

## PRIVATE EQUITY: ONTKETEND

Uit het blad FEM | 25-02-2006 00:00 | Koos Schwartz, Marcel Hooft van Huysduynen

**. Private equity is hot. Investeringsmaatschappijen kopen het ene bedrijf na het andere en halen hoge rendementen. Wat hebben zij dat beursgenoteerde fondsen niet hebben? "Die private equity-jongens zitten er echt bovenop."**

Nu al is 2006 het jaar van de private equity-fondsen. Terwijl grote overnames van beursgenoteerde bedrijven uitblijven, sloegen grote investeringsmaatschappijen dit jaar al twee keer toe in Nederland. Zeven investeerders boden samen 7 miljard euro op VNU; de gemeente Rotterdam verkocht afvalverwerker AVR voor 1,4 miljard aan KKR, CVC en Oranje-Nassau. Dat het daar niet bij blijft, is klaar als pompwater.

Private equity-fondsen bulken van het geld en dat geld moet geïnvesteerd worden. Neem Alpinvest, de participatiemaatschappij van de pensioenfondsen ABP en PGGM, dat meedoet met het VNU-bod. Alpinvest, toch al een van 's werelds grootste investeringsmaatschappijen, krijgt van ABP en PGGM de komende zeven jaar 11 miljard euro extra om te investeren. De participatiemaatschappij, onder meer eigenaar van het voormalige beursfonds Delft Instruments, investeert dat bedrag voor een klein deel direct in bedrijven. Het gros wordt belegd in, of met, andere private equity-fondsen.

Net als andere institutionele beleggers verwachten ABP en PGGM dat investeren in private equity op de lange termijn meer rendement oplevert dan investeren in beursgenoteerde bedrijven. In 2005 was dat ook zo. Het ABP haalde op aandelen een rendement van 20,8 procent, op vastgoedfondsen 18,1 procent en op private equity 27,2 procent. Roderick Munsters, directeur van ABP Vermogensbeheer: "Het rendement ligt zo'n 4 tot 5 procent hoger dan op beursgenoteerde bedrijven."

Waarom presteren private equity-fondsen zo goed? Hoe gaan ze om met de bedrijven die zij kopen? Ooit kampten participatiemaatschappijen met een slecht imago. Ze zouden geldwolven zijn, bedrijvenstrippers, gevoelloze saneerders. Tegenwoordig wordt benadrukt dat zij, meer dan beursgenoteerde bedrijven, oog hebben voor de lange termijn en dat ze meer banen scheppen. Zijn private equity-fondsen kundiger, slimmer en doortastender? Of alleen maar harder?

Het meest in het oog springende onderscheid tussen private equity en beursgenoteerde bedrijven is het verschil in media-aandacht. Waar de laatste continu de media halen, opereren de eerste in stilte. Alpinvest-topman Volkert Doeksen is een onbekende Nederlander. Wie weet wie KKR leidt? En CVC-chef Rolly van Rappard mijdt de media zoals een moslim een cartoon over de profeet Mohammed.

Sinds Vendex KBB en Delft Instruments van de beurs zijn gehaald, is er weinig meer van hen vernomen. Kantoormeubelfabrikant Ahrend leidt onder de hoede van de investeringsmaatschappijen HAL en Egeria een tamelijk anoniem bestaan. En de fusie tussen Kappa Packaging (eigendom van CVC en Cinven) en Jefferson Smurfit (van de Amerikaanse investeerder Madison Dearborn) bleef vrijwel onbesproken. Toch vormen zij samen een verpakkingsconcern met een omzet van 7,6 miljard euro en 43.000 werknemers, waarvan zo'n 4.000 in Nederland. Dat zijn er veel meer dan er bij het beursgenoteerde VNU werken.

Private equity-fondsen hoeven de publiciteit niet te zoeken. Ze zijn geen verantwoording schuldig aan scharen aandeelhouders. Bovendien zijn de regels voor de financiële verslaglegging van hun bedrijven veel minder streng dan de regels voor beursgenoteerde bedrijven.

