

Taco Rietveld

HANDBOEK

Investeren & financiering

PRIVATE EQUITY

BELEGGEN

& KREDIETANALYSE

Handboek investeren & financieren

Taco Rietveld

Handboek investeren & financieren

Private equity, beleggen & kredietanalyse

Omslagontwerp: Bottenheft

ISBN 978 90 13 12322 7

© 2014 Vakmedianet, Deventer

Alle rechten voorbehouden: niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enig andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever en de auteur.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j° het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced, stored in a database or retrieval system, or published, in any form or in any way, electronically, mechanically, by print, photo print, microfilm or any other means without prior written permission from the publisher and the author.

Inhoud

Voorwoord	II
1 Inleiding	13
1.1 Investeren & financieren	13
1.2 Vermogensverschaffers	14
1.3 Cyclus	15
1.4 Kader en indeling	20
2 Resultatenrekening	21
2.1 Inleiding	21
2.2 Netto-omzet	22
2.3 Kostprijs van de omzet	31
2.4 Brutowinst	32
2.5 Operationele kosten	33
2.6 EBITDA	34
2.7 EBITDA-marge	35
2.8 Afschrijvingen	37
2.9 EBITA	37
2.10 Amortisatie	37
2.11 EBIT	38
2.12 Financiële baten & lasten	38
2.13 Buitengewone baten & lasten	38
2.14 Winstbelasting	41
2.15 Resultaat deelnemingen	41
2.16 Preferent dividend	41
2.17 Aandeel van derden	41
2.18 Nettowinst voor aandeelhouders	41
2.19 Aangepaste winst per aandeel	42
2.20 Dividend	43
2.21 Ingehouden winst	44
2.22 Manipulatie van de resultatenrekening	45
2.23 Operationele ratio's	47

3 Balans	51
3.1 Inleiding	51
3.2 Type balans	53
3.3 Materiële vaste activa	53
3.4 Financiële vaste activa	54
3.5 Latente belastingvorderingen	56
3.6 Goodwill	56
3.7 Immateriële vaste activa	57
3.8 Voorraad	57
3.9 Handelsdebiteuren	59
3.10 Overige debiteuren	60
3.11 Operating cash	61
3.12 Excess cash	61
3.13 Eigen vermogen	62
3.14 Aandeel van derden	63
3.15 Operationele & niet-operationele voorzieningen	63
3.16 Voorziening latente belastingen	63
3.17 Pensioenvoorziening	64
3.18 Rentedragende schuld	64
3.19 Handelscrediteuren	64
3.20 Overige crediteuren	65
3.21 Manipulatie van de balans	65
4 Cashflow statement	67
4.1 Inleiding	67
4.2 Operationele cashflow	69
4.3 Cashflow uit investeringen	70
4.4 Levered free cashflow	73
4.5 Niet-operationele cashflow	73
4.6 Cashflow available for debt service	77
4.7 Financiële cashflow	79
4.8 Excess cash	80
4.9 Manipulatie van cashflows	80
5 Werkkapitaal & CAPEX	81
5.1 Inleiding	81
5.2 Werkkapitaal	81
5.3 CAPEX	90
6 Pensioenen & winstbelasting	95
6.1 Inleiding	95
6.2 Pensioenen	95
6.3 Winstbelasting	100

7 Groepsstructuur & tijdsperiode	107
7.1 Inleiding	107
7.2 Geconsolideerde cijfers	107
7.3 Analyse per activiteit en vennootschap	113
7.4 Vennootschappen buiten de groep	116
7.5 Trendanalyse	117
7.6 Benchmarks	119
7.7 Aanpassingen in de tijd	120
7.8 Financieel modelleren	122
8 Discounted cashflow-waardering	127
8.1 Inleiding	127
8.2 Intrinsieke waarde	128
8.3 Unlevered free cashflow	129
8.4 Zichtbare periode & restperiode	132
8.5 Steady state	134
8.6 Verhouding tussen ondernemingswaarde & restwaarde	136
8.7 Voorbeeld	137
9 Nettoschuld	145
9.1 Inleiding	145
9.2 Rentedragende schuld	145
9.3 Rente- en valutaderivaten	146
9.4 Aandeel van derden	147
9.5 Preferente aandelen	148
9.6 Te betalen dividend	149
9.7 Operating lease & huur	149
9.8 Excess cash	153
9.9 Intrinsieke waarde, marktwaarde of nominale waarde	154
10 Aangepaste nettoschuld	157
10.1 Inleiding	157
10.2 Cash-like items	158
10.3 Debt-like items	166
10.4 Voorbeeld	170
11 Waarde van de aandelen	173
11.1 Inleiding	173
11.2 Intrinsieke waarde van aandelen	173
11.3 Waarde per aandeel	174
11.4 Marktwaarde van aandelen	174
11.5 Opties & warrants	175
11.6 Negatieve waarde van aandelen	178

