waarmaken. Wilt u nieuwe doelgroepen bereiken? Meer traffic naar uw winkel of webshop? Meer donateurs of abonnees? Een gerichte DM-actie brengt nog altijd massa's mensen in beweging. Want een goede mailing is een boodschap die echt binnenkomt. Als u weet wie u wilt bereiken, weten wij hoe. Alle mensen die net een nieuwbouwhuis betrokken? Iedereen met een tuin van minstens 200m²? Zeg maar wie u zoekt. Wilt u meer bereiken? Bel 055 368 2525 of kijk op [sandd.nl](https://www.sandd.nl)

Waar een wil is, is Sandd



DE AFRIKA
SPECIALIST!



SAFARI IN AFRIKA?

Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten op 020-2012740 voor een reis op maat.



Kenia • Tanzania • Madagaskar • Seychellen • Mauritius • Zuid-Afrika
Oeganda • Zimbabwe • Namibië • Botswana • Mozambique • Zambia



De mogelijkheden zijn eindeloos, privé reizen geheel conform uw wensen!



Dossier

MANAGEMENT BUY-OUT

Managers die zich beknot voelen in hun groei en ambitie, kunnen een management buy-out overwegen. Het feit dat lef de ondernemers scheidt van de managers, zorgt voor een zweem van romantiek. De realiteit is dat een management buy-out een *bumpy road* is met vele risico's.

3-4. Harry Smeets
Volgens de AXA-ceo
liegen de cijfers niet.

4-2. Analyse
Een management buy-out
betekent kiezen voor avontuur.

4-6. Rondetafeldiscussie
Ondernemen in
een snelkookpan.

In samenwerking met Ebbinge en KPMG





‘PRIVATE EQUITY ONTBEERT **INVOELEND** VERMOGEN’

Ceo **Harry Smeets** van AXA Stenman Group gelooft in private equity, maar heeft wel de nodige kritische noten. ‘De partijen hebben te weinig oog voor het aantrekken van ondernemers.’





‘Als het slecht gaat met een bedrijf, ligt dat aan het topmanagement. Private equity moet bepalen welke ondernemers er zo nodig zijn.’

Behalve de vestigingsplaats Veenendaal herken je in AXA Stenman Group niet veel meer terug van De Veenendaalsche IJzerindustrie. De producent van enerzijds fietsaccessoires en anderzijds hang- en sluitwerk werd 112 jaar geleden opgezet door twee broers. AXA ging naar de beurs na een eerdere management buy-out in 1991 (investeringsmaatschappij Gilde). In 2004 werd geconcludeerd dat de beursnotering onvoldoende hielp om nieuw kapitaal aan te trekken. Private equity-maatschappij Bencis Capital Partners (BCP) uit Amsterdam nam AXA in 2007 over. Begin 2013 koos BCP voor een nieuwe directie, wat bij AXA voor een verandering in de koers van de onderneming en in de snelheid van handelen zorgde. Zo werd het internationale managementteam sterk gewijzigd en de beide businessunits qua aansturing aangepakt. Naast de algemene kosten werd ook flink gesneden in het Nederlandse personeelsbestand. In Polen werd de productie van hang- en sluitwerk uitgebreid met nieuwe producten en in Frankrijk werd de productie van fietsverlichting uitgebreid. Ondertussen vond AXA een nieuwe kapitaalverschaffer in Gilde Buy Out Partners, een oude bekende. De nieuwe strategie van AXA is gebaseerd op groei en verdere internationalisatie, terwijl de kostenkant strak wordt gehouden.

‘Uitspraken als ‘het ligt aan de markt’ zijn slappe smoesjes’

Ceo Harry Smeets spreekt over zijn ervaringen met private equity en de ruimte die volgens hem nodig is om te kunnen ondernemen. ‘Als het slecht gaat met een bedrijf, ligt dat aan het topmanagement. Niet aan de markt of aan andere omstandigheden.’ Smeets is nu anderhalf jaar aan boord als ceo en heeft in korte tijd veel veranderingen doorgevoerd. ‘Toen ik het roer overnam, was mijn voorganger al een paar maanden weg. Dat zie je wel vaker bij private equity:

men heeft afscheid moeten nemen van de directeur, maar heeft niet meteen een opvolger klaar staan. AXA is een sterk merk en het bedrijf draaide op dat moment onvoldoende, zowel de omzet als het rendement ging al een paar jaar op rij licht omlaag. Niet dramatisch, maar het ontbrak aan een groeipad. En dat is in de huidige economie niet de manier waarop je het moet doen. Je moet nu meer ondernemen dan managen. BCP zag dit ook in en wist dat het bedrijf veel succesvoller kon en moest worden. Bij mijn start heb ik samen met mijn cfo Huib Knulst eerst in vijf weken tijd een rapport opgesteld met wat er volgens ons moest gebeuren. Dat hebben we gepresenteerd aan de raad van commissarissen. Daarbij hebben wij bij BCP om een duidelijk mandaat gevraagd. Dit bedrijf was al vijf jaar lang licht aan het afzakken in omzet en dat hebben we binnen een jaar omgedraaid in een substantiële stijging. Daarbij zijn de kosten vele miljoenen lager. De winstgevendheid groeit hierdoor enorm; we maken sprongen in de winst van dertig procent per jaar. We kunnen nu over acquisities gaan nadenken.’

Wat waren daarna de belangrijkste veranderingen?

‘Iedere beslissing neem je omdat je het rendement wil verbeteren. Dat is goed voor iedereen. Dat betekent dus ook dat je veel meer tempo moet maken dan dat men in het bedrijf gewend is. We hebben eerst in enkele weken het managementinformatiesysteem opnieuw opgezet, waardoor we een veel beter inzicht kregen in de prestaties van de businessunits, maar ook van iedere productgroep. Op holdingniveau, voor de beide businesslines, maar ook voor de verschillende fabrieken werken we nu met circa twintig kpi's. Met die informatie en kengetallen kunnen we het bedrijf perfect besturen. Daarnaast hebben we in hoog tempo de kosten verlaagd, onder andere door in Nederland bijna een derde van het personeel te laten afvloeien. Maar ook in de buitenland hebben we veel veranderd. Dat was pijnlijk en vervelend, maar we hebben nu meer omzet met minder mensen en het gaat goed. Van het zevenkoppige internationale managementteam hebben we zes topmanagers vervangen. Anders duurt een cultuurverandering veel te lang. De oude wijsheid geldt ook hier; de trap moet je



HARRY SMEETS (48)

Opleiding

- BBA Nyenrode Business University
- International Business, San Jose State University, Californië
- Bedrijfseconomie, VU Amsterdam

Loopbaan

2013 - heden
Ceo AXA Stenman Group BV

2010 - 2013
Managing partner/dga adviesbureau Management Drives Europe

2005 - 2010
Ceo Nesbic Graphic Industries

1999 - 2005
Directeur-eigenaar Perfecta Frying Equipment

1996 - 1998
Commercieel directeur Lease Plan Nederland

1994 - 1996
Senior management consultant Boer&Croon Management Consultants

1991 - 1994
Commercieel directeur Smeets Autogroep

1989 - 1990
MD Programme Mercedes-Benz Deutschland

Nevenfuncties

2010 - 2013
Commissaris NGI

Thuis

Getrouwd, vier kinderen.



MEER OVER HARRY SMEETS OP:
WWW.MANAGEMENTSCOPE.NL

‘Het omdraaien van dalende winstgevendheid mag niet langer dan een jaar duren’

van bovenaf schoonvegen. Tegelijkertijd zijn we aan omzet-groei gaan werken; dat gaat heel goed en is eigenlijk het leukste deel van het ondernemerschap.’

Hoe stelt u een nieuw team samen?

‘Als de prestaties van een bedrijf afzakken, dan ligt dat aan de top van een bedrijf. Uitspraken als ‘het ligt aan de markt’ of ‘de economie is zo moeilijk’ vind ik slappe smoesjes. Dan moet je maar harder werken, actiever zijn en nieuwe dingen bedenken. AXA is met hang- en sluitwerk actief in de bouwsector – die in zwaar weer verkeert – en in de fietsaccessoires, waar het aantal fietsverkoppen internationaal nog steeds daalt. Maar we gaan dit jaar wel twaalf tot veertien procent in omzet groeien. Nogmaals, met minder mensen en fors lagere kosten. Het kan dus gewoon. Je zult naar de cijfers moeten kijken – die liegen niet – om te zien hoe iemand een bedrijf of een onderdeel van een bedrijf leidt. En daarnaast voer je gesprekken. Niet alleen met de directeur, maar juist ook met de mensen onder hem. Mensen waar je over twijfelt maar die wel een goede performance laten zien, die geef je natuurlijk een kans. Maar wanneer de performance niet goed is en je bovendien niet het gevoel hebt dat het met die directeur goed komt, dan moet je heel snel ingrijpen.’

Die snelheid is niet iets waar private equity zich in onderscheidt. Wordt daardoor te laat afscheid genomen?

‘Private equity is altijd heel loyaal en wil liever geen gedoe in het management. Als je personen uit het topmanagement gaat vervangen, geeft dat onrust bij medewerkers maar ook bij grote klanten. Met BCP is afgesproken dat ik samen met cfo Huib Knulst op dit vlak onze eigen lijn kon volgen. Een private equity-partij heeft vaak moeite om goed te beoordelen wie in een team de ‘ondernemers’ zijn, en wie de ‘managers’. Dat is ook niet verwonderlijk: de meeste mensen uit private equity hebben een bancaire of een corporate finance achtergrond. Slechts een minderheid heeft langere tijd een groot bedrijf aangestuurd, in een lijnfunctie gewerkt of zelf een eigen bedrijf gehad. Voor mij is dat makkelijker, ik kom uit een ondernemersgezin.’

Hoe kijkt u aan tegen de private equity-paradox: de kapitaalverstrekker kan het verschil maken met het benoemen van een goede ceo en cfo, maar daar zijn ze het minst goed in?