De huidige topmannen van Vendex KBB, Ahrend en Kappa, hoeven bij een winstval geen openbare winstwaarschuwing te geven. Zij hoeven niet in de slag met analisten, gaan niet op roadshow en hun jaarverslagen hebben niet de omvang van een kloeke roman. Zij hoeven de code-Tabaksblat niet na te leven, hebben geen last van de strenge Sarbanes-Oxley-wetgeving en de hoogte van hun salaris is geheim, wat veel gedoe scheelt. Afdelingen voor persvoorlichting en investor relations zijn niet nodig. Dat scheelt in de kosten. Aan prestigieuze kantoren heeft private equity ook geen boodschap. In die zin lijken hun bedrijven op familiebedrijven.

Als er met de vakbonden onderhandeld moet worden, houden de private equity-fondsen zich schuil. "Je weet dat zij het beleid en de speelruimte van de bedrijfsdirectie bepalen, maar je ziet ze nooit", zeggen vakbondsbestuurders als Frans Strolenberg, Rein Kedde, Dick Heinen en Jelle Loosman die onder meer betrokken waren bij Kappa en bij vezelfabrikant Acordis, die in 1999 grotendeels in handen kwam van CVC. "Als wij met de bedrijfsleiding onderhandelden, zaten de heren van de fondsen in hun torentjes te rekenen", gnuift Strolenberg.

Het tweede verschil tussen beursfondsen en investeringsmaatschappijen zit in hun kernactiviteit. Bedrijven maken en verkopen producten. Investeringsmaatschappijen kopen en verkopen bedrijven.

## Verpieteren

"Als participatiemaatschappijen een bedrijf kopen, denken ze al aan de exit, de verkoopmogelijkheid. Toen ik als lid van de raad van bestuur bedrijven kocht, dacht ik daar nooit aan", zegt een voormalig bestuurslid van een grote beursgenoteerde onderneming die de private equity-wereld goed kent. "Shell, Akzo Nobel en Unilever kopen nooit een bedrijf om het van de hand te doen."

In theorie is dat een belangrijk verschil. Maar in de praktijk? Het betekent niet dat participatiemaatschappijen hun aankopen verwaarlozen. Investeerdere zoeken winst. Zouden ze hun aankopen laten verpieteren, dan plunderen ze hun eigen portemonnee. Dat is het laatste wat ze beogen. Het betekent wel dat private equity-fondsen hun aankopen als handelswaar zien. De vraag hoe zij zo veel mogelijk waarde uit die handelswaar kunnen peuren, bepaalt hun handelswijze.

Die handelswijze verschilt dus van geval tot geval. Fons Driessen, directeur van kunststofbuizenmaker Wavin, verwelkomde in 1998 het CVC van Van Rappard, omdat de oude grootaandeelhouder, Shell, moeite had met zijn ambitieuze groeiplannen. CVC niet. Natuurlijk werd er na de komst van CVC flink gereorganiseerd bij Wavin. "Maar er is vervolgens meer geïnvesteerd en geacquireerd dan er voorheen mogelijk was", zegt Driessen die nog twee jaar aanbleef als directeur en er daarna commissaris werd. "CVC is actiever dan Shell was." Wavin is nu al bijna zeven jaar van CVC. De omzet steeg tussen 2000 en 2005 met bijna 20 procent tot 1 miljard euro, de nettowinst steeg met 38 procent tot 71 miljoen euro. Dat zijn goede, maar geen spectaculaire cijfers. Driessen, tegenwoordig actief als coach van

topmanagers, benadrukt dat het rendement op het netto geïnvesteerde vermogen 18 procent bedraagt. "Dat is heel hoog voor een maak-bedrijf."

