

Buy-outs door private equity is een bekend verschijnsel in ondernemend Nederland. Private equity geeft ruimte om te ondernemen is de overtuiging. Immers, mede door de invloed van de participatiemaatschappij gaan managers (die medeaandeelhouder worden) zich meer richten op die activiteiten en investeringen die waarde creëren. Nu de economische groei niet meer vanzelfsprekend is, vragen wij participatiemaatschappijen Antea en 3i, met ieder hun geheel eigen stijl, omvang en beleid, naar het eigen ondernemerschap en dat van hun portfoliobedrijven in een veranderende markt. Zitten zij nu nóg dichter op de bedrijfsvoering?

Uit onderzoek van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) zou blijken dat ondernemingen na een investering met private equity vaak sneller groeien (zowel qua omzet als werkgelegenheid) en hun winstgevendheid verbeteren. Tegelijkertijd gaan deze bedrijven meestal meer investeren in productiemiddelen, marketing, R&D en opleidingen. Dit is mogelijk omdat bedrijven na een buy-out meer aandacht, focus en financiële middelen krijgen.

Volgens het NVP vonden er door Nederlandse participatiemaatschappijen ongeveer honderd buy-outs per jaar plaats. Dit aantal is in 2009 gedaald tot 21. Buy-outfondsen hebben voldoende kapitaal beschikbaar. Maar het is door de grotere economische onzekerheid moeilijker geweest om aanvullende bankfinanciering te krijgen en overeenstemming te bereiken tussen kopers en verkopers over het toekomstperspectief én dus de waarde van ondernemingen. Veel participatiemaatschappijen hebben maatregelen genomen ter versterking van de financiële positie van hun portfoliobedrijven. Ook hebben er beduidend minder exits plaatsgevonden.

Dat geldt ook voor Antea. Oprichter en eigenaar Robert De Boeck zegt dat zijn portfoliobedrijven de economische tegenwind beslist voelden. 'We hebben een verhoogde aandacht voor beheer gehad. Ook bleek het voor veel fondsen moeilijker om particulieren te overtuigen van anticyclisch investeren. Als je twaalf keer de winst moet betalen, rent iedereen achter elkaar aan. Als je slechts zes keer hoeft te betalen, vindt men het te risicovol.' Toch heeft De Boeck er alle vertrouwen in dat de funding van Antea's zesde fonds, die zojuist is gestart, succesvol zal verlopen. 'Sommige informal investors zien in deze tijd juist een goed moment om vanuit anticyclisch oogpunt in een fonds te stappen. Daarnaast biedt de crisis het voordeel van een extreem lage rente waardoor investeerders op zoek zijn

naar andere vormen van investeringen die meer rendement bieden. Het wordt ook steeds makkelijker naarmate je track record beter is. Vandaar dat we juist nu een nieuw fonds introduceren. Dus eigenlijk waait de economische tegenwind bij ons wel over.'

De portfoliobedrijven van het Britse beursgenoteerde 3i hebben het evenmin gemakkelijk gehad. Dat had zijn weerslag op 3i zelf. Partner Pieter de Jong: 'In 2007 hebben we 2,5 miljard pond teruggegeven aan de aandeelhouders. Qua timing niet het beste moment. Toen al die banken down gingen, daalde onze koers ook. De wereldwijde hoeveelheid beschikbaar kapitaal voor de private equity industrie wordt kleiner omdat alle institutionele beleggers zoals pensioenfondsen de afgelopen jaren nogal wat deuken hebben opgelopen.'

Meer waardegroei door kwaliteit van het management

De Jong verwacht dat de nieuwe economische realiteit op den duur zal leiden tot veranderingen in de private equity-industrie. 'Participatiemaatschappijen houden nooit direct op te bestaan omdat ze hun portfolio nog een aantal jaar moeten uitmanagen. Maar een aantal partijen zal het moeilijk krijgen om een volgend fonds op te halen. Ons lukt dat, maar wie dat niet lukt, verdwijnt uiteindelijk.' Op korte termijn zijn er ook veranderingen. Die hebben te maken met de regelgeving vanuit Europa en de verminderde leverage¹ omdat de banken terughoudender zijn. De Boeck: 'En er zal meer transparantie komen. Maar de financiering door banken zie ik tussen nu en drie jaar niet wezenlijk veranderen. Daar waar je vroeger alleen door leverage al een bepaalde mate van rendement kon halen, moet het nu met inbreng van meer

¹ Leverage of hefboomwerking: beleggen met geleend geld waarbij de opbrengst van de beleggingen hoger is dan de financieringsrente.

