

De grote boosdoener van de crisis, **private equity**, is bezig aan een opmerkelijk herstel. Bij het grote publiek is het imago van de financieringsvorm ('sprinkhanen') nog slecht. Maar in de boardroom wordt het gezien als een aantrekkelijk alternatief.

tekst Lizanne Schipper illustraties Schwandt Infographics

Markt voor private equity zit weer in de lift

Wolf blijkt herder

Ook *private equity* kreunde onder de kredietcrisis. Niet omdat investeerders het lieten afweten, want vaak was er nog genoeg over van het kapitaal dat voor de crisis was opgehaald. Bovendien hebben Nederlandse partijen zoals Waterland en Gilde zelfs middenin de crisis nog honderden miljoenen bij institutionele beleggers opgehaald. Toch zakte de activiteit als een plumpudding in elkaar. Het aantal deals door Nederlandse private equity-spelers kelderde van 215 in topjaar 2007 naar 96 in crisisjaar 2009, zo blijkt uit gegevens van online databank Overfusies.nl. Met de totale waarde van die deals was het zo mogelijk nog dramatischer gesteld: van de 27 miljard euro in 2007 resteerde twee jaar later nog maar een karige 6 miljard euro.

Boosdoener waren vooral de banken die de geldkranen toeschroefden. Kenmerkend voor private equity-deals is dat zij

met een flink deel vreemd vermogen worden gefinancierd, oftewel *geleveraged*. Aan deze hefboomfunctie heeft private equity zijn reputatie van 'sprinkhaangedrag' te danken: de bedrijven die op deze manier werden overgenomen werden soms met enorme schulden opgezadeld waar ze in een enkel geval (zoals bij PCM) bijna aan ten onder gingen.