Geheel anders dan CVC bij Wavin opereren de nieuwe eigenaren van Vendex KBB. Een jaar na de aanschaf deden zij iets wat de oude directie van Vendex nooit deed: zij verkochten al het vastgoed en verdienden zo in één klap bijna het hele bedrag terug dat ze voor Vendex hadden betaald.

Weer anders pakte het Britse 3i het aan toen het voor 500 miljoen euro de telefoongidsen van KPN kocht. Het Britse bedrijf kocht er nog wat buitenlandse gidsen bij, voegde ze samen in het nieuwe bedrijf Yellowbrickroad en verkocht dat vorig jaar voor 1,8 miljard euro aan een Australisch consortium. De 'knip- en plakdeal' van 3i geldt in private equity-land als een heel goede.

En dan is er het stripscenario. In 1999 kocht CVC het kwakkelende vezelconcern Acordis van Akzo. De investeerders beloofden de 11.000 personeelsleden en de vakbonden dat Acordis intact naar de beurs zou gaan. Maar toen een Japans bedrijf ruim een jaar later een hoog bod deed op Twaron, hét kroonjuweel van Acordis, veranderde CVC subiet van plan: exit Twaron. Totaal gestript

Daarna ging het snel. Andere onderdelen van Acordis werden verkocht, gesloten (Enka) of verzelfstandigd. Bij de holding werkten in 1999 250 mensen, nu zijn het er nog een handjevol. Binnenkort kan directeur Folkert Blaisse de zaak sluiten en is Acordis totaal gestript. Dat alles gebeurde overigens met instemming van de bonden die onder enige druk van CVC akkoord gingen met de verkoop van Twaron en toen al wisten dat het stripscenario zou volgen.

De gang van zaken bij Acordis markeert nog een verschil tussen private equity-fondsen en beursgenoteerde bedrijven. De eerste zijn opportunistischer. Meestal kopen zij bedrijven met de intentie ze een jaar of vijf te houden. Maar als er eerder een goede verkoopmogelijkheid opdoemt, aarzelen zij niet. Overigens komt ook het omgekeerde voor en houden private equity-fondsen bedrijven langer in bezit dan gepland, omdat er geen goede verkoopmogelijkheid is. Het slechte beursklimaat tussen 2000 en 2003 heeft heel wat exitscenario's verpest.

Waarom presteert private equity zo goed? Deels komt dat door deals zoals die van 3i, dat een telefoonboekenmultinational creëerde. Deels komt het door manoeuvres zoals bij Vendex waar private equity-fondsen met hun financiële benadering een andere strategie volgden dan de oude directie.

Maar dat is niet alles. Driessen merkte dat CVC veel aandacht had voor Wavin en dat CVC de zaken goed in de gaten hield. Ook Munsters van het ABP noemt die factoren als verklaring voor het succes van private equity. De ex-bestuurder van een groot Nederlands beursfonds: "De controle van partijen als CVC is vaak veel strikter dan de controle van aandeelhouders bij beursgenoteerde bedrijven."

## **Beste managers**

Die ervaring heeft ook Max Groeneveld van OC&C, een strategisch consultingbureau dat voor private equity zoekt naar overnamekandidaten en advies geeft over de strategie van die bedrijven. "Beursgenoteerde bedrijven rapporteren twee tot vier keer per jaar aan hun

aandeelhouders. Private equity-fondsen vragen desnoods dagelijks om rapportages. Ze zitten er bovenop.”

Groeneveld, die onder meer betrokken was bij de verkoop van AVR, noemt nog een paar factoren. Net als Munsters wijst hij erop dat private equity altijd gebruik maakt van veel vreemd vermogen. “Daardoor stijgt het rendement op het eigen vermogen aanzienlijk. Ze varen vaak scherp aan de wind. Bovendien sturen ze vooral op cash. Ze zijn erg financieel gericht.” Hij vervolgt: “Private equity-fondsen kiezen voor de beste adviseurs en de beste managers. Als een Australiër dé persoon is om een bedrijf te leiden, dan halen ze hem en betalen ze hem goed. Voordeel is verder dat de lijnen tussen bedrijfsleiding en aandeelhouders kort zijn. Private equity-fondsen zijn altijd in de raad van commissarissen van hun bedrijven vertegenwoordigd. Het zijn kleine clubs, beslissingen kunnen snel worden genomen.” Driessen heeft die ervaring bij Wavin ook.

