

Private Zeven misverstanden Equity

Een zak van 250 miljard euro aan private equity hangt boven de Europese markt van bedrijfsovernames. Sommigen vrezen ongeïnteresseerde eigenaars en kille saneringen. Het ene spookverhaal volgt het andere op. Zeven misverstanden ontzenuwd door managers die zelf een buy-out meemaakten.

Tekst: Jeroen Siebelink



Misverstand 1

Private equity is een negatieve optie

Zich met huid en haar overgeven aan kille financiële jongens, dat doet een trotse directeur-eigenaar toch pas als geen bank zijn uitbreiding wil financieren? Ze leveren zich nog liever uit aan de grote concurrent, zo luidt het algemene idee. "Durfkapitaal zou geen negatieve optie moeten zijn", meent Hans van Ierland, managing partner van Holland Corporate Finance dat middelgrote buy-outs begeleidt. "Het biedt mogelijkheden: naast een zak geld ook een groeipad. Investeringshuizen denken met je mee en hebben een netwerk. Toegegeven, ze bieden je geen distributiekraacht. Dat krijg je alleen in een deal met een sectorgenoot."

Geld en groei komen binnen handbereik mits de directeur voortaan tevreden is met een minderheidsaandeel. Een directeur-grotaandeelhouder heeft wat dit betreft meer in de melk te brokkelen dan een directeur van een divisie die niet langer *core business* is. Zo behield Joost Romeijn (39) na verkoop van zijn touroperators GoGo Tours en Sunweb aan het Nederlandse Alpinvest 45 procent van de aandelen. Hij sprak ook met Engelse partijen, maar die wilden meer dan tachtig procent. "Het liefst vervangen zij het hele management, maar een directeur-grotaandeelhouder kunnen ze niet zomaar vervangen. Dat maakt ze huiverig. Voor de sier laten ze een klein stukje aan jou en knopen ze je op aan persoonlijke leningen om je afhankelijk te maken. Een Brit zei tegen me: als we je een zak *fuck you money* geven, sta jij twee dagen per week op de golfbaan."

Gerard Baalhuis (52) van Alcontrol Laboratories hield een andere ervaring over aan de buy-outs die hij meemaakte met het Britse Bridge-

point en later Candover. "Britten willen goede mensen juist behouden. Sterker, ze bieden medewerkers tegen aantrekkelijke condities een *stake* aan." 17,5 procent werd verdeeld, waarvan drie procent voor hem als CEO was. Zijn divisie bij waterbedrijf Kelda was plots non core; na een veiling kwam het onder de tucht van investeringshuis Bridgepoint. "Wij waren blij met die partij. Het alternatief was afstoting naar een sectorgenoot die synergie zocht. Synergie betekent flink verlies van werkgelegenheid. Die zorg hadden we nu minder. Doe je het goed, dan kun je gewoon je strategie voortzetten. Weliswaar in een minder milde omgeving, maar wél met meer betrokkenheid. Bij Kelda waren we klein, een sideshow."

Misverstand 2

Met private equity kun je in stilte groeien

Na vijf jaar doen we je weer van de hand, vertellen investeringshuizen de directeur, maar tot die tijd kun je rustig bouwen. Want, willen ze doen geloven: wij hebben een langetermijnvisie.

"Onzin", zegt Baalhuis. "Hun enige doel is winstmaximalisatie. Met je rust is het gedaan." Komt bij dat instapprijzen almaar stijgen door concurrentiestrijd tussen investeringshuizen en het financiële geweld uit Londen. Om de rendementen op te krikken, financieren ze met geleend geld. "Toen de prijzen hard omhoog liepen in de veiling", herinnert Baalhuis zich, "krabden wij managers ons achter de oren: hoe ooit die rente op te hoesten?"

Het ongeduld gaat, zeer paradoxaal, soms ten koste van het geld verdienen. "Alles is voortaan gericht op de exit", zegt Baalhuis. "Je bedenkt je als manager steeds: over een paar jaar worden we weer verkocht... snel, meer waarde creëren. Dat maakt het leven zeer jachtig, totdat na vijf jaar plots discontinuïteit ontstaat. Zo werd in 2004 Alcontrol opnieuw geveild. Ik en de CFO zijn daar zeker driekwart jaar bijna fulltime mee bezig geweest. Divisiemanagers moesten voortdurend input leveren voor het verkoopproces. Allemaal energie die niet naar de business ging."