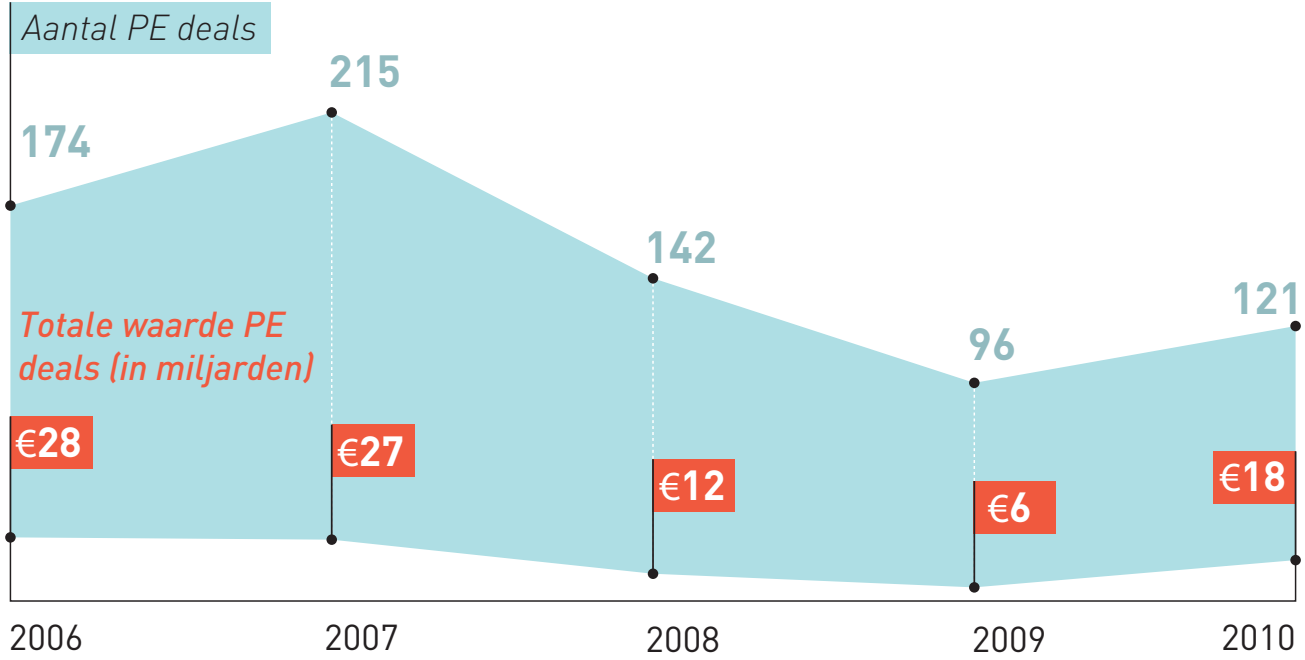
Bron opgedroogd

Maar de banken waren dus minder enthousiast geworden. Vóór de crisis verschaften ze nog grif financieringen tot 7 keer ebitda – het bedrijfsresultaat – van de overnamekandidaat. Na de val van Lehman Brothers droogde die bron op, constateert Sander Griffesjoen, die als hoofd corporate finance van RBS private equity-bedrijven begeleidt bij overnames en exits. "Zonder vreemd vermogen moet er wel heel veel groei in een bedrijf zitten om de sommetjes te laten werken."

Een banklening van 5 tot 7 keer ebitda is er niet meer bij

Private equity veert op na dieptepunt in 2009

Ontwikkeling PE activiteit Nederland



Bron: Overfusies.nl/MBCF

En als er al financiering was, ketsten deals alsnog af op de prijs. Kopers dachten voor een appel en een ei hun slag te slaan, terwijl verkopers vasthielden aan forse prijzen. Begrijpelijk, vond Griffioen. “Als het huis van de burengisteren is verkocht voor 7 ton, heb jij geen zin om het vandaag voor 5 ton te verkopen.”

In een aantal gevallen kwamen de bedrijven in portefeuille tijdens de crisis in de penarie, vooral als ze stevig geleveraged waren. Omdat hun winsten slonken waren zij niet meer in staat aan hun rentebetalingen te voldoen. **Toch waren faillissementen niet of nauwelijks aan de orde**, zegt Ciel Stevens van brancheorganisatie de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP). “Tijdens de crisis zijn private equity-maatschappijen dicht bij hun portefeuillebedrijven gebleven en hebben hen bijgestaan met kennis en bijstorting. Zo overleefden zij het.”

Aangezien het stil was aan het overnamefront, hadden de investment managers daar ook de tijd voor, merkte Hein Stoops van Mazars Berenschot Corporate Finance (MBCF). “Sommigen gingen een dag in de week als financieel adviseur bij een van hun bedrijven aan de slag. Bijvoorbeeld om kasstromen te controleren en gesprekken met de banken te voeren.” Ook Stoops kent gevallen dat er geld werd bijgelegd. Zo stak de Nederlandse partij Waterland extra eigen vermogen in de exploitant van gokkasten JVH Gaming. Dat kun je geen sprinkhaangedrag meer noemen. Partner Roel ter Steeg van MBCF: “Al zouden zeker niet alle partijen daarvoor te vinden zijn geweest.”

Betere tijden

Het startsein voor betere tijden klonk vorige zomer, toen kinderopvangketen Catalpa werd ingelijfd door het Amerikaanse Providence. Een megadeal waarvoor ruim 10 keer ebitda werd neer-▶

PE, VC, participatie?