Private equity-fondsen kijken bovendien met een ander oog dan beursgenoteerde bedrijven. Groeneveld: “Ze hebben vaak een frisse blik, beginnen met een schone lei. Ze houden geen rekening met historisch bepaalde gewoonten en praktijken.”

En soms zien ze de dingen scherper. Zoals Marcel Boekhoorn die Telfort binnen een jaar omvormde van kneus tot succesvolle prijsvechter en zijn aanschaf met een kapitale winst verkocht aan KPN. Zijn succes was uitzonderlijk, geeft Groeneveld toe. Maar het bewijst dat relatieve buitenstaanders de mogelijkheden van een bedrijf soms beter inschatten dan gearriveerde partijen.

Zijn er dan geen nadelen verbonden aan private equity? Groeneveld ziet vooral voordelen. “Maar,” zegt hij, “ondernemen blijft mensenwerk. Beslissingen kunnen te snel worden genomen. Participatiemaatschappijen kunnen te veel op cash sturen en te weinig rekening houden met historisch gegroeide omstandigheden. En ze kunnen zich wel eens vergissen.” Dat blijkt. Niet altijd floreren hun bedrijven. Tijdens de internethausse hebben zij zich menigmaal verslikt. Het is de vraag of HAL en Egeria zo blij zijn met Ahrend. De kantoormeubelmarkt zakte in 2001 totaal in. Ahrend schreef in 2002 rode cijfers en bleef daar in 2004 maar net van verschoond.

Nog groter waren de verliezen bij Kappa Packaging. CVC en Cinven kochten de verpakker in 1998 en lijfden daarna de Italiaanse branchegenoot Assi in met als doel beide bedrijven ineen te schuiven. “Toen een paar idioten besloten met vliegtuigen in torens te vliegen, ging het mis”, zegt vakbondsbestuurder Dick Heinen.

De resultaten liepen na september 2001 terug en de hoge rentelasten voor de aankoop van Assi duwden Kappa de rode cijfers in. Heinen: “Voor investeren was toen geen ruimte meer.” Heinen denkt dat de fusie met Jefferson Smurfit bedoeld is om een nieuwe saneringsronde op touw te zetten. De grootste klappen vallen bij Smurfit, denkt hij. Is die saneringsronde klaar, dan kunnen CVC en Cinven eindelijk hun winst pakken.

## **Hele klus**

De bestuurders van FNV en CNV die de ontwikkelingen bij Acordis en Kappa volgden, zijn niet enthousiast over private equity. Loosman en Strolenberg erkennen dat het prettig was dat CVC destijds door wilde gaan met Acordis, Akzo wilde dat niet. Maar volgens hen had CVC meer van Acordis kunnen maken en hadden Van Rappard en consorten in diverse onderdelen meer kunnen investeren.

Bovendien was het, zeggen zij, een hele klus om de pensioenen op peil te houden van de werknemers die werkten bij de delen van Acordis die verzelfstandigd werden. "Met Akzo was het toch makkelijker praten", zegt Loosman. Het is niet dat private equity zich niet aan de wet- en regelgeving wilde houden. Maar het moest van CVC wel zo goedkoop mogelijk, zegt hij. En je kon voelen dat ze het management behoorlijk onder druk zetten. Dat management is overigens vrijwel altijd mede-eigenaar van het bedrijf en deelt dus mee in de verkoopwinst. Dat wil wel eens kwaad bloed zetten.

