

FINANCIËEL

PRIVATE EQUITY

sprinkhanen of bedrijvendokters?

Sprinkhanen zijn het, zegt de één. Private equity-partijen storten zich op een bedrijf, vreten het in korte tijd kaal en springen met een goed gevulde buik door op jacht naar een volgend slachtoffer. Bedrijvendokters, roemt de ander. Ze maken bedrijven beter en competitiever. Hoe zit het in retail?

DOOR: BERTUS BOUWMAN

De overlevingsstrijd van warenhuis V&D roept weer eens vragen op over private equity. PvdA-Kamerlid Henk Nijboer wil de 'uitwassen' van durfinvesteerders aanpakken. Hij pleitte eind januari voor extra beperkingen op de schuldenlast en superdividend na overnames. En op initiatief van diezelfde Nijboer voert de Tweede Kamer eind april een rondetafelgesprek met kenners uit de private-equitywereld. Dat moet helpen de 'schadelijke effecten' van private equity in beeld te krijgen en om 'mogelijke verbeteringen in wetgeving' te bespreken.

FNV-vakbondsbestuurder Niels Suijker maakte de afgelopen weken lange dagen aan de onderhandelings-tafel bij V&D. Dat de keten het nu zo moeilijk heeft is mede te wijten aan het verkopen van de winkelpanden onder de vorige investeerder KKR, stelt hij. "Daar plukken we nu de wrange vruchten van." V&D's huidige eigenaar Sun Capital heeft ook zo zijn eigen werkwijze, weet Suijker. Zo deed het verplichte loonoffer van 5,8 procent voor medewerkers van het warenhuis menig wenkbrouwen fronsen. De rechter stak er een stokje voor. De vakbondsmen wijst ook naar de rol van Sun Capital in de ondergang van postorderbedrijf Neckermann in 2012. De investeerder eiste dat bijna de helft van het personeel eruit moest zonder sociaal plan. "Toen via de Duitse vakbond er toch een minimale regeling werd uitgesleept, trokken ze alsnog de stekker eruit. Keihard." Daar tegenover staan succesverhalen, zoals bij lingerieketen Hunkemöller en discounter Action. Bedrijven met potentie die rap kunnen groeien dankzij geld van private equity-investeerders. En zonder investeerders hadden Marqt, 2theloo, Pet's Place, Ace and Tate, Fietswinkel.nl hun ambities flink moeten bijstellen.

'We zien kansen, durven in te grijpen, daar maak je niet altijd vrienden mee'

Scherpe keuzes

Als het in de politiek en media over private equity gaat, dan is de toon meestal niet zo positief, vertelt hoogleraar Peter Roosenboom Entrepreneurial Finance en Private Equity aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University. Vijf jaar geleden onderzocht hij het doorgaans negatieve beeld. In zijn wetenschappelijke studies schetst hij ook een andere kant.

Er is weinig veranderd, vertelt hij nu. "Deze discussie laait van tijd tot tijd op." Dan ligt de focus op de negatieve kanten. De professor voelt zich niet per se geroepen om private equity te verdedigen. "Maar wanneer er dingen niet kloppen, dan wil ik dat als wetenschapper graag nuanceren."

Directeur Tjarda Molenaar van de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP) probeert te achterhalen waarom er veel kritiek op haar sector klinkt. "Kenmerkend is dat we meestal investeren in markten waar veel verandert."

Maar hoe zit het in de retail? Volgens Molenaar een goed voorbeeld van een sector in beweging, waar private equity brood in ziet. "We zien kansen, durven in te grijpen, daar maak je niet altijd vrienden mee. Er worden scherpe keuzes gemaakt die een bedrijf zelf niet kan of durft te maken als het beursgenoteerd of in handen van familie is."

De financierders steken geld in bedrijven met hogere risico's en verwachten daar ook hogere rendementen voor. Het gaat om bedrijven die willen groeien zoals Action of HEMA. Deze retailers hebben een stabiele kasstroom, waardoor de investeerder kan verwachten dat ze goed rente kunnen betalen over de hoge schulden die bij de overname zijn gemaakt.