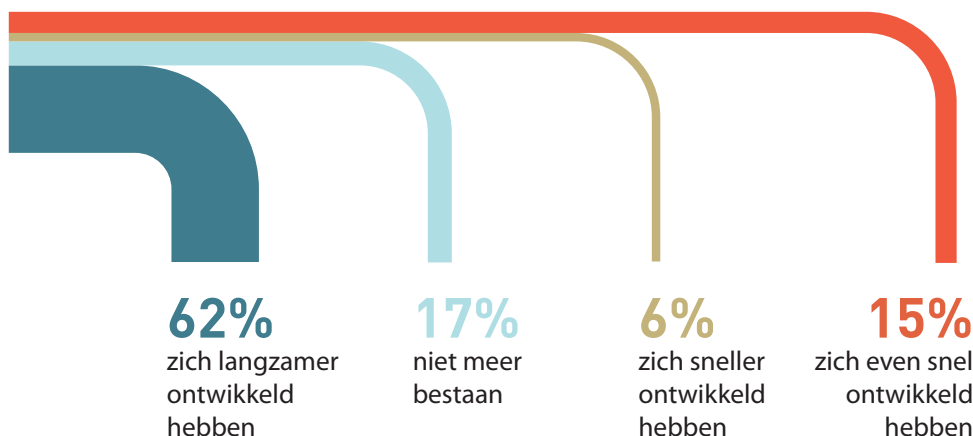
De termen *private equity*, *venture capital* en participatie(maatschappij) worden allemaal gebruikt voor professionele investeerders die buiten de aandelenbeurs om bedrijven financieren. Wat is het verschil? Om kort te gaan: er is geen verschil tussen private equity-fondsen en participatiemaatschappijen. Participatiemaatschappij was de gangbare term op de Nederlandse markt, maar afgelopen jaren is onder buitenlandse invloeden de term private equity opgekomen. Bij private equity neemt het fonds in de regel een belang in een bestaand bedrijf, bij venture capital ligt de nadruk op het financieren van kleine, jonge bedrijven (vaak met een bijzondere technologie in huis), die een grote toekomst wordt toegedicht.

Bedrijf heeft betere toekomst na uitkoop private equity

Effecten van buyout op voortbestaan en groei van onderneming.

Zonder de buyout zou de onderneming...

Bron: NVP



Beursgang scoort beter na PE

Aandelen van bedrijven die door private equity-bedrijven naar de beurs zijn gebracht presteren beter dan van bedrijven die op eigen kracht een beursgang wagen. Dat blijkt uit een onderzoek van de Europese vereniging voor private equity en durfkapitaal (EVCA) en een Duitse universiteit. Over de periode 1996-2010 werden de beursprestaties van beide categorieën beursdebutanten vergeleken en vooral in het eerste jaar scoorden de private equity-aandelen beduidend beter. Na 250 handelsdagen hadden zij de markt met bijna 10 procent verslagen. Vergeleken met de andere nieuwkomers presteerden zij zelfs ruim 18 procent beter. Misschien niet zo'n wonder, want uit onderzoek van brancheorganisatie NVP blijkt dat bedrijven die in handen zijn van private equity vaak een flinke groeispurt maken. Zo wordt hun jaarlijkse omzetgroei na de buy-out opgevoerd naar gemiddeld 13 procent, terwijl de winstmarge stijgt naar gemiddeld 9,9 procent. Zonder buy-out was 62 procent van deze bedrijven volgens de NVP langzamer gegroeid, terwijl 17 procent het überhaupt niet zou hebben gered.

geteld, waarvan de helft uit bankleningen bestond. Er kwam weer wat beweging in de markt. Zo ontbrandde een biedingenstrijd rond Draka en wist private equity-gigant KKR in enkele maanden de warenhuizen en modewinkels van Maxeda te slijten.

Het aantal deals door Nederlandse private equity-partijen krabbelde vorig jaar op naar 121, terwijl met de aankopen van in totaal 18 miljard euro het dealvolume verdrievoudigde ten opzichte van 2009. De verwachting is dat het herstel dit jaar doorzet.

Piet-Hein de Jager van Parcom Capital, het private equity-huis van ING: "Sinds vorig jaar zijn er inderdaad weer meer deals op de markt. Wij hebben ook meerdere deals gedaan." Zo lijfde Parcom sandwichproducent Qizini in, die kort daarop werd gekoppeld aan voormalige concurrent Johma. Onlangs volgde Hобрé Instruments, een producent van gas- en olieanalyseapparatuur.

Exits

Kandidaten zijn er genoeg. Al was het maar omdat de industrie zelf voor overvloedige aanvoer zorgt. Volgens Griffiejoen van RBS staan er veel exits op stapel, niet alleen omdat het voorgaande jaren niet zo wilde lukken, maar vooral

omdat de looptijd simpelweg verstreken is. "In 2005 en 2006 zijn er ontzettend veel buy-outs geweest. Die zitten nu 4 of 5 jaar in portefeuille en komen binnen 12 tot 24 maanden vrij."