Soortgelijke geluiden klinken bij de vakbondsbestuurders van Kappa. Kappa is niet verwaarloosd, zeggen zij. Maar echte diepte-investeringen werden vaak uit- of afgesteld. Er kon weinig meer na de aanslagen van 11 september 2001. Het was 'cash eerst en de rest komt later wel'. Een ingewijde bij Kappa bevestigt dat.

De ervaringen van de vakbestuurders werpen een vraag op. Dat private equity-fondsen hun bedrijven niet laten verkommeren, is duidelijk. Maar hoe ver reikt hun horizon? Kijken ze hoogstens vijf jaar vooruit en laten zij echte diepte-investeringen achterwege?

Op dit punt lopen de meningen uiteen. Volgens Munsters van ABP kijken de CVC's, Cinvens en Alpinvests verder vooruit dan veel aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen, vooral Amerikaanse. Dat verklaart volgens hem ook deels het succes van private equity. Groeneveld: "Zo'n situatie als bij Kappa is een uitzondering, denk ik. "Mijn ervaring is dat private equity-fondsen diepte-investeringen doen als die nodig zijn." Driessen oordeelt "absoluut positief" over de manier waarop CVC met Wavin omspringt.

De oud-bestuurder van een groot beursfonds twijfelt. "Private equity stuurt scherp op cash en kijkt goed of investeringen noodzakelijk zijn. Dat kan negatief uitpakken, maar ook positief. Vergeet niet dat bedrijven ook te veel kunnen investeren." CNV-bestuurder Loosman: "Het verschil tussen private equity en beursfondsen wordt kleiner. Vroeger ontwikkelde een bedrijf als Akzo veel producten zelf. Nu zie je dat ze snel verkopen als iets niet meteen rendeert. Of kijk naar Stork, dat onderdelen verkoopt. Beursgenoteerde bedrijven zijn tegenwoordig vaak handelshuizen."

FNV en CNV zeggen neutraal te staan tegenover private equity. Private equity is in principe niet beter of slechter dan andere bedrijven, klinkt het vanuit de hoofdkantoren. De bonden zeggen de zaken van geval tot geval te bekijken en het aan de betrokken bestuurders over te laten of er eventueel actie moet worden ondernomen."

De toekomst van private equity lijkt rooskleurig. De economie trekt aan, er is veel geld en zijn imago is beter dan vroeger. Toch is succes niet verzekerd. Het belangrijkste gevaar, zegt onder meer Groeneveld, is een forse stijging van de rente. Private equity maakt gebruik van veel vreemd vermogen. Als lenen duurder wordt, wordt het lastiger om hoge rendementen te halen op het eigen vermogen.

Datzelfde gevaar dreigt als bedrijven prijziger worden. Omdat private equity-fondsen de toestromende miljarden moeten besteden, dreigt een bubble te ontstaan. Nu al bieden grote partijen vaak fors tegen elkaar op – de gemeente Rotterdam ving ruim twee keer zo veel voor

AVR als zij oorspronkelijk had gedacht. De kans dat private equity dezelfde fouten maakt als beursgenoteerde bedrijven tijdens de internethausse is aanwezig.

En als het een keer misgaat, dan kan er meer veranderen. DSM-topman Peter Elverding haalde onlangs uit naar de pensioenfondsen. Hij zei het vreemd te vinden dat zij hoge eisen stellen aan de transparantie, de kwaliteit van het bestuur en het beloningsniveau bij beursgenoteerde bedrijven, maar tolereren dat private equity die onderwerpen 'achter de gordijnen houdt'. Of Elverding voet aan de grond krijgt met zijn kritiek is ongewis. Volgens Munsters is er geen reden tot kritiek of zorg. Pensioenfondsen stellen wel degelijk eisen aan private equity-fondsen op het gebied van bijvoorbeeld corporate governance. Zij hoeven deze alleen niet openbaar te maken. Er is immers geen breed gespreid aandeelhouderspubliek dat goed geïnformeerd hoeft te worden. Bovendien, zegt Munsters, moet private equity zich aan de wet- en regelgeving houden.

