

Anatomie voor dealmakers

Overnames van ondernemingen door private equity-partijen zijn een vertrouwd verschijnsel geworden. Maar slechts weinigen snappen de ins and outs van de vaak gecompliceerde deals. Een korte introductie.

LIEUWE KOOPMANS

het **Financieel**
management

Iemand die niet is ingewijd, verzeilt al snel in een waar labyrint van geldstromen, nieuw opgerichte holdings en bankconvenanten.

Private equity is bijna niet meer weg te denken uit de moderne kapitalistische samenleving. Evenals de maatschappelijke discussie over de wenselijkheid en financiële risico's van de deals van deze partijen. Maar wat er nu precies gebeurt bij private equity-transacties is voor de buitenstaander nauwelijks meer na te gaan, omdat de desbetreffende ondernemingen op verslaggevingsgebied in de anonimiteit verdwijnen. Slechts bij enkele transacties is wel informatie beschikbaar in de vorm van jaarverslagen. Iemand die niet is ingewijd in de rituelen van de haute finance, verzeilt daarbij echter al snel in een waar labyrint van geldstromen, nieuw opgerichte holdings en bankconvenanten.

PCM en Wavin

Twee voorbeelden. In 2004 nam de Britse investeringsmaatschappij Apax een meerderheidsbelang in PCM Uitgevers. In het jaarverslag over 2004 blijkt dat deze overname grotendeels via vreemd vermogen is gefinancierd, leningen die op de balans van PCM staan en niet op de balans van Apax. In het verslag over 2005 ziet het er compleet anders uit. Het gaat om het jaarverslag van een nieuw bedrijf, PCM Holding. De schulden nemen verder toe en de immateriële vaste activa in de vorm van goodwill ook. PCM

Uitgevers is een dochtermaatschappij van PCM Holding geworden. (In maart 2007 heeft Apax zijn belang in PCM weer verkocht.)

Bij buizen- en kunststofconcern Wavin vindt iets vergelijkbaars plaats. CVC Capital nam in 2004 samen met Alpinvest het vijftig-procentbelang van WMO (Waterleiding Maatschappij Overijssel) in Wavin Beheer over. Ook deze overname wordt gefinancierd met bankschulden die op de balans van de overgenomen onderneming staan. Wavin Beheer is dan inmiddels overgenomen door de nieuwe holding Wavin Investments. De goodwill op de balans neemt fors toe. Een flink deel van deze goodwill heeft betrekking op de merknaam Wavin.

Schulden

Wat gebeurt hier nu precies? In de eerste plaats is het van belang om te letten op de schulden die worden gemaakt. Han Smit, hoogleraar private equity aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, stelt dat de meeste private equity-transacties worden gefinancierd met zestig tot zeventig procent schuld. "In feite doen de bank en het PE-huis de overname samen. Beide partijen stappen alleen in een dergelijke deal als er uitzicht is op voldoende vrije kasstroom uit de overgenomen onderneming." ▶

De vrije kasstromen worden volgens Smit zoveel mogelijk gebruikt voor aflossing van schuld en betalen van rente, aangezien van schuld een disciplinerende werking uitgaat. De overgenomen onderneming lost dus met de kasstromen zelf de schuld af. “In veel gevallen verkoopt de private equity-partij de onderneming na een periode van vijf tot acht jaar weer, wanneer een flink deel van de bankschuld is afgelost. Bij verkoop wordt de rest van de schuld afgelost en realiseert het private equity-huis als het goed is met het restant van de verkoopprijs een boekwinst.”

Newco's en thin capitalization

Dan de kwestie van de nieuw opgerichte holdings, de zogeheten newco's (new company), die de 'echte' onderneming overnemen. Volgens