Maar wat als die stabiele kasstroom tegenvalt, zoals bij HEMA? Dan komt de andere kant van private equity naar boven, vertelt vakbondsmen Suijker. Hij is niet per se tegen deze praktijk. "Als retailers zo de ruimte krijgen om te investeren in het opknappen van hun winkels of het concept kunnen passen, dan is dat prima. Helaas gaat het in werkelijkheid wel eens anders."

De FNV'er heeft vooral warenhuizen in zijn portfolio die tot voor kort verenigd waren in de Mexeda-groep, zoals V&D, De Bijenkorf en de HEMA, tot 2006 nog onder





ROTTERDAM SCHOOL OF MANAGEMENT

de naam Vendex.

HEMA vecht niet alleen tegen een teruglopende omzet, maar betaalt tegelijk een hoge rente aan investeerder Lion Capital om daarmee de overname uit 2007 te dekken. De overname betaalde de geldschieter deels zelf, maar voor het grootste gedeelte van de koopsom werd een lening afgesloten.

Investerings

De inkomsten van de keten worden nu gebruikt om de lening af te lossen, wat HEMA in de rode cijfers drukt. Een voordeel voor de investeerder. Hierdoor hoeft er minder belasting betaald te worden.

Door de crisisjaren is er wel iets veranderd, vertelt Molenaar. "Het is de laatste jaren gebruikelijk dat de helft van de overnamesom met eigen vermogen wordt gefinancierd." Vorig jaar kondigde HEMA een formulewijziging aan om het tij te keren. Niels Suijker vraagt zich af of het veel zal helpen. "Wanneer ze meer van de eigen winst in het eigen bedrijf hadden kunnen steken, konden ze een veel radicalere koerswijziging inzetten. Nu blijven de effecten beperkt."

NVP-directeur Tjarda Molenaar wijst op de positieve effecten die private equity heeft gebracht voor HEMA. "Het is goed dat de Vendex-groep van de beurs is gehaald. Het liep daar niet lekker."

Doordat HEMA los van het concern kwam te staan, kon het eindelijk oude plannen uitvoeren die al op de plank lagen, zegt ze. "De investeringen waren er op gericht om dat snel uit te voeren. De beurs is nu eenmaal niet de juiste plek om ingrijpend te veranderen binnen een bedrijf."

Met private equity kan dat wel, zegt Molenaar. "Op de beurs moet je kwartaalcijfers publiceren en ben je vooral bezig aandeelhouders het op de korte termijn naar de zin te maken. Buiten de beurs kan je beter focussen op je eigen business. Juist met private equity kun je in de luwte werken aan visie voor de lange termijn."

Dat bij HEMA de omzet nu terug loopt wijst op een nieuwe opgave, zegt de NVP-directeur. "HEMA moet een antwoord vinden op discountformules en zijn online-strategie uitwerken. Maar dat zijn problemen die ook voor beursgenoteerde- en familiebedrijven gelden."

Maar er moet verder gekeken worden dan naar het geld alleen, zegt Molenaar. Volgens haar gaat het er vooral om dat er een visie voor de lange termijn wordt uitgezet. "Zie ons als een betrokken aandeelhouder die een bedrijf door een transitie helpt. Of dat nu verzelfstandiging of groei is."

Een voorbeeld van een investeerder die zich intensief bemoeit met de overgenomen bedrijven is het Utrechtse Varova dat de laatste jaren Nederlandse modewinkels en -merken kocht die in zwaar weer zaten. Zo zijn naast Sissy-Boy en Men at Work ook Tumble 'n Dry, Gsus en Kings of Indigo, JC Rags en Ontour eigendom van de geldschieter. De investeerder zette een aantal merken en labels bij elkaar in één gebouw in Amsterdam waar ze los van elkaar opereren, maar de infrastructuur voor de administratie, webshops, leveranciersportfolio en verkoopondersteuning delen.