‘We zijn een half jaar geleden van eigenaar veranderd. Nadat wij de eerste grote rendementsstijging hadden gerealiseerd,



heeft BCP AXA Stenman Groep verkocht aan Gilde Buy Out partners. We hebben de volledige due diligence in drie maanden tijd op pragmatische wijze afgewikkeld. Dat is vrij uitzonderlijk, maar zowel Bencis als Gilde vond dat een goed idee. Tijdens het reguliere werk is er een online *dataroom* gevuld, zijn alle stukken opgeleverd en zijn er heel veel – vaak onzinnige – vragen van adviseurs beantwoord en alle contracten gemaakt. Bij de ondertekening van die contracten, op het overigens veel te dure advocatenkantoor, werd in een van de speeches door een private equity-partner gezegd: ‘De directeuren waar we het meeste last van hebben en waar we de minste grip op hebben, die presteren vaak het beste.’ Ik denk dus dat dit juist de ondernemers zijn. Personen die zich onafhankelijk voelen en die – als het moet – ook kunnen kiezen uit andere mooie kansen. Die durven in te grijpen en beslissingen te nemen. Zij hebben een houding van: ik wil iets bijdragen aan het bedrijf en dat is fantastisch om te doen.

Private equity-maatschappijen staan echter voor een lastige taak. Zij moeten bedrijven scannen, contacten onderhouden met intermediairs, met familiebedrijven en met concerns die mogelijk een onderdeel willen afstoten. Daarna moet men berekeningen maken over toekomstverwachtingen. Dan moet men pitchen met een goed verhaal en de beste prijs en structuur. Wanneer ze dan eindelijk beet hebben, moeten ze de complete due diligence organiseren: een complex proces met een heel bataljon aan verschillende dure externe adviseurs die men moet aansturen. Dan moet men allerlei contracten en overeenkomsten opstellen. Eerst een intentieverklaring, dan de koop-

contracten, zekerheden en garanties, managementcontracten, aandelenparticipaties voor het management, enzovoorts. Daarnaast moeten ze de financiering bekijken en aanpassen; en tussendoor moeten ze ook nog het juiste management zien te vinden. Het zou heel bijzonder zijn als een private equity-firma over al deze kwaliteiten beschikt en overall volledige aandacht voor heeft. Ik vrees dan ook dat het vinden van het juiste management niet de juiste aandacht krijgt. Men komt dan al snel uit bij personen die bij grote bedrijven hebben gewerkt. Het is de vraag of deze mensen over voldoende creativiteit en agressiviteit beschikken om in deze economie een bedrijf dat kabbelt toch succesvol te maken.’

BCP heeft pas na een aantal jaren besloten om het initieel aangestelde management te vervangen. Laten firma’s rendement liggen doordat ze te weinig investeren in het vinden van het juiste management of niet tijdig ingrijpen?

‘Je zou kunnen zeggen dat daar in het geval van AXA inderdaad wel wat lang mee is gewacht. Ik zou veel eerder ingrijpen bij een bedrijf dat meerdere jaren voortkabbelt of krimpt. Het omdraaien van een negatieve trend van dalende winstgevendheid mag niet langer dan een jaar duren, anders moet je je afvragen of je wel de juiste mensen in de top hebt geplaatst. Nogmaals, in de huidige economie moet je niet managen, maar scherp ondernemen en tempo maken. Er is geen tijd te verliezen. Daarom verwacht ik ook dat private equity het nu moeilijker gaat krijgen.

Een reorganisatie gericht op alleen kostenreductie noem ik een domme reorganisatie. Dat helpt niet; je moet ondanks het verplichte beginsel van afspiegelen wel het beste team overhouden met voldoende creativiteit en brutaliteit naar de markt toe. Private equity-partijen kunnen dit niet goed beoordelen omdat ze daarvoor – logischerwijs – te veel op afstand staan.

‘Het vinden van het juiste management krijgt niet de juiste aandacht’

Het is ook lastig om management te vinden dat goed is in saneren, kosten verlagen en dat tegelijkertijd ook de nodige groei kan realiseren. Maar alleen door die wig te maken, kun je blijvend en structureel het rendement verhogen. Je moet naar cijfers en naar mensen kijken en op de juiste drijfveren letten; als je doordouwers nodig hebt, moet je daar specifiek naar op zoek gaan zodat je een gevarieerd en gebalanceerd team kunt samenstellen. We hebben hier in een half jaar tijd nieuwe salesactiviteiten in vijf landen opgestart. Daar kun je heel lang over doen, maar je kunt ook je kansen grijpen en ervoor gaan. Maar ook

in Nederland zagen we nog kansen. Ondanks een krimpende Nederlandse bouwmarkt hebben we nieuwe deals gesloten met bestaande grote klanten en een aantal grote concurrenten uit het schap van de doe-het-zelfmarkt geduwd.

Wie kan er snel analyseren en durft snel beslissingen te nemen en wie is creatief genoeg om te ondernemen? Private equity-fir-
ma's zijn wel ervaren in het beoordelen van bedrijven, maar als je zelf met je voeten in de modder hebt gestaan, kijk je toch anders naar de topmensen en ben je veel kritischer over wie wat moet doen. Bij AXA is voor mij een meer technische man neergezet als directeur van het bedrijf. Natuurlijk is AXA een heel technisch bedrijf, maar het probleem zat hier niet in de techniek. Onze producten staan bekend om hun topkwaliteit. Neem dan iemand als ceo aan die commercie en internationa-
lisatie in het bedrijf inbrengt en die vooral beslissingen durft te nemen. Ik ben er sowieso een voorstander van om directeuren aan te nemen die atypisch zijn voor de branche. Het lijkt wel comfortabel om iemand te kiezen die over branchekennis beschikt, maar dan krijg je minder frisse en nieuwe ideeën. Private equity-partijen zitten overigens wel steeds vaker met adviseurs om tafel om managementteams te evalueren.'

‘De zoektocht naar het juiste management krijgt niet genoeg aandacht’

Hoe werkt u samen met private equity?

‘Eigenlijk vanaf het begin heel goed. Ze weten wel dat ik mijn vrijheid nodig heb. Wij vonden het belangrijk dat er niet te veel schulden kwamen binnen AXA. We wilden financiële ‘over-leverage’ vermijden. Gilde heeft de overname daarom met een groot stuk eigen vermogen gefinancierd. Hier hebben we als management stevig aan deelgenomen. Met ING is daarna snel geschakeld om de bestaande financiering anders in te richten, door onder andere meer rekening te houden met valutarisico's: we doen veel zaken met het buitenland. Op dat dit gebied hebben we sterk geprofiteerd van de knowhow van Gilde. Daarnaast sparren we met Gilde veel over de strategische richting die het bedrijf op moet. We halen zestig procent van de omzet uit fietsaccessoires, maar die zijn minder winstgevend dan het hang- en sluitwerk. Dat laatste lijkt minder sexy, maar is meer winstgevend. Gilde is goed in dit soort strategische afwegingen. Wij bekijken echter niet *alles* vanuit een strategie. Die ruimte moet Gilde ons ook geven. Ik kende bijvoorbeeld een erg goede Nederlandse senior accountmanager van Turkse afkomst. Die hebben we gevraagd om voor ons aan de slag te gaan in Turkije. Want een paar uur googelen leidde tot de conclusie dat de bouwsector daar *booming* is. Daar hebben we geen adviseurs voor nodig. Zowel intern als vanuit de commissarissen wordt dan uiteraard gevraagd naar een goede onderbouwing van dat plan. Tja, dat maak je dan achteraf. Inmiddels hebben we de

eerste opdrachten uit Turkije binnen; er gaan volgende week al wat pallets AXA-scharnieren en raamuitzetters heen. Mijn voorstel naar de commissarissen is dan: laten we over een half jaar maar bepalen of het de goede beslissing is geweest.'

Ligt een deel van de oplossing in meer specialisatie bij de investeerders?

‘Dat zou een oplossing kunnen zijn, maar nog beter zou het zijn om te werken aan meer diversiteit binnen de private equity-firma's zelf: dus iets minder corporate finance en bancaire medewerkers en meer mensen die uit de business komen. Nu kiest men vaak voor collega's die men van vroeger kent. Dat is de – overigens meestal niet uitgesproken – kritiek van directies van bedrijven die met private equity werken: men heeft te weinig invoelend vermogen ten aanzien van wat de ondernemer allemaal doormaakt. Nu het minder goed gaat met de economie wordt de aansturing een meer kritische factor. Private equity verdient zijn geld met het inkopen en verkopen van bedrijven, maar in de tussentijd moet er wel groei worden gerealiseerd. Bij voorkeur autonoom. Die tussenstap wordt gedaan, als je de juiste mensen hebt, door het management. Met ieder bedrijf kun je geld verdienen. Dat bedrijven failliet gaan, is überhaupt al onnodig; als dat gebeurt, ligt het volledig aan het topmanagement en zeker niet aan de mensen op de werkvloer, aan de markt of aan de regelgeving.'

Is er voldoende sense of urgency om te veranderen bij de private equity-firma's?

‘Er werd natuurlijk jarenlang erg gemakkelijk geld verdiend. De corebusiness van private equity is het op een intelligente manier financieren van ondernemingen en daarmee waarde creëren. Nieuw kapitaal, het inbrengen van nieuw management en het vergroten van de expansiemogelijkheden zijn ook grote voordelen van private equity. Maar om in de toekomst dezelfde hoge rendementen te kunnen blijven maken, zal er slimmer gewerkt moeten worden. Veel strakker. Dus meer met ondernemers en niet met traditionele managers.'

INTERVIEW RON JANSEN

Managing partner van Ebbinge; Advies, Interim en Search.

Ebbinge werkt ruim twintig jaar voor en met private equity. Gespecialiseerd in advies rondom het samenstellen en ontwikkelen van het directieteam; zowel in de due diligence fase, tijdens het 100-dagenprogramma als ook bij het ‘verkoopklaar maken’. Deze kennis en ervaring is ook relevant voor het invullen van posities interim en via executive search voor directie posities of binnen de raad van commissarissen.