Verklarende woordenlijst

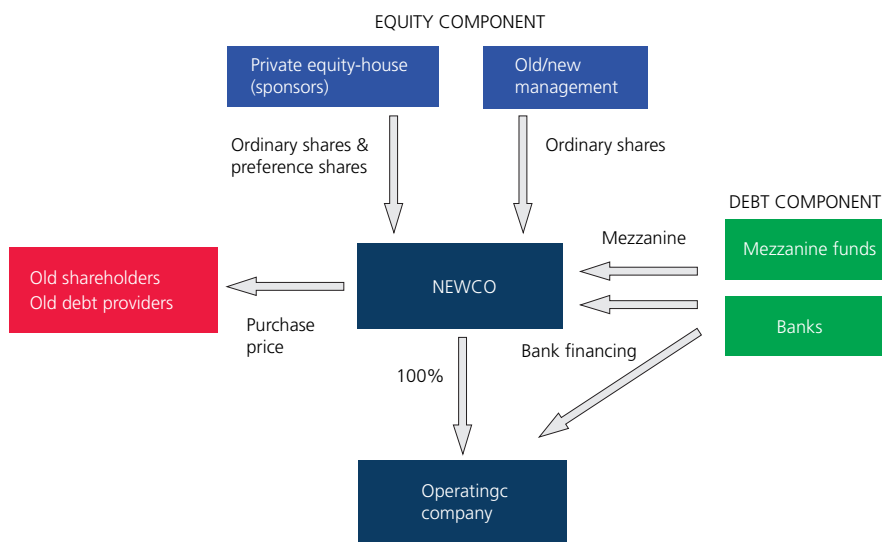
- **Newco (new company):** nieuwe holding die wordt opgericht door de private equity-partij om de feitelijke onderneming over te nemen
- **Thin capitalization rule:** eigen vermogen dat (in verhouding tot het vreemd vermogen) minimaal aanwezig moet zijn in de newco
- **Debt push down:** leningen op de balans van de newco worden doorgeschoven naar 'beneden' (de overgenomen dochteronderneming)
- **Leverage:** financiering door middel van vreemd vermogen
- **Mezzanine-financiering:** vreemd vermogen met relatief veel risico, in zekere zin vergelijkbaar met achtergestelde schulden
- **Envy-ratio:** verhouding die het verschil aangeeft tussen de prijs die het management betaalt voor belang in de newco en de prijs die de private equity-partij heeft betaald
- **Buy and build-strategie:** private equity-partij neemt een onderneming over en financiert vervolgens de groei van de onderneming

Voor de meeste private equity-partijen is het een noodzakelijke voorwaarde dat het management mee investeert.



Onno Sloterdijk, partner bij KPMG en hoofd private equity bij KPMG Corporate Finance, wordt bij 99 van de honderd transacties voor een dergelijke constructie gekozen. “Veelal om fiscale redenen tuigt een private equity-huis zo'n constructie op. Het gaat erom de rente op de leningen die op de balans van de newco staan, aftrekbaar te krijgen voor de vennootschapsbelasting. Daarbij geldt fiscaal de thin capitalization rule.” Er moet een bepaald niveau aan eigen vermogen in de newco aanwezig zijn. Sloterdijk: “Indien je niet aan de thin capitalization rule voldoet, zal de fiscus niet alle rente op de leningen als aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting accepteren. Daarnaast speelt mee dat privépersonen, vaak het management, een belang nemen in de newco en je dus zo gunstig mogelijk om wilt gaan met aanmerkelijkbelangvraagstukken.” Bovendien heeft een newco geen verleden, wat volgens Sloterdijk handig kan zijn voor de toekomst als de onderneming weer moet worden verkocht.

Structuur leveraged buyouts



Bron: EUR/FEW

Private equity en andere durfkapitalisten

Private equity fondsen worden vaak in een adem genoemd (en verward) met venture capitalists en hedge funds. Alle drie behoren tot de zogenoemde durfkapitalisten, die investeren in risicovolle investeringsobjecten die banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen liever laten liggen. Maar onderling zijn er grote verschillen:

- **Venture capitalists** - Vooral gericht op kapitaalverstrekking aan beginnende en groeiende ondernemingen, of ondernemingen in problemen. De beleggingstermijn is meestal circa zeven jaar of zeven.
- **Private equity-fondsen** - Beleggen met geld van pensioenfondsen en andere grote beleggers in het eigen vermogen (equity) van niet-beursgenoteerde bedrijven. Willen doorgaans een meerderheidsbelang om de strategie te kunnen bepalen. Het uiteindelijke doel (na gemiddeld drie tot zeven jaar) is een beursgang van het bedrijf of verkoop aan een strategische partij of ander private equity-fonds.
- **Hedge funds** - Besloten beleggingsfondsen, werken doorgaans met geleend geld van een beperkte groep vermogende institutionele of particuliere beleggers. Ontkomen daardoor vrijwel geheel aan toezicht van de beursautoriteiten. Beleggingsstrategieën verschillen sterk.