INHOUD

11.7	Uitgifte van financiële instrumenten	180
11.8	Toekomstige schuld	182
11.9	Acquisitie & kapitaalstorting	183
12	Leveraged buy-out waardering	185
12.1	Inleiding	185
12.2	Kostenvoet van eigen vermogen	186
12.3	Cashflows tijdens de houdperiode	188
12.4	Verkoopopbrengst bij exit	190
12.5	Waarde van de aandelen	192
12.6	Iteratief proces	192
12.7	Ondernemingswaarde	193
12.8	DCF-methode vs. LBO-methode	194
12.9	Intrinsieke waarde & zeggenschap	196
12.10	Rendement voor verkoper	196
13	Waardering van vergelijkbare ondernemingen	199
13.1	Inleiding	199
13.2	Waarderingsprincipe	199
13.3	Waarderingsmultiples	201
13.4	Waardering in stappen	205
14	Rendement van de onderneming	209
14.1	Inleiding	209
14.2	Geïnvesteed vermogen	209
14.3	Bestanddelen van geïnvesteed vermogen	211
14.4	Kostprijs van losse activa	214
14.5	Rendement op geïnvesteed vermogen	214
14.6	Rendement van operationele activiteiten	216
14.7	Drivers van EBITDA-multiples	219
14.8	Financiële leverage	220
14.9	Boekhoudkundige rendementsratio's	222
15	Rendement voor de investeerder	225
15.1	Het meten van rendement	225
15.2	Rendement voor financiers	227
15.3	Rendement voor investeerders	229
15.4	De drie drivers van aandeelhouderswinst	229
15.5	Aankoop-multiples en referentiejaar	237
15.6	Timing van een exit	239
15.7	Timing van investeringen	239

16 Vereist rendement	241
16.1 Inleiding	241
16.2 Opportuïteitskosten	241
16.3 Kostenvoet van vreemd vermogen	242
16.4 Kostenvoet van eigen vermogen	243
16.5 Kostenvoet van totale vermogen	245
16.6 Uitgifte van financiële instrumenten	252
17 Financiering van ondernemingen	255
17.1 Inleiding	255
17.2 Maximale financierbaarheid	256
17.3 Primaire aflossingsbron	257
17.4 Secundaire aflossingsbronnen	266
18 Sources & uses	273
18.1 Inleiding	273
18.2 Uses	274
18.3 Sources	290
18.4 Uitgifte van aandelen	294
19 Kenmerken van instrumenten	299
19.1 Inleiding	299
19.2 Verwacht rendement & risico	299
19.3 Tussentijdse ontvangsten	300
19.4 Call-protectie	301
19.5 Rang	302
19.6 Zekerheden	302
19.7 Convenanten	304
19.8 Fiscale behandeling	308
19.9 Boekhoudregels	308
19.10 Exitmogelijkheden	309
19.11 Zeggenschap	310
19.12 Earn-out	310
19.13 Envy ratio	311
Literatuur	313
Rol participatiemaatschappijen in de Nederlandse economie	315
Trefwoordenregister	317

Voorwoord

Onderzoek (Bruining, Verwaal en Wright, 2011) heeft aangetoond dat participatiemaatschappijen een belangrijke bijdrage leveren aan de waardegroei van ondernemingen. Investerings door *private equity* en *venture capital* blijken bovendien positieve effecten te hebben op innovatie, op de productiviteit en op de concurrentiekracht van de betrokken bedrijven – de belangrijkste drijvers van economische groei (Frontier Economics, 2013). Reorganisaties ter verhoging van efficiëntie en productiviteit kunnen tijdelijk leiden tot een verlies van ‘oude’ werkgelegenheid – maar die afname wordt vaak gecompenseerd door nieuwe activiteiten te ontwikkelen en te laten groeien (Davis et al., 2011).

Private equity- en venture capitalfirma's, of in gewoon Nederlands participatiemaatschappijen, hebben zich de afgelopen drie decennia ontwikkeld tot een belangrijke factor in de Nederlandse economie. Jaarlijks investeren binnen- en buitenlandse participatiemaatschappijen tussen de 1 en 3 miljard euro in Nederlandse bedrijven. In de meeste gevallen is de aanleiding voor de investering de start of groei van een onderneming, bedrijfsopvolging dan wel de verzelfstandiging van bedrijfsonderdelen. Het gaat om 300 tot 350 bedrijven per jaar, waarbij in ruim 80 procent van de gevallen minder dan 5 miljoen euro wordt geïnvesteerd. Driekwart van de ondernemingen heeft een omzet van minder dan 10 miljoen euro en minder dan 100 werknemers. Participatiemaatschappijen investeren dus typisch in middelgrote en kleine bedrijven en in starters: jonge, snel groeiende bedrijven in bijvoorbeeld de informatie- en communicatietechnologie, life sciences en de energie- en milieusector. Bekende Nederlandse bedrijven, die eens met behulp van venture capital zijn gestart zijn Crucell, e-Buddy, Oxxio, Octoplus en Thuisbezorgd.