Belangrijker impuls is nog dat banken geleidelijk weer met financieringen over de brug komen. En ook **institutioneel kapitaal vloeit rijkelijk**. Griffiejoen: "Beleggers hebben veel geld teruggetrokken uit staatsobligaties. Ze hebben aanzienlijke cashposities waarvoor ze een bestemming zoeken en kiezen weer vaker voor private equity."

Als er veel middelen zijn, wordt de houding volgens Griffiejoen ook weer pragmatischer: dan maar wat meer betalen voor sterke overnamekandidaten. De Jager van Parcom beaamt dat bij exits van goede assets prima bedragen zijn op te halen. Zo verkocht Parcom een half jaar geleden de Duitse tak van ticketbureau See Tickets. Opbrengst: 145 miljoen euro. Ook Stevens van de NVP constateert dat de verwachtingen van kopers en verkopers elkaar weer naderen, zodat deals makkelijker tot stand kunnen komen.

Roel ter Steeg van MBCF: "Er is nu al wel enig herstel, maar in 2012 zie ik meer kansen. De ingrediënten zijn aanwezig, maar het belangrijkste is dat het

‘Er staan veel exits op stapel’



vertrouwen terugkeert. Regelmatig hebben we hier Amerikaanse investeerders over de vloer en hoewel het herstel in de VS verder is, merken we dat ook bij hen het vertrouwen nog niet helemaal terug is.”

Kleinere deals

De deals zijn ook nog beduidend kleiner dan in de topjaren. De gemiddelde waarde van deals in West-Europa is volgens onderzoeksbureau Thomson One weliswaar gestegen naar 175 miljoen dollar vorig jaar, maar was in 2007 nog ruim het dubbele. Bij MBCF merken ze ook dat de verkoopprocessen beduidend langer duren dan in de toptijd. Toen was de deal na een maand of 5 meestal wel beklonken, nu kan het wel een jaar of zelfs anderhalf jaar kosten voordat de kogel door de kerf is. Ook volgens Griffiejoen van RBS komt de

markt niet al te voortvarend uit de startblokken. “De volumes van voor de crisis zullen we niet snel halen. Toen werd met hoge schuldniveaus gekocht. Dan gaan waarderingen van bedrijven vanzelf ook omhoog en daarmee de dealwaarde.” Was voor de crisis een banklening van 5 tot 7 keer ebitda gebruikelijk, tegenwoordig mag je jezelf volgens MBCF al in je handen knijpen met 4 keer ebitda. Volgens Stevens van de NVP is een verhouding van 60 procent vreemd en 40 procent eigen vermogen op het ogenblik gangbaar, terwijl in de topjaren een verhouding van 70/30 haalbaar was. Omdat met minder vreemd vermogen wordt gefinancierd dan voorheen, zullen private equity-bedrijven volgens Griffiejoen ook meer concurrentie ondervinden van strategische partijen, zoals branchegenoten van de overnamekandidaten. “Voor de crisis kwamen strategische partijen er bij veilingen vaak

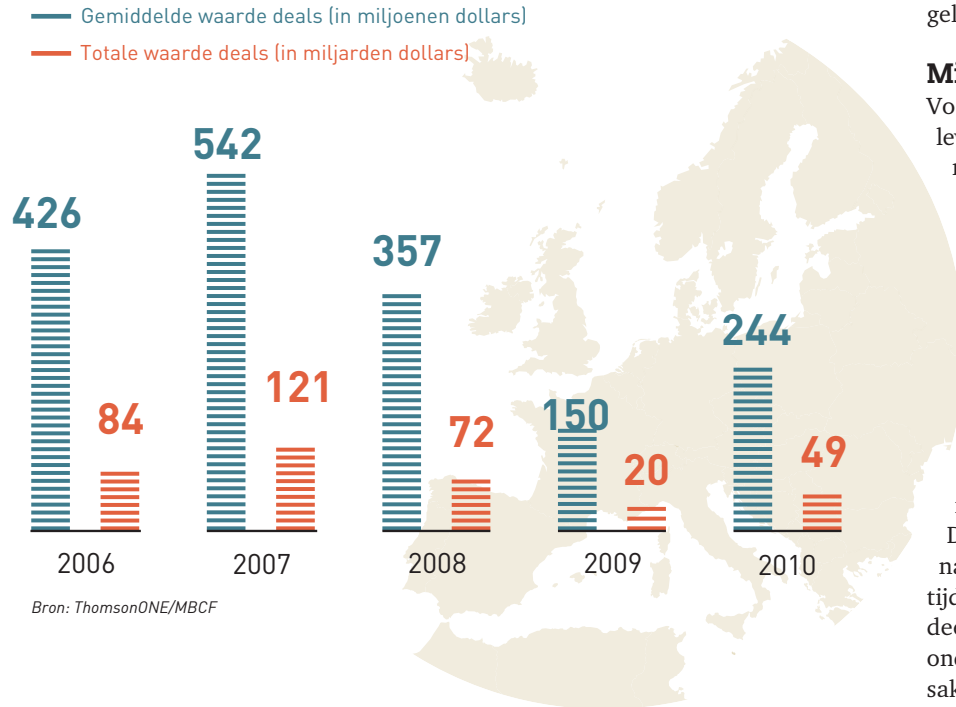
Grootste PE-partijen actief in Nederland