Bron: Ruud Pruijm ('de Accountant', december 2006)

Een onderneming wordt volledig binnenstebuiten gekeerd om goed zicht te krijgen op de risico's.

Debt push down

De bankleningen om de overname te financieren komen aanvankelijk terecht op de balans van de newco. Maar direct daarna worden ze doorgeschoven naar de 'echte onderneming', die inmiddels een dochter van de newco is.

Sloterdijk: "Dit mechanisme wordt *debt push down* genoemd. De partijen doen dit om de verschaffers van vreemd vermogen meer zekerheden te bieden. Dit zijn meestal de assets van de overgenomen onderneming." Door de leningen 'naar beneden' door te schuiven, ontstaat dan een tamelijk goed beeld van de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen.

Koopprijs

Maar er speelt nog meer. De prijs die voor de onderneming wordt betaald, is voor de deal zeer relevant. In de eerste plaats om concurrerende biedingen het hoofd te bieden. Als nagenoeg zeker is dat een bepaalde private equity-partij een onderneming kan overnemen, wordt met

de bank overlegd wat de koopprijs zou kunnen zijn.

Smit: "De leverage van de banken bepaalt wat het private equity-huis kan bieden. En de banken kijken daarvoor naar de hoogte van de kasstromen. Hoe gunstiger het beeld van de kasstromen, hoe hoger de leverage."

En hoe hoger de leverage, hoe hoger de overnameprijs. Dat is volgens Sloterdijk dan ook de reden waarom op de balans van de newco de overgenomen onderneming op marktwaarde is gewaardeerd. "Dan stijgt dus ook de post goodwill, bijvoorbeeld door de waardering van de merknaam."

Mezzanine

In sommige gevallen ontstaat er echter een gat tussen de koopprijs en de som van eigen geld van de private equity-partij en de leningen van de banken. Één van de manieren om dit gat te dichten is het aantrekken van zogeheten mezzanine-financiering. Smit: "Dit is vermogen dat

tussen eigen en vreemd vermogen in zit voor wat betreft risico. Het is soms vergelijkbaar met het verstrekken van achtergestelde schulden." Volgens Sloterdijk zijn er aparte mezzanine-fondsen actief die bij overnames door private equity-partijen een rol spelen. De rentevergoeding is hoger dan die bij bankleningen.

Management

De hoogte van de leverage is van belang omdat het private equity-huis bij voorkeur weinig eigen geld wil inbrengen mede omdat bij een relatief laag eigen vermogen (op het totale vermogen) het private equity-huis het management voor een lager absoluut bedrag een procentueel toch interessant belang kan laten kopen. Sloterdijk: "Stel een overname wordt gefinancierd met zeventig procent schuld en dertig procent eigen vermogen. Indien het management vervolgens voor zijn investering een belang van twintig procent van dit eigen vermogen kan verwerven, zie je vaak dat de prijs die het management voor haar aandelen betaalt lager is dan de prijs die de private equity-partij betaalt. Wanneer de overnamefinanciering 60/40 was in plaats van 70/30, dan komt deze gunningsfactor, of de zogenaamde *envy-ratio*, onder druk te staan." Volgens Sloterdijk is het voor de meeste private equity-partijen een noodzakelijke voorwaarde dat het management mee investeert.

Strategie

Bij een overname door een private equity-partij is het derhalve zaak om een goede balans te vinden tussen de betrokkenheid van de verschillende vermogensverschaffers: de banken, het management en de private equity-partij zelf. Sloterdijk: "Daarbij kijk je ook naar de strategie van de onderneming en de stabiliteit van de kasstromen. Die bepalen uiteindelijk de mate van leverage."

Private equity-huizen besteden volgens Sloterdijk dan ook veel tijd in het traject vóór de overname. Een onderneming wordt volledig binnenstebuiten gekeerd om goed zicht te krijgen op de risico's, waardoor ook de banken voldoende geborgd zijn. Daarnaast is dit onderzoek nodig om een strategie te kunnen bepalen die is gericht op waardecreatie. Smit: "Daar is het veel private equity-partijen om te doen. Ze nemen zitting in de raad van commissarissen, ze bepalen het financiële beleid en financieren in een aantal gevallen groei. Dat laatste zie je bijvoorbeeld bij de brillenketen Pearl.

Investeringsmaatschappij HAL nam de keten over en voert nu een *buy-and-build*-strategie." ■