"Voor alle fashionlabels en -retailers die wij nu bezit-



Juist met private equity kun je in de luwte werken aan visie voor de lange termijn'

ten, is het heel moeilijk om op eigen kracht te veranderen", vertelde Varova-partner Maarten Vaessen vorig jaar tegen RetailTrends. Door het bij elkaar plaatsen van de bedrijven wil hij ze van elkaar laten profiteren. "Ze blijven onafhankelijk, maar aan de achterkant streven we naar synergie en kennisuitwisseling."

Varova zag de modebedrijven worstelen met snelle veranderingen in de sector. "Zo was Gsus in de zomer van 2010, ondanks de problemen waarmee het te maken had, nog steeds een mooi en sterk merk. Dat is een parel die we weer in oude glorie willen herstellen."

Door verschillende experts wordt de investering van de Britse private equity-firma 3i in de Nederlandse discount-er Action aangemerkt als een schoolvoorbeeld. In 2011 werd er een half miljard uitgetrokken voor de keten, waarna 3i het bedrijf overnam van de drie oprichters.

Action

Directeur Boris Kawohl van 3i zoekt naar bedrijven waarin hij potentie ziet. "Ik wil niets ten nadele zeggen over de vorige eigenaren. Zij hebben het geweldig gedaan. Maar als je wilt internationaliseren dan sta je voor zo'n ontzettend complexe opgave, dan kan een partij zoals 3i veel betekenen."

De Duitser die inmiddels al vijftien jaar in Nederland woont en werkt moest flink zijn best doen om de mannen van Action te overtuigen. "Zij begonnen net aan hun internationalisering in België en Duitsland en reali-

seerden toen hoe moeilijk dat was. Wij konden toen inspringen met onze kennis en een groot netwerk."

Sinds de overname in 2011 is het aantal winkels meer dan verdubbeld, van 245 naar 514 eind 2014. Action maakte eerst de overstap van Vlaanderen naar Wallonië en vervolgens naar Frankrijk. Een Franse ex-CEO met tientallen jaren ervaring bij een schoenendiscounter adviseert bij de expansie naar Frankrijk. "Retail moet je lokaal aanpakken", zegt Kawohl stellig. "Op die manier hebben we het in Duitsland ook gedaan. Daar adviseren twee mannen met een achtergrond bij Aldi en Lidl. We zien dat het werkt. De kracht zit in het gestandaardiseerde proces, lokaal aangescherpt door mensen die daar de markt kennen."

Vanzelfsprekend zitten er naast goede ook slechte kanten aan private equity, geeft Kawohl toe. Nu is er veel aandacht voor de problemen bij V&D. "Maar de oorzaak hiervan kan je niet simpelweg afschuiven op de recente investeerders." Er wordt al jaren geen winst meer gemaakt, zegt Kawohl, die denkt dat de keten tegen dezelfde problemen zou zijn aangelopen wanneer het niet in handen van private equity was geweest. "Het is een lastige formule en de investeringsmaatschappijen probeerden er nog iets van te maken. Zonder private equity had de winkel het ook heel lastig gehad."

Personeelskosten

Private equity wordt te makkelijk aangemerkt als de bron van het kwaad, zegt ook professor Roosenboom. "De problemen bij V&D spelen inderdaad al veel langer." Toch heeft hij wel kritiek op de Amerikaanse investeerder SunCapital. "Ze hebben het te lang op hun beloop gelaten."

Nu de warenhuisketen het eens is geworden met de banken en vastgoedeigenaren, is er weer lucht voor de komende periode. "Er moeten moeilijke keuzes gemaakt worden over bijvoorbeeld het aantal locaties en hoe de V&D beter kan aanhaken bij het moderne consumentengedrag. Het is de vraag of het lukt om binnen die korte periode een onderscheidende strategie voor de lange termijn neer te leggen."

Een veelgehoorde vrees is dat met de komst van investeringsmaatschappijen ontslagen vallen. Boris Kawohl moet er een beetje om lachen. "We hebben bij Action sinds 2011 voor meer dan 25 miljoen euro aan

'De investeerders hebben er zelf alle belang bij om het bedrijf beter te maken'

kosten toegevoegd op het hoofdkantoor, negentig procent daarvan bestaat uit personeelskosten. We investeren juist in mensen. Toen we instapten werkten bij Action negen-duizend mensen, nu zijn het er twintigduizend."