naam	geïnvesteed vermogen (€)
ING Groep	niet bekend
ABN AMRO (AAC Capital)	1,66 miljard
Neon Private Equity (voormalig Fortis)	niet bekend
Rabobank (Rabobank Capital P/E)	niet bekend
Friesland Bank	niet bekend
NIBC Holding	niet bekend
AlpInvest	5 miljard
Bencis	300-500 mln.
Hal	1 miljard
Egeria	750 mln.
Gilde	1 miljard
Gimv	3 miljard
NPM Capital	1 miljard
Waterland	900 miljoen
Parcom Capital	1 miljard
CVC Capital Partners	5 miljard
Permira	20 miljard
3i	5 miljard
KKR	5 miljard
Greenfield	350 miljoen
De Hoge Dennen	150 miljoen
Cinven	1 miljard
Bridgepoint Capital	500 miljoen
Navitas	100 miljoen
Oranje-Nassau Participaties	1 miljard
Riverside Europe	2,7 miljard
Nimbus	100 miljoen

BRON: MBCF

Europese markt trekt aan; deals worden groter

Ontwikkeling PE activiteit West-Europa.



Bron: ThomsonONE/MBCF

niet aan te pas omdat zij niet agressief genoeg konden bieden. Nu er minder bankfinanciering beschikbaar is voor private equity-bedrijven maken strategische partijen weer meer kans. Zij kunnen meer synergie bieden en hebben veel geld in kas.”

Minder leverage

Voorlopig zitten de torenhoge leverageniveaus van de gouden jaren er niet meer in, daar zijn de kenners het over eens. En dat is misschien maar goed ook, gezien de uitwassen uit het verleden. Zal de financiering ook in de toekomst conservatiever blijven dan toen? Griffejoen: “Ik hoop dat we met zijn allen iets geleerd hebben.” Stoops van MBCF moet het nog zien. “Mensen vergeten snel. Kijk naar de City waar de bankiersbonussen weer terug zijn op de hoge niveaus van 2007.”

Door de schandaalverhalen is er veel nadruk op komen te liggen, maar ook tijdens de topjaren haalde slechts een deel van de private equity-partijen het onderste uit de kan. Anders dan Angelsaksische partijen ging het er in Neder-