Vanwaar die intense haast? Bedenk dat investeringshuizen ook eigenaren hebben, zegt Van Ierland. "Dat zijn meestal pensioenfondsen. Het gaat dus om geld dat ons pensioenstelsel overeind houdt. Als investeringsmanagers afspraken aan geldverschaffers niet nakomen, verliezen ze zelf hun baan."

Misverstand 3

Private equity snapt weinig van de business

"In tegendeel, Amerikaanse investeringshuizen snappen het zeer goed", zegt Van Ierland. "Die hebben topmensen uit alle sectoren in dienst: één die verstand heeft van automotive, één van fast moving, één van media. Europese private equity is nog niet zo gespecialiseerd, maar dat gaat hier ook komen."

Europese investeringsmanagers vergaren hun kennis door voor de overname uitgebreid marktonderzoek te doen, zegt Baalhuis. "En na een half jaar maandelijkse boardmeetings weten ze alles wat ze moeten weten. Verstand van product en technologie hebben ze niet, nee. Is niet belangrijk voor deze vaak hoogintelligente mensen. Kritische prestatie-indicatoren, value drivers, prijzen, volumes: daar gaat het ze om." Ook Romeijn ervaart het gebrek aan expertise op de vakantiemarkt bij zijn Hollandse eigenaar niet als gemis. "Ik ben



juist een vooruitgeschoven post, om kennis op te doen. Bedenk: daar hebben ze voor betaald."

Misverstand 4

Het management vliegt eruit

"Een investeringshuis als EQT uit Zweden vervangt inderdaad het hele team", zegt Van Ierland. "Die doet vijandige overnames. In Nederland zie je dat nog niet. Bij vrijwel al onze buy-outs zit het management-team er nog. Wel bepalen de eerste vijf minuten van een presentatie of het klikt tussen manager en investeerder." Een keer maakte hij mee dat de CEO na een jaar kon vertrekken. "Bij de presentatie was hij al niet scherp, had moeite met het Engels. Was sneu om te zien. Amerikaanse investeerders prikken er meteen doorheen. Die vliegen zondagavond laat in, maandagochtend schudden ze even met hun kop waarna ze tak, tak, tak indringende vragen stellen. Een Amerikaan mompelde dat hij die CEO de eerste dag zou ontslaan. Na de presentatie zei de CEO: dit wordt niks hoor, die meneer is veel te agressief. Hij koos voor een Nederlandse investeerder. Die hielden hem in ere, maar al snel maakten ze hem duidelijk dat de lat hoger moest. Ze bedankten hem na een jaar voor zijn diensten."

Angelsaksische investeringshuizen beseffen het belang van ingespeelde teams en bieden opties of aandelen. "Maar meestal slaan Nederlandse werknemers het af. Hebben ze liever een bonus", zegt Van Ierland. "Want wat als het slecht gaat? Leg ik ze uit: het is een A cadeautje. Ik maakte managers mee die enthousiast waren in de vergadering, maar die thuis van moeder de vrouw te horen kregen: ►

niks hoor, boter bij de vis. De volgende dag is het dan: ik heb er nog eens over geslapen, geef mij maar die bonus.”

Misverstand 5

Alleen de bottom line boeit

“Niet alles is *finance* wat de klok slaat,” zegt Baalhuis. Hij ontdekte: eigenlijk draait het om marketing. “De nadruk op het financiële dient één hoger doel: positionering in de latere verkoopbrochure.” Lastig, eigenaars zonder liefde voor de inhoud? “Tja, ze vertonen weinig emotie. Boardmeetings zijn niet altijd een feest. Na de *exit party*, met prachtige speeches en champagne, lopen ze zonder tranen weg. Maar ik leerde te denken zoals zij denken.”