IK WIL
bereik



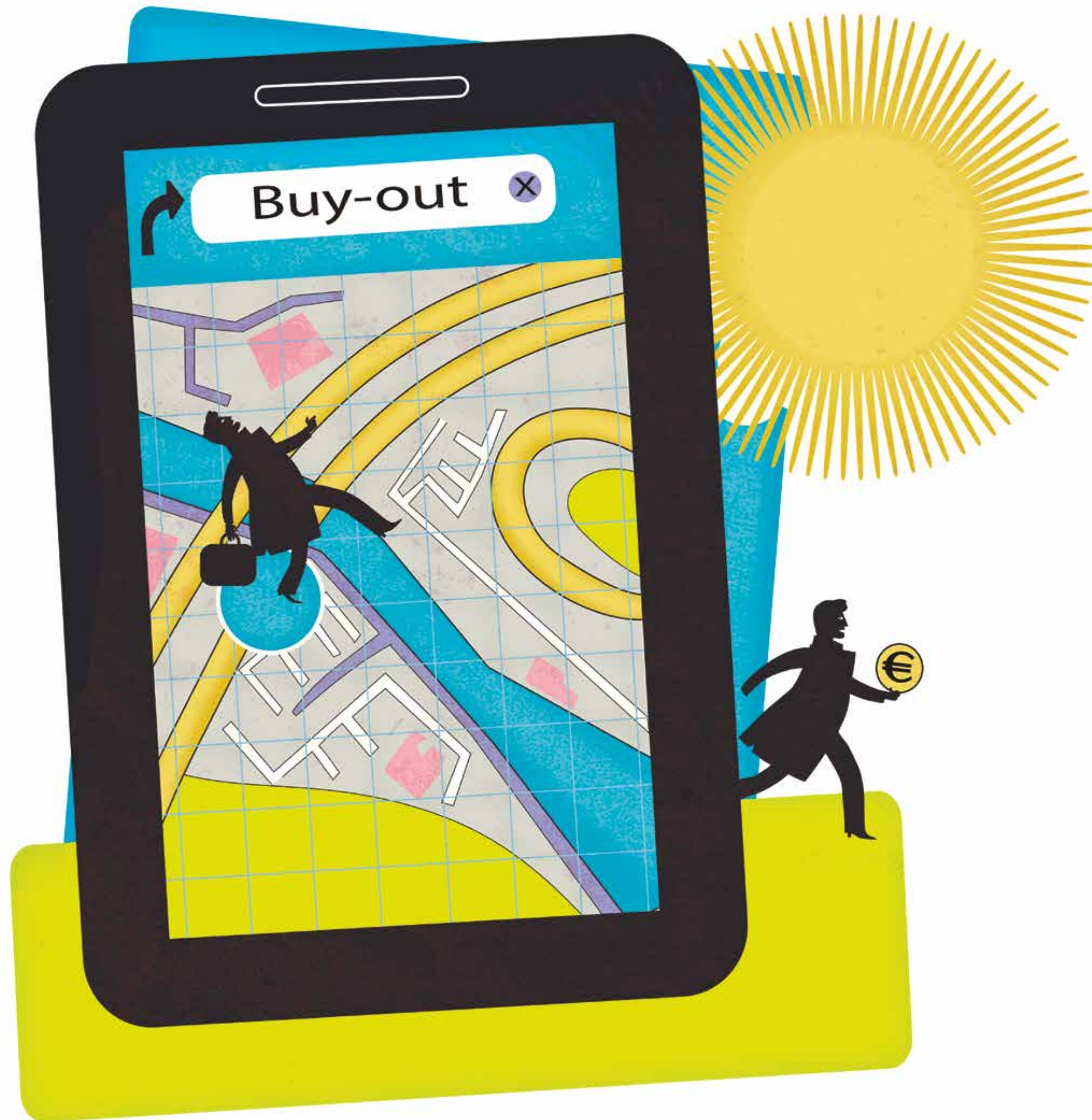
Marketing-professionals die écht willen, bereiken meer. Zeker met Sandd, de zakelijke postbezorger en DM-expert die uw ambities wil helpen waarmaken. Wilt u nieuwe doelgroepen bereiken? Meer traffic naar uw winkel of webshop? Meer donateurs of abonnees? Een gerichte DM-actie brengt nog altijd massa's mensen in beweging. Want een goede mailing is een boodschap die echt binnenkomt. Als u weet wie u wilt bereiken, weten wij hoe. Alle mensen die net een nieuwbouwhuis betrokken? Iedereen met een tuin van minstens 200m²? Zeg maar wie u zoekt. Wilt u meer bereiken? Bel 055 368 2525 of kijk op sandd.nl

Waar een wil is, is Sandd





Tekst Onno Sloterdijk
Illustratie Yvonne Kroese

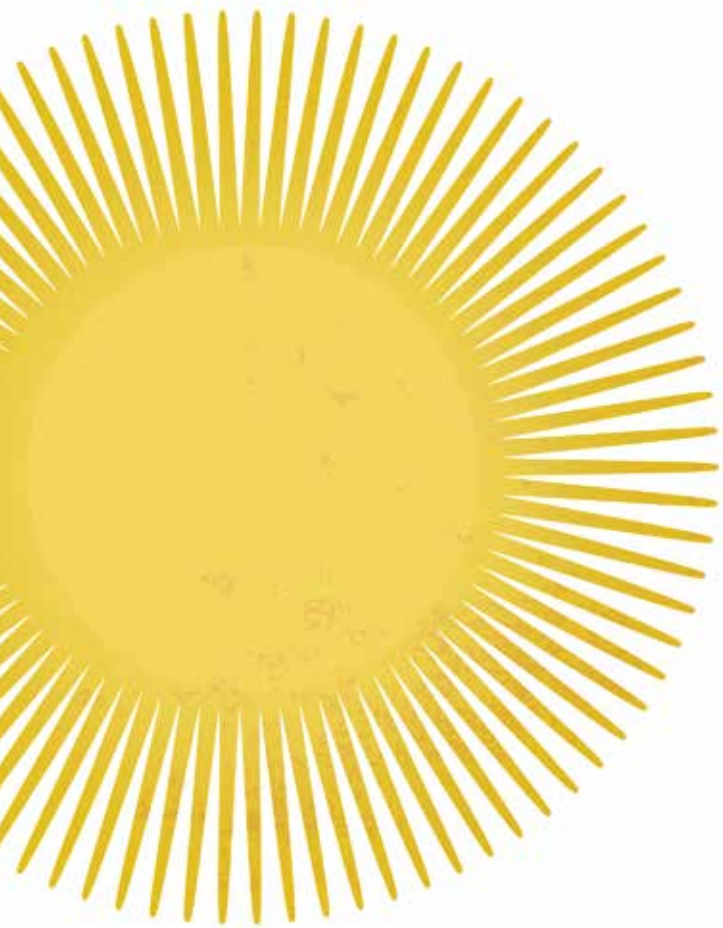


WIE DURFT?

Een management buy-out is een complexe reis vol uitdagingen en valkuilen. Een *roadmap* voor de ambitieuze manager wiens handen jeuken om te gaan ondernemen.

U zit in het managementteam van een divisie, heeft de nodige managementervaring opgedaan en de afgelopen jaren goede resultaten geboekt. Of u maakt deel uit van de managementtop van een familiebedrijf, waarbij de aandelen in handen zijn van de familie. Beide situaties kunnen het vertrekpunt zijn van een management buy-out.

In het eerste geval bent u onderdeel van de strijd om schaarse middelen. U kunt er dan voor kiezen om te blijven managen met een budget en een rijtje doelstellingen. Maar wanneer u ambitieuze plannen heeft met uw business-unit of divisie, is er ook een uitdagend alternatief. Als er veel potentieel aanwezig is, dat in de bestaande situatie niet of onvoldoende tot zijn recht komt, dan is een belangrijk deel van het management buy-out plan al 'klaar'. Bij familiebedrijven spelen vaak opvolgingsproblemen en de lastige toegang tot extra eigen vermogen. Een buy-out in combinatie met private equity kan beide problemen oplossen, zodat groei, internationalisering of overnames mogelijk worden.



Een buy-out maakt onvermoede krachten los



AVONTUUR EN RISICO

Nadenken – fantaseren, dromen – over een management buy-out kost niet zo veel moeite. Van de honderd managers die voor een eerste gesprek bij een adviseur komen, komt er echter vaak maar één terug met een goed plan. De rest slaagt er niet in zijn plannen te concretiseren en te onderbouwen, mist een duidelijke visie of durft de stap niet aan. Dat laatste is niet zo verwonderlijk: onze managementcultuur draagt eraan bij dat het ondernemerschap naar de achtergrond verdwijnt. Avontuur en risico wordt afgeleerd, zekerheden worden gecultiveerd. Daar staat tegenover dat bij de meeste buy-outs die tot wasdom komen, de omzet daarna harder groeit dan bij vergelijkbare ondernemingen zonder buy-out. Er komen vaak onvermoede krachten los.

Een manager die overtuigd is van de kansen, zal vervolgens op zoek moeten naar een investeerder die in het groeipotentieel gelooft. Deze stap kun je echter pas zetten nadat je als manager intern kenbaar hebt gemaakt dat je in bent voor een buy-out en niet eerder dan dat jouw plannen in goede aarde zijn gevallen. Bij een buy-out speelt de gunfactor een grote rol. De manager is immers primair manager en niet de aangewezen persoon om rechtstreeks het gesprek aan te gaan met de bestaande aandeelhouders. Ook moet de onderneming de bereidheid hebben om bedrijfsactiviteiten te verkopen aan het management; en last but not least moet een investeerder aantrekkelijke voorwaarden bieden, zodat de manager als kersverse ondernemer kan mee-investeren.

BEDRIJFSBLINDHEID

Bij een buy-out word je als manager snel geconfronteerd met nieuwe spelregels en eisen. Wat voorheen collega-managenteam-leden waren, zijn straks mogelijk medeaandeelhouders. In het verleden zat de manager om tafel met zijn baas en werd over doelstellingen en budgetten overlegd. In de aanloop naar een buy-out zit de manager tegenover de verkopende bedrijfseigenaar en wordt er scherp onderhandeld. Belangentegenstellingen komen dan nadrukkelijk op de voorgrond en dat vraagt om een extra scherpe blik om bedrijfsblindheid uit te sluiten en voldoende afstand te kunnen houden.

Die bedrijfsblindheid kan voorkomen worden door als manager samen te werken in een uitgebalanceerd team, maar toch is het verstandig om tijdens de onderhandelingen een onafhankelijke derde in te schakelen die het proces kan begeleiden en de relatie kan ondersteunen. Deze onafhankelijke derde heeft vaker met het bijltje gehakt en kan de nieuwe ondernemer een spiegel voorhouden. De adviseur kan bovendien de haalbaarheid van plannen goed inschatten, herkent de valkuilen en kan op basis van ervaring anticiperen.