“
‘Onze relatie is er een van vrijheid in gebondenheid.’
”

Ook met tegenwind presteert private equity beter



Op de voorgrond v.l.n.r.: Herman Koning en Bas Kleinendorst in gesprek met v.l.n.r.: Robert de Boeck en Pieter de Jong.

equity en groei vanuit de ondernemingen komen. Oftewel, vooral uit de prestaties en daarmee de kwaliteit van het management.' Dus er moet harder worden gewerkt voor het geld? 'Ja', aldus De Jong. 'In de afgelopen tien jaar verdienen de meeste private equity-huizen geld door die leverage, maar ook multi arbitrage² en economische groei. De leverage zal inderdaad minder worden. Maar de multi arbitrage en de dalende conjunctuur hebben tot gevolg dat je als huis of belegger écht moet kijken wáár en hóe je in het portfolio-bedrijf meer waarde moet creëren.'

Actieve betrokkenheid

Waarde creëren begint bij actieve betrokkenheid. Een participant (informal investor) van Antea heeft namens de participatiemaatschappij zitting in de raad van commissarissen. Antea

² Profiteren van de economische cyclus. Bijvoorbeeld: kopen voor zes keer EBITDA en verkopen voor acht of tien keer EBITDA.

zelf niet. Het type bedrijf waarin Antea investeert, heeft meestal geen raad van commissarissen op het moment van participeren. Daarom stellen zowel het bedrijf als Antea afzonderlijk een commissaris voor en wijzen ze er samen een aan volgens een gezamenlijk vastgesteld profiel. 'Wanneer de directeur van het bedrijf de door ons voorgestelde participant niet ziet zitten als commissaris of wij die van hun niet, gaat het niet door', aldus De Boeck. 'Er moet een basisvertrouwen zijn. Overigens hebben we ook een participatieovereenkomst waarin vastligt voor welke besluiten de aandeelhouder nodig is en voor welke besluiten de raad van commissarissen.'

Waar Antea de rollen scheidt, wordt bij 3i de commissarisrol uitgeoefend door een investeringsmanager van 3i aangevuld met een of meerdere externe commissarissen. Als de belangen van de commissarissen en aandeelhouder niet parallel zijn, worden de rollen gescheiden.

“De marges om fouten te maken is veel kleiner geworden en vertaalt zich in dichter op de bal zitten.”

“Bedrijven in handen van private equity-investeerdere varen altijd al scherper aan de wind.”

Management en financieel risico

Beide toezichtconstructies zijn gebruikelijk. Maar is er door de economische tegenwind behoefte aan (nog) meer controle op de bedrijfsvoering dan anders?

Ze zitten dicht op de bal, zeggen De Boeck en De Jong. Al laten echte ondernemers zich in hun ogen niet teveel sturen. Dat laat onverlet dat beiden geloven dat de directeur harder voor de organisatie loopt op het moment dat hij of zij medeaandeelhouder wordt. 'Maar een slechte ondernemer wordt natuurlijk nooit een goede ondernemer omdat hij ook aandeelhouder wordt', aldus De Boeck. 'Het plan dat we met de organisatie hebben, bepalen we van te voren samen met het management. Dat betekent dat we vooraf heel grondig op de juiste management-kwaliteiten moeten selecteren. Wij gaan nooit op de stoel van de directeur zitten. Onze relatie is er een van vrijheid in gebondenheid. We selecteren nauwkeurig en vervolgens geven wij de manager het vertrouwen om de organisatie gestalte te geven. Wel hebben we in deze tijden vaker overleg om sneller te kunnen schakelen.'

Maar hoe weet je of iemand uit het juiste hout is gesneden? De Boeck: 'De beoordeling van mensen is het meest moeilijke en meest boeiende van ons vak. Waar we dat vroeger vooral op basis van het onderbuikgevoel deden, laten we tegenwoordig een onafhankelijke derde nog een assessment uitvoeren. Wij proberen zoveel mogelijk te objectiveren. Wat het meeste zegt over toekomstig presteren, is historisch presteren. Dus door navraag te doen en referenties na te trekken in de pré deal fase kom je veel te weten.'