De van oorsprong scheikundige, haalde later zijn MBA. “Nu ben ik ook een haantje.” Eén die echter ook denkt aan de tijd na de exit. Dat botst soms. “Een lastige discussie in de one-tier board ging over de organisatiestructuur. Wij wilden landelijk georganiseerd blijven, zij wilden product/marktdivisies. Ze betoogden dat het synergie zou opleveren. Ik vermoedde dat hun werkelijke motief was Alcontrol zo fraai mogelijk te positioneren als ‘pan-Europees bedrijf’. Geloofde ik niet in, onze markten zijn landelijk. Tegelijk begreep ik hun pre-occupatie met de exit goed. Tenslotte ben ik ook aandeelhouder.” Het compromis werd: een matrixorganisatie.

Uiteraard is elke discussie in boardmeetings sterk cijfermatig gedreven. “Je financiële afdeling wordt daartoe flink uitgebreid”, zegt Van Ierland. “Voortdurend moet je uitzoeken of iets efficiënter kan, of het werkkapitaal anders kan worden benut.” Voor Baalhuis was dit geen verrassing. “Onze eerste eigenaar was beursgenoteerd, daar was het niet anders.” Wat wel nieuw was: alles wordt juridisch. “Zeker duizend handtekeningen zette ik onder documenten. Dat keurslijf aan contracten doet je beseffen dat je als aanblijvend manager met aandelen in een *squeeze* zit. *No reps, no warranties*, zeggen de investeerders bij verkoop: garanties haalt u bij het management. Terecht. De *upside potential* voor ons is ook groot.”

Misverstand 6

Private equity maakt minder slagvaardig

“Je weet: voortaan rapporteer je een keer per maand uitgebreid aan commissarissen - en als het niet gaat zoals zij willen, komen ze je helpen”, zegt Van Ierland. “In ruil voor die strenge controle kun je sneller schakelen als een interessante deal langskomt.” Had Romeijn vroeger eerst in zijn portemonnee moeten kijken om vervolgens naar de bank te rennen, nu heeft zijn betrokken geldschietter aan weinig woorden genoeg.

Bij Alinvest gaan besluiten over weinig schijven, ervaart hij. “Ik hoef niet langer dan vierentwintig uur te wachten op antwoord. Komt bij dat mijn inhoudelijke vrijheid niet is veranderd. Nog steeds kan ik ze dingen vertellen. Als ik ze uitleg dat iets goed is, is het goed. Daarom koos ik ook voor ze, ze vertrouwen mij. Natuurlijk meld ik een investering van anderhalf miljoen eerst. Maar niet als die direct is gerelateerd aan lopende business. Als ik een miljoenencontract kan sluiten in Mexico, zien ze dat wel voorbij komen in het jaarbudget. En als dat jaarbudget op is, is het niet zo dat ik niks meer doe.”

Baalhuis ervoer juist veel meer schijven dan toen Alcontrol nog een divisie was van Kelda. “Bridgepoint kon ik in één telefoontje wel over-

tuigen van een investering, maar toen was ik er nog niet. Want elke acquisitie wilden zij *bancair* financieren. Dus moest ik de business case aan meerdere banken voorleggen, waarna de CFO nog drie weken nodig had om een *final paper* te schrijven. Bij Kelda was het andersom. Daar stond het geld gewoon op de rekening, maar moest ik wachten tot de reguliere maandelijkse boardmeeting.”



Misverstand 7

Private equity geeft slapeloze nachten

“Geen minuut lig ik wakker”, zegt Romeijn. “Ik weet dat zij er na vijf jaar uit willen met winst. Ik weet ook dat als ik het plan niet haal, zij rechtsom of linksom toch dat rendement gaan halen. Maar ik weet nog iets. We hebben afgesproken dat we er samen op hetzelfde moment uitstappen. We hebben dus ook wat dat betreft hetzelfde doel.” Wat als de zaak voor die tijd in de soep loopt? “Kijk, ik had ook niet kunnen verkopen terwijl de zaak in de soep loopt. Dan had ik niks gehad.” Baalhuis heeft die tropenjaren achter de rug. Na de secondary buy-out aan Candover trad hij terug om te genieten van een sabbatical. “Na veertien jaar was het genoeg. Het begon te voelen als een herhaling van zetten.” Hij bleef aan als commissaris. Was wel even wennen ja, knikt hij: voortaan zit hij in de board aan de zijde van de financiële jongens. ■