LIEVER ONDERNEMER

Bij het zetten van die eerste risicovolle stap komt dus nogal wat kijken – van belang is daarom dat ‘het thuisfront’ achter het idee en alle consequenties staat. Met het bekendmaken van uw plannen op het juiste moment en aan het juiste adres maakt u als manager namelijk meteen expliciet dat u liever ondernemer bent dan manager. Dat kan verkeerd overkomen: ‘Je denkt alleen aan jezelf, je bent niet loyaal aan de onderneming’.

Pakt deze eerste stap echter goed uit, dan is de reis begonnen. In de daarop volgende maanden neemt de verkopende partij – de voormalige werkgever – meestal de regie over het proces. Die moet immers verantwoording over de deal afleggen aan de eigen aandeelhouders. Het plan wordt daarom meerdere malen kritisch tegen het licht gehouden. Mogelijke private equity-partijen zullen net als de ondernemer een due diligence onderzoek uitvoeren; ook banken kijken kritisch mee en zijn tegenwoordig even zorgvuldig als behoedzaam.

KAPITAAL EN KNOWHOW

Ondertussen is het aan de ondernemer om een goed team samen te stellen. Daarbij moet goed worden afgewogen wie u wel en niet meeneemt voor een periode van vijf tot zeven jaar. Een succesvol team bestaat uit verschillende professionals die onderling complementair zijn en hun sporen verdiend hebben; bij voorkeur met inbegrip van een criticaster. Ook de aanwezigheid van een sterke financiële persoon is cruciaal. Terwijl u bezig bent met het kopen van de onderneming, verkoopt u tegelijkertijd de onderneming aan de investeerder en tuigt u de nieuwe financieringsstructuur samen met de bank en de investeerder op.

Belangentegenstellingen komen nadrukkelijk op de voorgrond

Een nieuwe ondernemer heeft dus vele verschillende petten op. Daarbij wordt kritisch gekeken naar het eigen vermogen en de mogelijkheden om als ondernemer mee te investeren. U gaat een *partnership* aan met de investeerders, die naast eigen inbreng ook een duidelijke visie en goede strategie verwachten. De private equity-partij beschikt op dit gebied over kapitaal én knowhow. Als team moet je bereid zijn hiervan te leren.

NIET VRIJBLIJVEND

Zijn de ambities en visie uitgesproken en goed ontvangen, dan kan het natuurlijk alsnog fout aflopen. De omstandigheden gooien roet in het eten, het lukt niet om een investeerder te vinden, de onderhandelingen lopen vast, de financiering blijkt te zwaar om te dragen, er overkomt uzelf of uw team iets of uw plannen of competenties blijken niet toereikend te zijn. Dan wordt het in veel gevallen tijd om verder te kijken. Het is geen vrijblijvende reis waar u aan begint. Ook tijdens de reis – dus na het sluiten van de deal – kan de markt in elkaar storten. Er zijn voldoende voorbeelden waarin het slecht afloopt; ondernemen is risico nemen. Daarom is er veel aan gelegen om, naast het juiste team, met de juiste private equity-managers in zee te gaan: ondernemen blijft boven alles mensenwerk. Nu nog de juiste mensen zien te vinden die het aandurven om die extra stap te gaan zetten.

TEKST ONNO SLOTERDIJK

Hoofd van KPMG Private Equity, partner bij KPMG Corporate Finance

KPMG Corporate Finance adviseert en ondersteunt bij fusie- en overnametransacties, waarderingen, modellerings- en financieringsvraagstukken. Het profiel van Onno Sloterdijk is terug te vinden op managementscope.nl/manager/onno-sloterdijk.

KOOP MAN SCHAP

Blijven managen of kiezen voor het uitdagende alternatief van de management buy-out? De deelnemers aan deze ronde tafel handelden naar hun ondernemersgeest. Ze vertellen over de absolute *do's* en *don'ts* bij een buy-out.





Managers met de nodige ervaring, financiële expertise en ambities kunnen ervoor kiezen hun werkzame leven een ingrijpende wending te geven.

Van manager naar ondernemer en van loondienst naar risico nemen: het is niet alles goud wat blinkt. Een goed toekomstperspectief inclusief een solide plan is een voorwaarde, maar het succes wordt ook bepaald door allerlei ogenschijnlijk minder belangrijke factoren. Naast een goede klik met de bank en de investeerder en een goed managementteam spelen ook zaken mee als zelfstandigheid, flexibiliteit, incasseringsvermogen en de onvoorwaardelijke steun van het thuisfront. **Danny Bosker** (partner bij KPMG Corporate Finance) en **Ron Jansen** (managing partner van Ebbinge) spraken met **Ton Kraak** (ceo van Dieseko Group), **Joep Bruins** (ceo van Orangeveld) en **Ewald Draaijer** (ceo van SK Fire Safety). Zij zijn alle drie door de wol geverfde ondernemers die ruime ervaring hebben opgedaan met het fenomeen management buy-out en private equity-maatschappijen.

Is een management buy-out iets wat je overkomt, of stuur je er als management of individu bewust op aan?

Draaijer: 'Je moet niet afwachten. De overname van het AkzoNobel-onderdeel speelde in de tijd dat verschillende activiteiten van AkzoNobel werden afgestoten. We zijn begonnen met het geven van presentaties aan strategen en potentiële investeerders. Mijn ceo had goede contacten met de bank en ik met de investeerder. De relaties met de rrv waren goed.'

Kraak: 'Ik ben naar de oprichter gestapt en heb aangegeven dat ik graag wilde aanhaken wanneer men op zoek zou gaan naar private equity. Je moet de juiste mensen tegenkomen, maar zeker ook zelf het initiatief nemen, anders gaan er dingen aan je neus voorbij.'

Bruins: 'Bij ons was het erg lastig: dan weer wel, dan weer geen verkoopplannen. Je moet blijven doorzetten. Daarnaast word je al snel geconfronteerd met tegengestelde belangen. Je moet streven naar een *fair deal* en niet het onderste uit de kan willen halen of het te ingewikkeld willen maken. Private equity-partijen willen nog wel eens benadrukken dat er meer uit te halen is.'

Kraak: 'Als managementteam bepaal je de richting van het bedrijf. Maar ik ken wel verhalen waarbij de leden van een managementteam na het kenbaar maken van hun plannen een voor een werden weggewerkt.'

Draaijer: 'Bij je eerste buy-out-plannen moet je niet

meteen aan geld denken. De werkelijke winst die je met private equity kunt realiseren, zit in het verder brengen van het bedrijf.'

Kraak: 'Er kan tweespalt ontstaan in je managementteam: aan de ene kant de aanhakers en aan de andere kant personen die bijvoorbeeld het thuisfront niet meekrijgen.'

Wat is er nog meer nodig voor een management buy-out, behalve een goed managementteam?

Kraak: 'Het thuisfront moet de ruimte geven om risico's aan te gaan; dat speelt met name wanneer je vanuit loondienst aan je eerste buy-out gaat meedoen. Je kunt ook 'driehoog-achter' eindigen en de hypotheek moet wel iedere maand betaald worden. Veel mensen zijn hier bang voor en dat bepaalt misschien ook wel het onderscheid tussen ondernemers en managers.'

Draaijer: 'Je moet het geld kunnen missen, je kunt je investering in een aandeel ook verliezen.'

Bruins: 'Voor veel mensen is het daarentegen een heuse eye opener als ze het eerste echte financiële succes zien.'

Kraak: 'De eerste paar jaar ben je vooral bezig met het managen van de cashflow. Met name in de periode voor 2008 werden bedrijven door de banken nog volgestopt met schulden.'

Bruins: 'In het begin moet je erg veel zelf oplossen, dat moet je niet over het hoofd zien. Binnen ING werd alles geregeld, direct na een buy-out moet je dat allemaal zelf regelen. Dat is niet moeilijk, maar het komt er wel bij: de verzekeringen, de schoonmaak, de *copiers*.'

Draaijer: 'Verder is de juiste drive en energie erg belangrijk. Je werkte al hard, maar nu moet je nog verder doordenken: wat is er allemaal echt nodig?'

Hoe stel je het team samen dat je wilt laten participeren?

Kraak: 'Ik hanteer twee criteria: allereerst of iemand een sleutelpersoon is of wordt. Daarnaast speelt de gunfactor ook een rol. Sommige mensen zijn erg loyaal en die gun je wat extra's. De nadruk ligt wel op het eerste facet. Over goede mensen kunnen beschikken is het lastigste.'

Bruins: 'Van sommige mensen die je meekrijgt van de

verkopende organisatie neem je afscheid. Van de veertien managers hebben we er twaalf vervangen.'

Draaijer: 'Bij de eerste ronde hebben wij de meeste landenmanagers een aanbod gedaan om te participeren. Maar in iedere nieuwe fase moet je herijken: is dit nog steeds de juiste persoon op de juiste plek?'

Bruins: 'Het tempo gaat omhoog; je moet daarom goed vooruitkijken, het is een beetje een snelkookpan.'

Kraak: 'Daar moet je als ondernemer zeer actief mee bezig zijn: het is niet alleen het bedrijf dat groeit. Het besef dat mensen mee moeten groeien probeer je zo goed mogelijk te benadrukken. Een deel van de mensen haakt dan ook af bij een tweede financieringsronde.'

Bruins: 'Soms moet je bij een tweede ronde slecht-nieuwsgesprekken voeren met mensen van het eerste uur, die bij de eerste ronde volop mee participeerden.'

Komt die druk vanuit het managementteam zelf, of leidt de betrokkenheid van private equity tot verhoogde druk?

Kraak: 'Ondanks dat ik private equity aan boord heb, voelt het als *mijn* bedrijf. Ze zijn substantieel aanwezig, maar ik bepaal de richting en de stappen.'

Draaijer: 'Een private equity-partij zal niet snel zeggen dat je iemand naar huis moet sturen. Binnen het managementteam zie je zelf snel genoeg wie allemaal de kar trekken. Maar ik vind het goed en plezierig dat de investeerder weet hoe het er voor staat. Ik wil transparant kunnen zijn.'

Kraak: 'Dat geldt ook voor de contacten met banken: daar gaat het niet alleen om financiën, maar ook over hoe je er bijvoorbeeld qua commercie en productontwikkeling voor staat. Private equity, banken en je managementteam zijn partners. Transparantie richting de bank werkt goed, zo is mijn ervaring.'

Draaijer: 'Dat verbaast me wel een beetje, de loyaliteit van banken wil nog wel eens verschillen per periode.'

Jullie hebben allemaal meerdere ervaringen met private equity. Waar zitten de verschillen?