Value agenda met minder financial engineering

De Jong maakt onderscheid tussen minderheids- en meerderheidsbelangen. 'Als wij een meerderheidsbelang verwerven, waarbij wij een onderneming samen met het management kopen, dan zijn wij voor minstens zeventig procent aandeelhouder. Bij een dergelijke deal spreken wij altijd een duidelijke value agenda af over wat wij de komende vijf jaar willen bereiken.'

3i maakt daarvoor 180 tot 360-dagen plannen die het management implementeert. 'Wij zoeken het actieve partnership met het management en willen betrokken zijn bij het optimaliseren van onze onderneming. Tegenwoordig halen we er ook vaker externe experts bij met operationele kennis of een strategische achtergrond die waarde kunnen toevoegen en er mede voor zorgen dat die agenda uitgevoerd wordt', legt De Jong uit.

'Wij monitoren dat en worden steeds kritischer om zo de hidden values boven water te krijgen. Dat is de private equity van de toekomst.'

Ook 3i geeft dus in de pré-investeringsfase duidelijk te kennen wat ze wil met de onderneming. De Jong: 'Wij stellen hoge eisen. Niet alleen aan de topman, maar zeker ook aan de financieel directeur. Als de financiën niet op orde zijn, loop je altijd achter de feiten aan. Uiteraard moet iedereen het eens zijn met de strategie. Heeft het management een andere strategie dan wij, dan investeren we natuurlijk niet.'

Sporadisch komt het voor dat de directeur wordt vervangen. 'Dat doen we niet zomaar. Maar als de investment case verandert en de ceo past daar niet meer bij dan moet je maatregelen treffen. Dat is niet anders dan in normale bedrijven. Vaak stapt de directeur uit eigen beweging al op.'

Zelf is De Jong commissaris bij Refresco, een bedrijf in frisdranken en vruchtensappen. Hij spreekt de ceo wekelijks. 'Wij zijn daar overigens minderheidsaandeelhouder, dus ik kan niet zomaar mijn agenda doorvoeren. Maar het onderdeel van onze investeringsdeal is dat het met management en aandeelhouders vastgestelde plan moet worden uitgevoerd. Hoe de directeur dat doet, is voor een belangrijk deel aan hem en zijn team.'

Niet alleen meer groei managen

Toch moeten investeerders soms tegenwicht bieden en sneller schakelen dan verwacht. De Boeck: 'Tot mijn verbazing gebeurt het wel eens dat in sommige gevallen het initiatief tot een reorganisatie uit moet gaan van de investeerder of de commissarissen. Sommige directeuren zijn te optimistisch en aanvaarden nog onvoldoende dat we echt te maken hebben met een andere conjunctuur. Wij vinden dan dat er op de kosten gelet moet worden. Zeker nu verwachten we veel realiteitszin. De marges om fouten te maken is veel kleiner geworden en vertaalt zich in dicht op de bal zitten.'

De Jong ziet dat in zijn praktijk ook gebeuren: 'Ja, ze nemen risico's, maar over het algemeen zijn dat calculated risks. Ik heb de indruk dat ondernemers die hun bedrijf eigenhandig hebben opgebouwd veel alerter reageren op crises dan menig manager in grote corporates. Daarom moeten we het werk in diens portfolio beoordelen. Je hebt managers die heel adequaat en snel reageren en je hebt erbij die denken: het waait wel over. Er zijn gewoon mensen die door een crisis totaal verlammen. En dat is vooraf zeer lastig in te schatten.'

Wie maakt het verschil?

Om in de komende tien jaar te kunnen groeien, zijn buitengewoon creatieve mensen nodig met een zeer scherpe visie op het doel die een strategische koers willen gaan varen, menen De Boeck en De Jong. Of die bedrijven nou private equity owned zijn of niet. 'Bedrijven in handen van private equity-investeerdere varen altijd al scherper aan de wind', aldus De Jong. 'Hun stuurmanskunst komt juist in zwaar weer goed van pas. Dus dat biedt meer garantie op overleving. Bovendien hebben wij de tijd en de aandacht voor die ondernemingen. We worden ook betaald om bovenop het bedrijf te zitten, daadkracht te stimuleren en te zorgen dat we de bedrijfsvoering kritisch volgen en zoveel mogelijk waarde creëren.'