Munsters lijkt sterk te staan. Maar wat als er een door private equity gefinancierde grote onderneming in de problemen komt, zoals KPN in 2001? Als er een participatiemaatschappij omvalt zoals het hedgefonds LTCM in 1999? Als andere bedrijven dan worden meegesleept? Dan wordt er, misschien niet door aandeelhouders, maar wel vanuit 'de maatschappij' geroepen om meer openheid.

Private equity-fondsen zijn een machtsfactor van betekenis, kopen steeds grotere bedrijven op en varen financieel vaak scherp aan de wind. Hoe belangrijker zij worden, hoe groter het aantal stakeholders. En hoe groter de kans dat die stakeholders zich met de zaken willen bemoeien.

Kaders bij artikel:

#### VOORDELEN VAN PRIVATE EQUITY

- Geen lastige buitenwereld

Persconferenties, analistenbijeenkomsten, het is allemaal niet meer nodig.

- Veel vreemd vermogen

Het rendement op het eigen vermogen stijgt aanzienlijk door de grote hefboomwerking (leverage).

- Sturen op cash

Cash is king en winst is niet meer dan een boekhoudkundig begrip, vinden private equity-huizen.

- De beste managers

Private equity-huizen huren de beste managers en de beste adviseurs in.

## STEEDS MEER BELANGEN IN NEDERLAND

### Private equity-huis: CVC Capital

Grootste private equity-huis van Europa, thuishaven van Nederlandse buy-outkoning Rolly van Rappard.

Belangen in Nederland: Acordis, Cementbouw, Leaf, Meneba, Retail Net, Wavin

### Private equity-huis: KKR

Deden grootste buy-outs ooit. In Amerika (RJR Nabisco, 1989, 31 miljard dollar) en in Nederland (Vendex KBB).

Belangen in Nederland: Vendex KBB

**Private equity-huis: Apax Partners**

Brits private equity-huis dat ook startkapitaal verschafft, ook aan het Nederlandse internetbedrijf Independer.

Belangen in Nederland: Ifco Systems, Independer, PCM Uitgevers, Gouden Gids

**Private equity-huis: The Carlyle Group**

Illuster private equity-huis, dankzij politieke (familie Bush) en zakelijke connecties (o.a. Kees van Lede).

Belangen in Nederland: Casema, Petroplus

**Private equity-huis: Alpinvest (Taros)**

Alpinvest beheert de private equity-pot voor ABP en PGGM (30 miljard euro). Dochter Taros pleegt buy-outs.

Belangen in Nederland: Airspray, Delft Instruments, Raet, Vendex KBB

**VEEL WINST IN KORTE TIJD KAN...**

Investeerder: Blackstone

Bedrijf: New Skies Satellites

Wat er gebeurde: Blackstone haalde het Nederlandse satellietbedrijf eind 2004 van de Amsterdamse beurs voor 983 miljoen dollar. In mei 2005 bracht het Amerikaanse private equity-huis een minderheidsbelang naar de beurs in New York. Half december verkocht Blackstone zijn resterende belang van 55 procent aan het Luxemburgse satellietbedrijf SES Global voor 1,16 miljard dollar.

Geïnvesteed vermogen: 163 miljoen dollar

Rendement: 230 procent

**MAAR EEN GROOT VERLIES OOK**

Investeerder: Candover

Bedrijf: Ontex

Wat er gebeurde: Het Britse private equity-huis Candover kocht in 2002 de Belgische luiersfabrikant Ontex voor 1,1 miljard euro in de grootste Belgische buy-out ooit. Maar door keiharde concurrentie van onder meer Procter & Gamble haalde Ontex de scherpe financiële targets niet die nodig waren om de strak gefinancierde buy-out rendabel te maken. Eind 2004 schreef Candover driekwart van zijn investering af.

Geïnvesteed vermogen: 400 miljoen euro

Rendement: -75 procent