Kraak: 'Ik heb te maken gehad met zowel *informals* als private equity. Er is veel betrokkenheid, maar hun rol wordt ook bepaald door de fase waar je bedrijf in verkeert. Grotere partijen bieden minder ondersteuning



TON KRAAK (52)

is ceo van Dieseko Group. Kraak deed in 1996 een management buy-out bij Hyva samen met ABN AMRO Participaties en NPM. In 1999 volgde een secondary buy-out en in 2003 werd het bedrijf verkocht aan de Britse investeerder 3i. Kraak stapte in 2004 in een onderdeel van Geveke Groep (ICE) en deed daar een buy-out met behulp van Greenfield Capital; in 2013 werd de tweede ronde gedaan met NPM Capital.

‘Bij een zware leverage loop je soms dicht langs het randje’

TON KRAAK



‘Ik ken mensen die spijt hebben van hun buy-out’

EWALD DRAAIJER

aan het management dan kleinere partijen. Denk aan een jurist die wel even kan helpen bij het opstellen van een contract. Op een hoger niveau van private equity moet je bijvoorbeeld zelf een advocaat inhuren en er worden andere eisen aan de financiële rapportages gesteld.’

Draaijer: ‘Op strategisch vlak kun je wel van een team spreken, denk aan het doen van overnames. De support die je krijgt van een partij als Bencis vind ik heel plezierig, ook als het gaat om de contacten met banken.’

Bruins: ‘Bij ons verliep de herstructurering wat minder soepel; daar zijn ze wat minder in thuis. Informal investors kijken bijvoorbeeld wat beter door een *carve-out* heen en nemen wat meer risico – ze hoeven dan ook geen verantwoording af te leggen. Over het algemeen geldt bij private equity toch dat je het vooral zelf moet doen.’

Hoe kom je met de juiste partijen in contact? En hoe verloopt het daarna?

Bruins: ‘Veel verloopt ‘via-via’. Jij kunt wel je voorkeuren hebben, maar een private equity-partij moet jou ook zien zitten. Jouw bedrijf past bijvoorbeeld niet in hun portfolio of ze hebben al meer vergelijkbare bedrijven in hun portefeuille.’

Draaijer: ‘Bij het eerste gesprek is iedereen aardig. Bij een tweede of derde gesprek merk je dat eerder gedane uitspraken worden teruggenomen en komen de gevoeligheden naar boven. Inzicht daarin is wel belangrijk voordat er een handtekening wordt gezet: het voorspelt hoe de samenwerking verder verloopt.’

Kraak: ‘Veel hangt ook af van de fase waarin de private equity-partij verkeert. Zijn ze gretig omdat ze al een tijdje geen deal hebben gesloten? Die chemie is inderdaad erg belangrijk, er moet een klik zijn. Ook private equity zegt zelf vaak: eerst de vent, dan de tent en tot slot de cent. Je moet er een jaar of vijf mee samenwerken.’

Bruins: ‘Het is dan ook verstandig om in het begin met meerdere private equity-partijen te praten.’

Draaijer: ‘Wij hebben ervaren hoe belangrijk cultuurverschillen zijn. Met bijvoorbeeld Angelsaksische partijen wil ik niet meer samenwerken. Bij Bencis zaten we *samen* om de tafel, was er een plan en een strategie; een ‘ja’ was een duidelijk ‘ja’. Bij een veel grotere Angelsaks kregen we te maken met de afdeling ‘strategische planning’, er kwam een one-tier board waar een relatie van de investeerder in plaats nam en control management kreeg de overhand. Daar ben ik als *bad leaver* uitgestapt.’

Bij een management buy-out ben je zelf zowel koper als verkoper. Hoe ga je om met belangentegenstellingen?

Kraak: ‘Je moet zeer integer zijn, anders krijg je de bal gewoon terug. Je bent aan het balanceren. Er zijn private equity-partijen die tot het uiterste gaan. De private equity-partij die aan boord komt, heeft een grote invloed op de bank: een goede partij biedt vertrouwen en professionaliteit, het is een extra steun in de rug als er eventueel extra kapitaal moet worden bijgestort.’

Bruins: ‘Er moet sprake zijn van een fair deal voor beide partijen. Als je je laat verleiden tot al te mooie prognoses, krijg je daar last van.’

Na een eerste management buy-out volgt een eerste exit. Die kan ook beïnvloed worden door ontwikkelingen bij de investeerder. Wie bepaalt de vorm, de timing en de keuze?

Kraak: ‘Je moet zelf de regie behouden. Een exit heeft enorme impact op je organisatie. Je moet een data room vullen en je managementpresentaties op orde hebben, je bent zo drie tot zes maanden verder. Wanneer je een nieuwe partij hebt gevonden, moet je de fase daarna zo kort mogelijk proberen te houden.’

Draaijer: ‘Onze eerste exit ‘overkwam’ ons min of meer. Er deed zich een kans voor om een bedrijf van zevenhonderd miljoen over te nemen, maar dat werd toen te groot voor Bencis. We moesten dus op zoek naar een nieuwe partij. Bij de tweede ronde bepaalde de nieuwe partij dat er een beursgang zou komen; als gevolg van de crisis ging die niet door. Maar idealiter bepaal je dat juist samen – bijvoorbeeld met de hulp van een adviseur, zoals KPMG – op strategisch en financieel vlak.’

Bruins: ‘Het gaat misschien niet eens zo zeer om de timing, maar om de basale keuze voor opnieuw private equity of een strateeg. Private equity is wel enigszins verslavend, je gaat niet snel terug.’

Kraak: ‘Bij de keuze voor een strateeg loop je het risico van een integratie, waardoor het management weer in de rol van divisie-manager terecht komt. Wordt gekozen voor een strateeg, dan kun je ervoor kiezen om de integratie te doen en daarna de organisatie verlaten. Bij private equity blijf je zelf aan het stuur. Verder moet je proberen van ‘maximaal’ naar ‘optimaal’ te gaan: de private equity-partij – waarmee je in een aantal jaren als het goed is een transparante relatie hebt opgebouwd – zal bij een exit zo veel mogelijk willen verdienen, maar daar heb je tegen die tijd wel invloed op. Je bent bij een tweede ronde niet alleen verkoper, maar ook koper.’

Voordat jullie zijn gaan ondernemen, zijn jullie allemaal begonnen als manager. Is er geen weg meer terug na de eerste buy-out?

Kraak: ‘Je werkt voor jezelf, ondanks het feit dat je soms maar twee of drie procent bezit. Het is jouw bedrijf.’

Draaijer: ‘Ik ken wel mensen die spijt hebben van hun buy-out. Het kan ook tot een financiële strop leiden.’

Kraak: ‘Je moet goed met financiële druk kunnen omgaan.’



JOEP BRUINS (42)

is ceo van Orangefield. Hij deed acht jaar geleden als cfo een buy-out vanuit de ING Private Wealth Divisie. Daarbij werd samengewerkt met Foreman Capital; daarna verkocht aan AAC Capital.

‘Een tweede investeringsronde leidt tot slecht-nieuwsgesprekken met mensen van het eerste uur’

JOEP BRUINS



EWALD DRAAIJER (51)

is ceo van SK Fire Safety. Deed zijn eerste buy-out in 2001 met AkzoNobel Inks en werkte daarbij samen met Bencis Capital Partners. Een tweede ronde volgde met CVC Capital Partners; het bedrijf is nu verkocht aan JP Morgan. Draaijer is sinds 2011 ceo bij SK Fire Safety groep, waarbij hij opnieuw samenwerkte met Bencis. Inmiddels is hij toe aan de tweede ronde met het Franse Apax Partners.

‘De werkelijke winst zit in het verder brengen van het bedrijf’

EWALD DRAAIJER

Ook ik heb wel eens een paar maanden slapeloze nachten gehad: hoe gaan we hier uit komen? De banken of de private equity-partij hadden het bedrijf gemakkelijk onderuit kunnen halen. Bij een zware leverage loop je soms dicht langs het randje. Het komt ook voor dat een bedrijf met private equity van tweehonderd miljoen omvalt en de ondernemer alles kwijt is. Je moet wel goed voor jezelf zorgen, dat ben je ook verplicht aan het thuisfront. De balans kan verkeerd uitslaan als je alles in het bedrijf blijft stoppen. Het kost veel energie en tijd, je bent vaak op reis en van huis. Daar moet wel een beetje zekerheid tegenover staan. Daar heb ik ook van het begin af aan op aangestuurd.’

Wat is jullie beste advies aan managers die een buy-out overwegen?

Kraak: ‘Doe vooral die dingen waar je goed in bent en waar je affiniteit mee hebt.’

Draaijer: ‘Een buy-out is vooral iets voor managers die zich bekneld voelen in hun groei, bijvoorbeeld door belemmeringen vanuit het moederbedrijf of omdat een onderdeel niet meer goed past. Je moet een goed plan hebben om te winnen met jouw business. Maar denk niet meteen aan geld, dat is uiteindelijk een resultaat van datgene wat je neerzet. En spreek eerst met iemand die je kunt vertrouwen en die ervaring heeft.’

Bruins: ‘Mijn tip: nooit opgeven. Je zult eerst vele malen ‘nee’ horen en met tegenslagen geconfronteerd worden.’

INTERVIEW DANNY BOSKER

Partner bij KPMG Corporate Finance.

KPMG Corporate Finance adviseert en ondersteunt bij fusie- en overnametransacties, waarderingen, modellerings- en financieringsvraagstukken. Het profiel van Danny Bosker is terug te vinden op managementscope.nl/manager/danny-bosker.