De Boeck: 'Onze procedures en selectie zijn niet veel anders dan voor de crisis. Maar we worden wel kritischer ten aanzien van groei; kijken creatiever naar een transactie en wat we met die onderneming gaan doen. We zijn nog degelijker geworden en wegen onze keuzes heel zorgvuldig af.'

De Jong vindt het belangrijk om te werken met ondernemers die er goed tegen kunnen dat er voortdurend wordt meegekeken. 'Men moet het vooral leuk vinden om uitgedaagd te worden de bedrijfsvoering te verbeteren en om elkaar als aandeelhouder te zien. Dat is belangrijk. Je werkt wel intensief samen.' De Boeck besluit met de woorden dat het imago van private equity als 'sprinkhanen die even een bedrijf opkopen en kaalvreten', achterhaald is. 'Het is inmiddels bewezen dat bedrijven die zijn gefinancierd met private equity-kapitaal zich goed overeind weten te houden in tijden van economische tegenwind.'

herman.koning@haygroup.com

bas.kleinendorst@haygroup.com

Hay Group werkt zowel samen met PE firma's als hun portfoliobedrijven in de pré deal – en post deal fase. Onze ondersteuning varieert van management en organisatie audits in de due diligence fase tot het ondersteunen van het management van portfoliobedrijven bij het uitvoeren van hun value agenda. Hierbij gaat het zowel om vragen als organisatieinrichting, top-line groei en kosten efficiency, als om het bouwen van effectieve management teams.

³ Buy-out-financiering: financiering van overnames waarbij een deel van de aandelen wordt geplaatst bij het zittende management (management buy-out of bij een nieuw management: buy-in).

Private equity

Private equity is risicodragend vermogen voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity-huizen (of: participatiemaatschappijen) zijn de belangrijkste verschaffers van dit vermogen. Daarbij zijn ze vooral geïnteresseerd in de buy-outfinanciering³ van middelgrote bedrijven op de private markt met een bewezen product of dienst. De participatiemaatschappij neemt (al dan niet gezamenlijk met anderen) een fors controlerend belang in een bedrijf om dit gedurende drie tot zeven jaar aan te houden en vervolgens weer te verkopen met het grootst mogelijke rendement. Door deel te nemen aan een private equity deal krijgt het management team aantrekkelijke kansen om het eigen bedrijf verder te ontwikkelen en verkrijgen ze financiële onafhankelijkheid in het geval van een succesvolle exit.

Antea

Antea Participaties (sinds 1999) verstrekt risicodragend vermogen aan ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf (tussen de vijf ton en 2,5 miljoen equity per deelneming). Antea heeft vijf fondsen waarin ruim 150 aandeelhouders (informal investors) deelnemen. Binnenkort start de inschrijving op het zesde fonds, waarin informal investors vanaf € 150.000 kunnen meedoen. De aandacht is gericht op jongere bedrijven met een groeipotentieel en een 'track record' van enkele jaren. Daarnaast is er interesse voor volwassen ondernemingen in de expansiefase of bedrijven die te maken krijgen met een management buy-in/buy-out als oplossing voor een opvolgingsprobleem van de directeur-grootaandeelhouder. Zowel minderheids- als meerderheidsdeelnemingen behoren tot de mogelijkheden. Er is geen branchespecialisatie. Zoveel mogelijk wordt gebruik gemaakt van het netwerk van informal investors.

3i

3i is na de Tweede Wereldoorlog opgericht om de Engelse wederopbouw vorm te geven. Langzaam is het van een investeringsbank omgevormd tot een commercieel bedrijf dat in de jaren tachtig naar de beurs is gegaan. Nu managet en investeert het ruim acht miljard euro aan private equity-kapitaal in de Europese, Aziatische en Noord-Amerikaanse midmarket, met specialisaties in onder meer business & financial services, ICT, energie en gezondheidszorg. 3i richt zich op bedrijven met een ondernemingswaarde van honderd tot vijfhonderd miljoen euro en neemt minderheids- en meerderheidsbelangen in. De investering in een onderneming bedraagt minimaal dertig miljoen euro. 3i richt zich vooral op bedrijven die willen expanderen of een transitiefase doormaken. Deze ondernemingen worden niet alleen met kapitaal gesteund maar ook met kennis uit het netwerk van 3i.