Professor Roosenboom wil die angst ook een beetje wegnemen. Uit onderzoek blijkt dat ondanks er aanvankelijk soms banen verdwijnen, dit niet per se leidt tot hogere werkloosheid. "We weten niet wat er zou zijn gebeurd wanneer private equity niet zou zijn ingestapt. Wellicht dat een aantal van deze bedrijven eigenlijk eerder personeel had moeten ontslaan."

Wanneer een V&D sluit, kan het personeel aan de slag bij de volgende keten die het pand betreft zoals een Primark, denkt de professor. Te simpel, vindt FNV'er Suijker. "Bij de V&D word je beter betaald omdat daar ook meer van je wordt verwacht; productkennis en meer servicegerichtheid."

Over private equity heerst vaak het beeld dat Amerikaanse of Britse investeerders Nederlandse bedrijven komen inpikken. Dan wordt er volgens professor Roosenboom vaak onnodig op het 'oranjegevoel' ingespeeld. Hij wil het imago van de 'snelle jongens die de boel komen leegroven' bijstellen. "De investeerders hebben er zelf alle belang bij om het bedrijf beter te maken." Een kenmerk van private equity is volgens de professor juist dat het investeringen voor de midden tot lange termijn zijn. "In de meeste gevallen gaat het om zo'n vijf tot zeven jaar."

Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, banken en verzekeraars steken geld in private equity fondsen die op hun beurt dit geld weer gebruiken om te investeren in bedrijven. "Indirect beleggen we dus via onze pensioenfondsen vaak in private equity", zegt de hoogleraar.

Meer transparantie

"Zo'n belegger verwacht natuurlijk rendement. En wanneer een bedrijf alsnog over de kop gaat, dan is dat enorm slecht voor de reputatie van de private equity-firma. Zij moeten die beleggers tenslotte weer aan zich binden voor volgende projecten."

Of het nu Amerikaanse of Europese investeerders zijn, maakt onder de streep weinig uit, zegt hij. "Ze gaan uiteindelijk allebei voor de winst. Al is de Europese stijl misschien iets vriendelijker." Vakbondsmans Suijker vindt dat ook. "Een echt verschil zie ik zo niet. Al vliegt Sun Capital er nu bij V&D wel genadeloos hard in. Maar ik wil dat niet per se toeschrijven aan hun land van herkomst."

Anders dan bij beursgenoteerde bedrijven hoeven private equity-firma's geen kwartaalcijfers uit te brengen. Daardoor heeft de buitenwereld minder zicht op wat er achter de schermen gebeurt, iets wat wellicht bijdraagt aan het schimmige imago van de branche. NVP-directeur Molenaar bestrijdt dat. "De pensioenfondsen en andere partijen die er met veel geld in zitten hebben juist een veel beter beeld van wat er gebeurt dan wanneer ze beleggen op de beurs."

Toch zou het de sector goed doen als er meer transparantie zou komen, vindt professor Peter Roosenboom. "Ze zijn vooral zelf gebaat bij meer openheid. Want met onafhankelijk onderzoek staan ze sterker in het politieke debat." ■

■ WAT IS PRIVATE EQUITY?

Private equity is een risicodragende investering in een niet-beursgenoteerd bedrijf zoals familiebedrijven of bedrijven die worden overgenomen door het management. Ook starters en snelgroeiende bedrijven vallen hieronder. In dat geval is er sprake van venture capital. Het gaat altijd om een minimale investering van 250.000 euro.

Een participatiemaatschappij neemt een aandeel in een onderneming waarvan zij verwacht dat deze meer waard kan worden. De investeerder brengt naast kapitaal ook kennis, ervaring en netwerk in om het bedrijf naar een volgende fase te brengen.

Private equity komt vaak in beeld bij bedrijfsopvolging, het verzelfstandigen van een dochteronderneming of groei.