INTERVIEW RON JANSEN

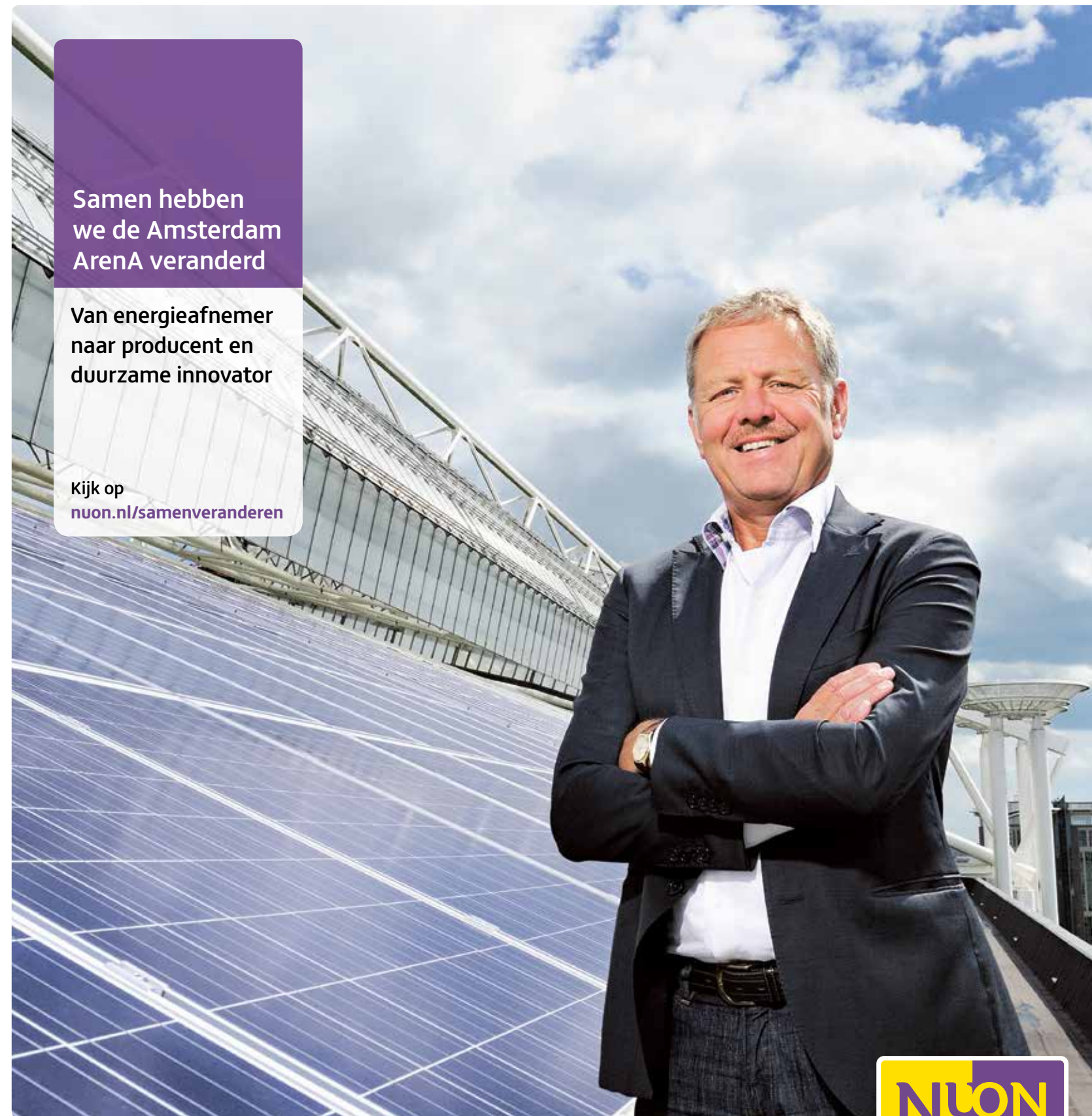
Managing partner van Ebbing; Advies, Interim en Search.

Ebbing werkt ruim twintig jaar voor en met private equity. Gespecialiseerd in advies rondom het samenstellen en ontwikkelen van het directieteam; zowel in de due diligence fase, tijdens het 100-dagenprogramma als ook bij het ‘verkoopklaar maken’. Deze kennis en ervaring is ook relevant voor het invullen van posities interim en via executive search voor directie posities of binnen de raad van commissarissen.

Samen hebben we de Amsterdam ArenA veranderd

Van energieafnemer naar producent en duurzame innovator

Kijk op nuon.nl/samenveranderen



Samen veranderen

Energie is de mogelijkheid om iets te veranderen. Daarom werken wij elke dag vol energie aan uw energie. Als energiepartner willen we een bijdrage leveren aan de bedrijfsvoering en ambities van ondernemers.

Zo hebben we samen met de Amsterdam ArenA gekeken naar de mogelijkheden om invulling te geven aan hun ambitieuze duurzaamheidsdoelstellingen. De Amsterdam ArenA wil hiermee niet alleen een podium zijn voor topsporters en artiesten, maar ook voor duurzame innovatie.

Partner in energieoplossingen

Henk van Raan, Facilitair directeur Amsterdam ArenA: “De Amsterdam ArenA wil in 2015 per saldo klimaatneutraal zijn. Om dat doel te behalen, nemen we Nederlandse windenergie af en gebruiken we restwarmte van een Nuon energiecentrale om het stadion te verwarmen. Om te koelen, pompen we koud water op uit de bodem van de nabijgelegen Oudekerkerplas. Daarnaast hebben we 7.000 m² zonnepanelen op het dak geplaatst, goed voor 10% van ons huidige energieverbruik.

Zoiets kun je niet alleen, daar heb je een partner voor nodig die beschikt over de juiste kennis en expertise. Nuon is voor ons die partner.”

Wat mogen we voor u veranderen? Kijk op nuon.nl/samenveranderen

DE AFRIKA
SPECIALIST!



SAFARI IN AFRIKA?

Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten op 020-2012740 voor een reis op maat.



Kenia • Tanzania • Madagaskar • Seychellen • Mauritius • Zuid-Afrika
Oeganda • Zimbabwe • Namibië • Botswana • Mozambique • Zambia



De mogelijkheden zijn eindeloos, privé reizen geheel conform uw wensen!



Dossier

PRIVATE EQUITY

Leidende private equity-partijen voeren een groeistrategie waarbij ze exact de investeringsgebieden bepalen waarbinnen ze op zoek gaan naar deals. Bovendien moet de ontvanger voldoen aan strenge criteria op het gebied van environment, social en governance.

3-4. Eric-Jan Vink

Investeren in goed gedrag.

4-10. Analyse

Superieure rendementen door actieve waardecreatie.

In samenwerking met Allen & Overy en Bain & Company



A portrait of Eric-Jan Vink, a man with short brown hair and glasses, wearing a dark green suit, white shirt, and blue patterned tie. He is sitting with his hands clasped, looking towards the camera. The background is a blurred view of a modern building with large glass windows.

‘HET RENDEMENT BLIJFT LEIDEND’

Een scherp oog voor te behalen rendement binnen
de speerpunten environment, social en governance:
dat kenmerkt de private equity-tak van
pensioenbelegger PGGM, met
Eric-Jan Vink aan het roer.

Eric-Jan Vink



‘Soms sluiten we een sector uit waar we niet achter staan. Dat je dan rendement laat liggen, dat is dan maar zo.’

Halverwege het gesprek laat Eric-Jan Vink het nieuwtje terloops vallen. Vorige maand eindigde de private equity-tak van pensioenbelegger PGGM als derde op het lijstje van invloedrijkste Europese private equity-investeerdere, opgesteld door het vakblad *Private Equity News*. Niet gek voor een afdeling die nog geen vier jaar bestaat, erkent Vink, die zichzelf sinds maart 2012 officieel head of private equity van PGGM mag noemen. Met zijn vijftienkoppige team is Vink verantwoordelijk voor alle private equity-activiteiten van PGGM, dat op dit moment ongeveer 178 miljard euro aan pensioentegoeden beheert voor een handvol pensioenfondsen.

‘We zetten nieuw kapitaal aan het werk om in Nederland te investeren’

Tot ruim drie jaar geleden had PGGM al zijn private equity-activiteiten ondergebracht bij Alpinvest, het gezamenlijke investeringsvehikel van PGGM en APG, de pensioenuitvoerder van ABP. In 2011 werd Alpinvest verkocht aan Carlyle Group en het elfkoppige management van Alpinvest. In de tien jaar die aan de verkoop voorafgingen, haalde Alpinvest een gemiddeld rendement van twaalf procent. Aan Vink en zijn team de schone taak dat resultaat te evenaren, zo niet te overtreffen. Maar rendement is niet het enige waar het Vink en zijn team om gaat. PGGM is de laatste jaren zeer actief als het gaat om het voeren van een goed ESG-beleid: bij investeringen scherp kijken naar het environmentaal, social en governance gedrag van de ontvangende partij. Ook in zijn private equity-activiteiten houdt PGGM daar dus sterk rekening mee, vertelt Vink in een gesprek met Karine Kodde van advocatenkantoor Allen & Overy. ‘Rendement en een goed ESG-beleid hoeven elkaar niet uit te sluiten.’

Eén van de laatste transacties die het private equity-team van PGGM heeft gedaan, is het nemen van een belang van twintig procent in de fondsen van Nordin Capital Partners, een nieuw opgerichte investeringsmaatschappij die voortkomt uit Rabo Capital. Rabobank zit er voor veertig procent in, de resterende veertig procent ligt bij Commonwealth Capital, het investeringsbedrijf van de familie Dreesmann. De bestaande portefeuille van Rabo Capital is overgenomen en tegelijkertijd is er door de investeerders een nieuw commitment gedaan van driehonderd miljoen euro voor overnames van bedrijven met een bedrijfsresultaat vanaf drie miljoen euro. ‘Een prachtige transactie’, zegt Vink. ‘We zetten nieuw kapitaal aan het werk om in Nederland te investeren.’ De bestaande portefeuille van Nordin is divers: bouw, installatietechniek, maar ook voedsel en scheepvaart. Vink: ‘Een goede doorsnede van de Nederlandse economie. De combinatie van partners maakt dit heel interessant. Commonwealth heeft een sterk netwerk in ondernemend Nederland. Wij voegen het institutionele stuk toe.’

Hoe selecteert u de fondsen waarin jullie investeren? Waarom hebben jullie bijvoorbeeld nu voor dit fonds gekozen, en niet voor een ander Nederlands fonds?

‘We kennen de Nederlandse markt goed, we hebben ook commitments naar andere Nederlandse fondsen. Tegelijkertijd hebben we een wereldwijde portefeuille. Voor ons is het elke keer een afweging. Waar staat het fondsteam? Wat zijn de andere mogelijkheden? Zien we het zitten in de toekomst? Voor de markt waarin Nordin opereert, zit er een goed team waarin we veel vertrouwen hebben.