Top 10 grootste private equity-deals 2010

PE-fonds	target	activiteiten	verkoper	deal value (x mln euro)
1. One Equity Partners Europe GmbH	Smartrac N.V.	Producent van RFID-chips	Public offer	297
2. Egeria B.V.	Aegon Nabestaanden-zorg N.V.	Uitvaartverzekeringen	Aegon N.V.	212
3. Gilde Investment Management B.V.	Teleplan International N.V.	Reparaties van consumentenelectronica en computers	Public offer	168
4. 3i	Stork Materials Technology	Het testen en analyseren van materialen en producten	Stork B.V.	153
5. AAC Capital Partners	NSL Limited	Parkeerdiensten in het VK	3i Group Plc	141
6. AAC Capital Partners	Martindale Pharmaceuticals Limited	Producent van farmaceutische producten	Cardinal Health Inc.	118
7. Parcom Capital	WESTFALIA-Automotive GmbH	Trekhakenfabrikant	WestLB AG / Odewald & Compagnie GmbH	110
8. Gilde Buy Our Partners B.V.	Gamma Holding N.V.	Exploitatie van bouwmarkten	Public offer	108
9. Value8 N.V.	Sabon B.V.	Winkelketen van verzorgingsproducten	Sabon B.V.	35
10. Berk Partners	Ormit Groep	Ontwikkelaar van managementontwikkelingsprogramma's	Ordina N.V.	12

BRON: MBCF (op basis van gepubliceerde gegevens)

Bedrijf groeit harder na uitkoop

Jaarlijkse omzetgroei voor en na de buyout.

Jaarlijkse groei in het jaar voor de buyout.



Gemiddelde groei in de 3 jaar na de buyout.



Jaarlijkse groei in het jaar na de buyout.



Bron: NVP

PE heeft zijn rol als kapitaalverschaffer wel bewezen

land vaak al wat kalmer aan toe. “Hier heb je meer gedegen, conservatieve spelers die ook voor de crisis voor een financieringsmultiple kozen van 4 of 5 terwijl ze misschien ook 7 hadden kunnen krijgen”, zegt Ter Steeg. “Deze partijen keken ook toen al meer naar de lange termijn, het bedrijfsbelang.”

Hoewel de PCM-catastrofe het imago van private equity geen goed heeft gedaan, heeft Parcom geen last gehad van wantrouwen bij bedrijven. “Wij zijn er niet op uit een bedrijf met zo veel mogelijk schuld op te zadelen. Het bedrijf moet het schuldniveau wel aankunnen.”

Het gaat Parcom en het merendeel van de andere private equity-partijen erom bedrijven te laten groeien. De Jager: “Wij zijn alleen geïnteresseerd in bedrijven met een groeistrategie, autonoom of via acquisities. Wij zijn er niet om financiële kunstjes uit te halen, maar verdienen ons geld door waarde te creëren.”

Hoewel een pittige schuldpositie als voordeel kan hebben dat het bedrijf wordt gedwongen efficiënter te werken, zijn alle betrokkenen het erover eens dat waarde toevoegen de belangrijkste functie is van private equity. En die klus is niet gebaat bij hijgerige aflossingsdwang. Griffioen van RBS: “Private equity heeft zijn rol als kapitaalverschaffer in de economie wel bewezen. Bovendien kan deze aanpak een bedrijf een stuk slagvaardiger maken dan zou lukken bij een beursnotering of als onderdeel van een conglomeraat.” Private equity-bedrijven zetten kapitaal en ervaring in om bedrijven – vooral

financieel – te professionaliseren en naar een volgende levensfase te helpen.

Ook bij bedrijven raakt de financieringsvorm weer meer geaccepteerd, merken Ter Steeg van MBCF in de praktijk. Al is dat soms ook noodzaak, zegt hij. “Bedrijven hebben na de crisis minder vet op de botten en banken zijn terughoudender met financieringen. Dan kan het prettig zijn om niet met een concurrent te hoeven vriezen, maar met een neutrale partij in zee te gaan. En terwijl je bij een beursnotering met de billen bloot moet, biedt een private equity-partij een beschermde omgeving om verder te groeien.” ■

Populaire sectoren

Bij kooplustige private equity-partijen zijn op het ogenblik vooral biotech en gezondheidszorg in trek, constateert Ciel Stevens van de NVP. Deze sectoren waren vorig jaar goed voor liefst 40 procent van alle investeringen, een lichte stijging ten opzichte van voorgaande jaren. Verder valt Stevens op dat oude economie-sectoren vorig jaar weer in beeld kwamen, zoals zakelijke dienstverlening en consumentengoederen. Volgens MBCF wordt er meer gekeken naar de kracht van bedrijven dan naar hun branche. Hein Stoops: “Voorop staan een goede marktpositie, een sterke cashflow en toegevoegde waarde.”