We hebben zelf in de afgelopen jaren ook steeds meer kennis opgebouwd. Dat heeft even geduurd: Alpinvest werd destijds in zijn geheel verkocht, inclusief alle mensen en expertise. Inmiddels staan we er goed voor en hebben we als PGGM de grootte en kennis in huis om het zelf te doen. Daarin maken we keuzes. We proberen zo goed mogelijk in te schatten of het team van een fonds voor ons gaat doen wat wij graag zien: een goed rendement bieden dat ook echt bijdraagt aan de pensioenambitie van onze deelnemers. En we den-

ERIC-JAN VINK (43)



Opleiding

Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit Rotterdam

Loopbaan

2012 - heden

Head of private equity PGGM, lid van het managementteam van PGGM Private Markets

2011 - 2012

Senior investment manager private equity PGGM

1998 - 2011

Gilde Buyout Partners

Interesses

Muziek, fotografie, sport

Thuis

Samenwonend, drie kinderen

MEER OVER ERIC-JAN VINK OP:
WWW.MANAGEMENTSCOPE.NL



ken dat we met private equity het verschil kunnen maken op ESG-gebied. We verwachten van de fondsmanagers dat ze daar veel aandacht aan besteden.’

Een voorwaarde voor investering is dus dat de fondsen en bedrijven zich houden aan jullie ESG-beleid. Bij wat voor soort fondsen kom je dan uit?

‘Het soort investeringen dat past binnen dit beleid is divers, maar het gaat bijvoorbeeld om energie en duurzaamheid. Maar ook besteden we aandacht aan de zorg – veruit onze grootste klant is het Pensioenfonds Zorg en Welzijn – aan waterschaarste en voedselzekerheid. Op die gebieden liggen de komende jaren goede investeringsmogelijkheden, denk ik.’

Toch richten jullie je niet specifiek op sectorfondsen. Waarom niet?

‘We doen dat wel, maar het is niet altijd even makkelijk om die te vinden. De meerderheid van de private equity-fondsen is generalistisch. Dus de beslissing wanneer het een goed moment is om in een bedrijf of bepaalde sector te investeren, laten we aan de fondsmanager. Private equity is toch vaak geografisch georiënteerd: het gaat om lokale contacten, een

netwerk. Het is altijd de vraag wat het meeste rendement oplevert, gegeven het risico dat je neemt, want het rendement blijft leidend. We willen niet te veel risico nemen, want het gaat tenslotte om pensioengeld. Daarom proberen we wereldwijd een gediversificeerd portfolio aan te houden.’

Is het niet lastig om een vrij strikt ESG-beleid te hanteren en tegelijkertijd een goed rendement te behalen? Wat weegt zwaarder?

‘ESG is een belangrijk thema en dat wordt de laatste tijd ook door fondsmanagers erkend. Bijdragen aan een duurzame toekomst wordt van iedereen verwacht. Ik denk dat het daarbinnen mogelijk is om een mooi rendement te halen. Er zijn sectoren die je moet uitsluiten, omdat je daar niet achter staat. Dat je daar dan af en toe wat rendement voor laat liggen, dat is dan maar zo. Maar ik geloof dat er heel wat businessmodellen bestaan die gebaseerd zijn op duurzame oplossingen en juist daarmee een *positive* in de markt kunnen veroveren. Waarbij je ziet dat grote afnemers van zo’n business uit ESG-oogpunt alleen nog maar zaken met die partij willen doen. Een manager die dat inzielt en als uitgangspunt heeft, vind ik heel interessant.’



Hoe werkt dat in emerging markets? Ik kan me voorstellen dat de aandacht voor ESG-thema's daar minder groot is.

'In opkomende markten zie je private equity-fondsen daarin juist voorop lopen, omdat het ESG-beleid nog ontbreekt in de wet. In veel ontwikkelde landen zijn zaken als milieu en sociale kwesties al geregeld in de wet. In emerging markets is dat minder het geval, dus kun je tegen fondsen zeggen: als jullie voor ons investeren, willen we dat jullie je aan deze en deze standaarden houden. Je ziet in die markten meer fluctuaties in het rendement, maar ze zijn nog steeds heel interessant. De kwaliteit van de fondsmanagers in emerging markets neemt toe. Ik verwacht dat er de komende jaren meer kapitaal naar toe zal gaan.

Om terug te komen op uw vraag naar de manier waarop we fondsen selecteren: we zien dat we een aantrekkelijke partner zijn voor private equity-fondsen omdat we betrokken zijn, maar niet op de stoel van de fondsmanager gaan zitten. In sommige gevallen maken we gebruik van de mogelijkheid om ook rechtstreeks te investeren, een zogenaamd *co-investment* in de bedrijven die worden gekocht door een fonds. Dat geeft ons wat meer controle over de portefeuille en geeft ons de kans om tegen lagere kosten te investeren. Dat laatste is hier in Nederland natuurlijk een veelbesproken onderwerp. Hier

'Een board seat is geen doel op zich'

zegt iedereen: we willen een goed pensioen en we willen niet te veel betalen. Zo benaderen we dat als PGGM Private Markets ook. Maar een goed pensioen komt ook niet gratis. Private equity heeft wel altijd laten zien dat het genoeg oplevert, ondanks dat de kosten aan management fees en transaction fees hoger zijn dan bij andere *asset classes*.'

Zijn de opvattingen over de kosten anders dan een paar jaar geleden?

'Men is kostenbewuster. Maar het blijft ook een kwestie van marktwerking. Fondsen die het de afgelopen jaren goed hebben gedaan, kunnen wat meer vragen dan andere. Dat lijkt me ook wel gezond. Wij als PGGM hebben het geluk dat we door onze omvang voldoende kunnen onderhandelen, ook over de kosten die een private equity-fondsmanager voor zichzelf bedingt. Andere investeerders hechten minder belang aan de kosten: die kijken voornamelijk naar het netto rendement. Dat vinden wij natuurlijk ook belangrijk, maar we hanteren tegelijkertijd een fee-protocol. Als er fees in rekening worden gebracht die hoger zijn dan wij reëel vinden, dan komen er wel additionele vragen.'

Zijn jullie ook al actief als directe investeerder, dus buiten de fonds-commitment om?

'Zoals hiervoor aangegeven, treden we wel op als co-investeerder, naast het private equity-fonds. Dit zijn altijd minderheidsbelangen, we nemen dus geen rechtstreeks controlerend belang. En we doen zo'n co-investment alleen als we vertrouwen hebben in de onderneming. Uiteindelijk is de fondsmanager verantwoordelijk voor de due diligence en de onderhandelingen over de aankoop. Als wij het vervolgens een

'De kwaliteit van fondsmanagers in emerging markets neemt toe'

aantrekkelijke propositie vinden, dan gaan we er goed naar kijken. Dit jaar zien we zo'n zestig mogelijkheden. Daarvan kiezen we er ongeveer vijf.'

Is dat iets wat jullie aan een fonds opleggen als jullie een commitment aangaan? Het recht om ook direct te mogen investeren?

'Bij sommige fondsen hebben we daarover onderhandeld. Maar uiteindelijk handelt de fondsmanager in het belang van alle investeerders. Veel van hen zijn wel geïnteresseerd om rechtstreeks deel te nemen. Het heeft voor- en nadelen. De manager moet zijn due diligence goed doen. Als het een goede investering is, dan scheelt het in de kosten. Je loopt wat meer risico, maar je netto rendementsverwachting neemt flink toe.'

Bij zo'n co-investering zijn verschillende structuren mogelijk. Komt het voor dat jullie bijvoorbeeld een board seat krijgen, of als observer aan-schuiven?

'Dat hangt af van de omvang van de investering. Als wij een groot belang krijgen, dan zullen we daar wel om vragen – al is het altijd een minderheidsbelang. De fondsmanager is in the lead. Maar we zijn tot dusver met een team van vijftien man – daarmee is het niet mogelijk om in veel bedrijven zo'n rol te gaan spelen. Je moet wel waarde kunnen toevoegen. Ik verwacht dat in de toekomst bij grotere investeringen een board seat kan gaan meespelen. Maar het is geen doel op zich.'

Jullie nemen als team op dit moment geen zelfstandige belangen in ondernemingen, alles gaat via of samen met private equity-fondsen. Overwegen jullie voor de toekomst wellicht ook rechtstreeks te gaan investeren, en dus ook controlerende belangen te gaan houden?

'We denken uiteraard wel na over de manieren waarop we in private ondernemingen willen investeren. Direct investeren is een heel ander model en we zijn tot dusver tevreden over het huidige model. Er zijn wel grote institutionele partijen, vooral Canadese pensioenfondsen, die een directer investeringsbeleid hebben. Maar veel volume heeft het nog niet: van alle transacties boven de miljard dollar is minder dan een procent tot stand gekomen zonder betrokkenheid van fondsmanagers. Het gebeurt dus een beetje, maar nog niet veel. Bij een grote institutionele partij die een direct team opzet, zonder betrok-

kenheid van fondsen, moet er veel veranderen. De processen zijn heel anders. Je moet de juiste sector kennis hebben... Wie weet is het voor ons interessant, als de mogelijkheid zich voordoet. Overigens investeert ons infrastructuurteam wel rechtstreeks in Nederland en ook elders. In de landen waarin zij actief direct investeren, werken ze niet meer via fondsen.'

Bij grote infrastructurele projecten – bijvoorbeeld windmolenparken – waar een gat in de begroting is, wordt vaak geroepen: laat die pensioenfondsen maar helpen, die hebben geld genoeg. Hoe gaat u met die maatschappelijke druk om?

'Ik krijg dat soort kwesties niet vaak op mijn bord, dus ik kan er niet al te veel over zeggen. Maar over het algemeen denk ik dat wij een goede langetermijninvesteerder kunnen zijn in het Nederlandse bedrijfsleven, altijd in samenwerking met een private equity-fonds. Zelf zal ik altijd kijken: is de mogelijkheid interessant genoeg voor pensioenfondsklanten? Is het interessant voor de deelnemers van onze klanten? En past het in onze portefeuille?'

INTERVIEW KARINE KODDE

Partner bij Allen & Overy en Co-Head Global Private Equity Group van Allen & Overy.



GROEI IS NIET GENOEG

In de zeer competitieve dealmarkt van de Benelux kunnen private equity-partijen niet langer volstaan met een eenvoudige focus op groei, maar is waardecreatie door een gedifferentieerde en proactieve benadering vereist.

Private equity-partijen zijn lang in staat geweest om zowel in goede als slechte tijden zeer goed te presteren. Maar zoals we beschreven in het meest recente *Bain Global Private Equity Report*, volstaat de tactische wendbaarheid waarmee ze voorheen cyclische pieken en dalen overwonnen niet meer, nu ze moeten opereren in een omgeving die sinds de financiële crisis aanzienlijk competitiever is geworden. Dit is vooral het geval in de Benelux, waar private equity-investeers van binnen en buiten dit geografische gebied de afgelopen jaren een hernieuwde belangstelling voor het sluiten van deals hebben getoond. Streven naar groei is altijd de voornaamste strategie van private equity-partijen geweest. Natuurlijk is groei nog steeds belangrijk, maar wij geloven niet dat elke private equity-partij nog succesvol kan zijn met alleen een groeistrategie. Partijen die focussen op een leidende positie in specifieke sectoren, regio's en dealtypes, hebben de grootste kans op goede resultaten en de beste toegang tot beschikbaar kapitaal. Dat geldt vooral voor partijen die binnen hun focusgebieden continu hun onderscheidende vaardigheden verbeteren en tevens een schaalbaar model bouwen voor het *sourcen* van deals. Daarbij passen ze zowel vóór als na acquisities nieuwe inzichten toe.



Een op differentiatie gebaseerde strategie botst overigens niet met een groeistrategie. Een groeistrategie vereist dat partijen hun geografische reikwijdte, sector of dealtype verbreden, terwijl een puur op differentiatie gebaseerde benadering vereist dat partijen zich specialiseren binnen een beperkt aantal focusgebieden. Daarom leidt een combinatie van beide in de toekomst eerder tot superieure rendementen: voortbouwen op je kracht in focusgebieden door uit te breiden naar aangrenzende gebieden. Met de toenemende beschikbaarheid van gecommitteerd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal, oftewel *dry powder* (bij aanvang van 2014 bedroeg het *dry powder* van alle private equity-fondsen in de Benelux meer dan 13,3 miljard euro) zal het gedisciplineerd uitvoeren hiervan een aanzienlijke uitdaging zijn.

Een focus op specifieke sectoren en dealtypes geeft het beste resultaat

Succesvolle private equity-partijen maken heldere keuzes over de markt waarop ze actief zijn en de manier waarop ze daar winnen.

CRUCIAAL: DE SWEET SPOT

Leidende private equity-partijen voeren hun strategie van groei door differentiatie uit door exact de investeringsgebieden te bepalen waarbinnen ze op zoek zullen gaan naar deals. Voor elke private equity-partij geldt dat haar ideale speelterrein of haar *sweet spot*, zich in een specifieke dimensie bevindt – van industriector of dealomvang tot aan de hoeveelheid zeggenschap waarnaar een partij in zijn deals streeft, tot aan de vraag of zij primair wil focussen op groeimogelijkheden, turnarounds of cyclische bewegingen.

Het bepalen van de *sweet spot* is cruciaal. Wanneer teams vooraf weten waarop ze moeten focussen en waar ze moeten kijken, kunnen ze potentiële investeringen eerder dan andere investeerders identificeren en evalueren. Als alle kernpunten die in elke deal moeten worden getest helder zijn, komt dat ook de due diligence ten goede. Het kennen van je *sweet spot* betekent ook dat de dealteams optimaal gebruik kunnen maken van hun aanwezige ervaring en expertise wanneer ze op het punt staan een deal te sluiten. Tevens dient de *sweet spot* als leidraad voor interne investeringen in vaardigheden die nodig zijn voor het vergroten van het onderscheidend vermogen. Of om nieuw jachtterrein te vinden, wanneer de focus ligt op groei.

POSITIEF EFFECT OP RENDEMENT

Partijen die nauwkeurig de kern van hun investeringen omschrijven en zich daaraan houden, kunnen daar aanzienlijke vruchten van plukken. Uit een Bain-analyse van het portfolio-rendement van een vooraanstaande private equity-partij bleek bijvoorbeeld: zolang de partij investeerde binnen het domein van de *sweet spot*, bedroeg het rendement 2,2 maal het geïnvesteerde kapitaal. Dit was slechts 1,3 keer wanneer de partij van de *sweet spot* afdwaalde.

Succesvolle partijen gaan verder dan het markeren van hun werkgebied. Ze ontwikkelen ook een invalshoek van waaruit ze dat terrein willen bewerken. Het vermijden van slechts enkele *underperformers* kan al een zeer positief effect hebben op het totale rendement van een fonds. Bain schat dat wanneer een partij slechts één van de tien deals kan omzetten van een verlieslijdende investering tot een die driemaal de initiële investering terugverdient, de *initial rate of return* (IRR) met drie tot vier procent toeneemt.

WHERE TO PLAY, HOW TO WIN

De invalshoek die de kansen van een partij vergroot, moet voortkomen uit een diep begrip van wat nodig is om te slagen in de *sweet spot*. Tevens moet het aansluiten bij waar de partij van oudsher goed in is.

Wanneer we met private equity-partijen werken, adviseren we ze om een veelomvattende 360-graden-evaluatie te maken. Aan de hand hiervan kan een partij snel de positieve wisselwerking begrijpen tussen *where to play*- en *how to win*-beslissin-

gen en duurzame concurrentievoordelen opbouwen. De evaluatie belicht de sterktes, zwaktes, kansen en bedreigingen van de partij. En het peilt waarin het team zelf denkt uit te blinken en op welke gebieden de teamleden het best presteren. Vervolgens stelt het vast waar de partij staat in verhouding tot haar belangrijkste concurrenten. De scherpste inzichten komen vaak voort uit een gedetailleerde, *deal by deal* forensische diagnose van de winnende en verliezende deals van de partij. Toonaangevende partijen gebruiken deze inzichten om investeringsprocessen in elke schakel van de private equity-waardeketen te versterken.

VAN BÈTA NAAR ALFA

Private equity-partijen die hun onderscheidende vaardigheden niet hebben aangescherpt, zullen dat snel moeten doen. Alleen zo kunnen ze superieure rendementen boeken en een voor-sprong nemen op hun concurrenten in de huidige hypercompetitieve dealmarkt. De gebruikelijke combinatie van factoren waarop private equity in het verleden kon varen – zoals groei van het bnp, groei van de koerswinstverhouding en leverage, oftewel de zogenaamde bèta-marktbronnen – oogt in deze herstelperiode lang niet zo gunstig als tijdens eerdere herstelperiodes. Zwakte in deze traditionele bèta-marktbronnen betekent dat partijen steeds meer alfa-genererende vaardigheden nodig zullen hebben: een gediifferentieerde en proactieve benadering van waardecreatie waarbij investeerders bewuste stappen zetten om hun portfoliobedrijven te laten groeien. Zo kunnen zij succesvolle deals afsluiten in een toenemend complexe en verweven wereldeconomie.

Hoewel de specifieke vaardigheden voor het genereren van alfa variëren per partij, geldt dit niet voor de resultaten: zij die op succesvolle wijze de vaardigheden kunnen ontwikkelen die consistent alfa creëren in elke schakel van de waardeketen, sluiten vaker succesvolle deals.

WINNENDE DEALS

Diepgaande analyse door Bain laat zien dat de vruchten van de alfa-generatie tot uiting komen op drie manieren, die tevens de verschillen verklaren tussen de rendementen van partijen die wel en die geen alfa kunnen genereren.

① **Vermijd verlieslijdende deals.** De best presterende fondsen zijn veel beter in het vermijden van verlieslijdende deals dan hun minder goed presterende evenknieën. Bain evalueerde het rendement op geïnvesteerd vermogen van bijna 2.700 deals, die een steekproefsgewijs samengestelde groep buy out-fondsen uit de VS, Europa en Azië tussen 1995 en 2006 sloot, en rangschikte ze op basis van hun prestaties in vier categorieën: van ‘slechtste’ (netto fonds-IRR van minder dan vijf procent) tot ‘beste’ (netto fonds-IRR van meer dan vijftien procent). De zwakkere presteerders verloren geld op meer dan de helft van hun deals. De beste presteerders boekten daarentegen op slechts 27 procent van hun deals een resultaat beneden break even. Het verschil in het aandeel van de verlieslijdende deals verklaart meer dan de helft van de verschillen tussen de resultaten van de best-presterende en de minst-presterende fondsen.

Het onderscheidend vermogen aanscherpen zorgt voor succes

② **Vind winnende deals die meer winst genereren.** Een tweede groot verschil in prestatie tussen de beste alfa-genererende fondsen en de achterblijvers is de omvang van hun winsten. Veertig procent van de winnende deals van de beste presteerders hadden een rendement van minimaal drie keer het geïnvesteerd vermogen. Dit gold voor slechts dertien procent van de winnende deals van de zwakste presteerders. Het voordeel van investeren in winnende deals die grotere winst opleveren, verklaarde dertig procent van het verschil in prestatie tussen de leidende fondsen en de rest.

③ **Ondersteun grotere winnende deals.** De meeste private equity-fondsen hebben aangetoond dat ze kleine deals kunnen omzetten in winstgevendende deals met een hoog rendement op geïnvesteerd kapitaal. Het is nu eenmaal makkelijker om een klein bedrijf te laten groeien dan een bedrijf dat al vrij groot is. Toch bleek uit analyses van Bain dat de best presterende fondsen consistent grote bedrijven nog groter laten groeien. Gemeten onder de beste presteerders waren deals met een rendement van meer dan drie keer het geïnvesteerd vermogen twintig procent kleiner dan de gemiddelde grootte van de deals in hun portfolio. De winnende deals van de minste presteerders waren daarentegen slechts half zo groot als hun gemiddelde deal. Dit derde voordeel verklaart mede de resterende vijftien procent in verschil tussen de prestaties van de beste en minste presteerders.

Nu de prijzen van activa hoog zijn en dit voorlopig zo zal blijven, moeten partijen elke schakel in de waardeketen uitrekken – van het *sourcen* van deals tot aan de exit. Tevens is het zaak om slechte deals te vermijden en juist potentiële *top performance*-deals te herkennen, en manieren te vinden om aan die deals de volledige waarde te onttrekken.

TEKST MARC LINO EN PIET DE PAEPE

Beide zijn partner bij Bain & Company en leiden de Benelux private equity-praktijk.

Bain & Company is wereldwijd de grootste consulting partner in de private equity-sector. Een wereldwijd netwerk van ruim duizend ervaren professionals werkt met private equity-fondsen en ondersteunt hen in due diligences en bij strategische vraagstukken van portfoliobedrijven.