Jaarlijks vinden ook ongeveer 60 tot 80 management buy-outs plaats; in dit segment variëren de gemiddelde participatiebedragen van enkele miljoenen tot meer dan honderd miljoen. Bekende voorbeelden van management buy-outs zijn Action, Maxeda (red.: onder andere V&D, Bijenkorf, Praxis en Formido), NXP en Lucas Bols. Op dit moment hebben circa 1.400 bedrijven in Nederland een participatiemaatschappij als eigenaar of grootaandeelhouder. Tezamen hebben die bedrijven ongeveer 80 miljard euro omzet, ofwel 13 procent van de bruto binnenlandse productie en ongeveer 380.000 werknemers in Nederland.

Handboek investeren & financieren toont aan dat investeren en financieren vakwerk zijn. Het biedt een zeer complete en nauwgezette beschrijving van alle financiële aspecten die een rol spelen bij de beslissing om al dan niet te investeren, te financieren, te herstructureren, vervolginvesteringen te doen en weer te verkopen. Als groot voorvechter van opleiding en professionalisering van de participatiesector verwelkomt de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) de verdiepingsslag én de naslagmogelijkheden, die dit boek biedt. Belangrijk is ook dat benadrukt wordt dat financiële analyses en berekeningen uiteindelijk slechts het fundament vormen voor weloverwogen investerings- en desinvesteringsbeslissingen. Daarop voortbouwend weegt de investeerder de cijfers, kansen en risico's af; waarbij zijn achtergrond, beschikbaar vermogen, investeringshorizon, beschikbare expertise en netwerk, maar zeker ook persoonlijke ervaringen en voorkeuren bepalen hoe de beslissing uitvalt.

De participatiemaatschappij verschaft het meest risicovolle gedeelte van de ondernemingsfinanciering, namelijk het gedeelte waar geen zekerheden tegenover staan. Participeren is dan ook veel meer dan puur kapitaal verschaffen – het gaat hier om duurzame waardecreatie. Dat gebeurt door een langdurige en actieve betrokkenheid van participatiemaatschappijen bij hun portefeuillebedrijven, waarbij zij een combinatie van kapitaal en kennis leveren, die de bedrijven verder helpt bij hun start, groei, verzelfstandiging of bedrijfsopvolging. De uitgebreide analyse die voorafgaat aan een investering is daarom tevens een diepgaande wederzijdse kennismaking.

Ik hoop dat dit boek voor veel geïnteresseerden eenzelfde rol zal vervullen.

Tjarda Molenaar, directeur Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP)

I Inleiding

1.1 Investeren & financieren

Dit boek gaat over de financiële aspecten van het investeren in en financieren van (niet-financiële) ondernemingen. Het verschil in definitie tussen investeerders en financiers bepalen we in dit boek door het instrument waarmee ze een risicopositie nemen in een onderneming. De investeerder koopt aandelen en de financier koopt schuldpapier. In dit boek duiden we de investeerder en de financier samen aan als *vermogensverschaffers*. Aandelen en schuldpapier zijn *financiële instrumenten*.

De investeerder kan aandelen kopen van de bestaande aandeelhouders van een onderneming. Evenzo kan een financier schuldpapier kopen van bestaande houders van dit schuldpapier. De opbrengst komt in beide gevallen toe aan de verkopers. Deze transactie wordt een *herplaatsing* genoemd. De investeerder kan echter ook aandelen kopen uit een aandelenemissie. Evenzo kan de financier schuldpapier kopen uit een schuldemissie. De onderneming geeft dan nieuwe aandelen of nieuw schuldpapier uit. De onderneming treedt op als verkoper en ontvangt de emissieopbrengst.

Investeerders en financiers nemen allebei risicoposities in ondernemingen. Het risico dat ze lopen, is echter verschillend. Dit komt doordat ze verschillende instrumenten van de onderneming aankopen. Financiers kopen schuldpapier en krijgen daarvoor een vaste rentevergoeding, zonder kans op extra rendement (*upside*). Investeerders kopen aandelen en krijgen een variabele beloning, nadat rente en aflossing aan de financiers zijn voldaan. Aandelen zijn *achtergesteld* ten opzichte van rentedragende schuld. Ze hebben een lagere *rang* in de kapitaalstructuur.

Investeerders lopen een hoger risico en vereisen daarom een hoger rendement. Zij hebben meer aandacht voor de *upside*, terwijl financiers meer oog hebben voor bescherming van de *downside*. Dit neemt niet weg dat een investeerder ook baat heeft bij een onderneming met minder risico. De investeerder heeft een voorkeur voor een onderneming met een hoge kans op *upside* en een lage kans op *downside*. Dit geldt eveneens voor de financier. Hoewel de *upside* niet ten gunste komt van de financier, leidt een grotere kans op *upside* (voor de investeerder) tot een hogere kans op goede prestaties van de onderneming en daardoor minder risico voor de financier.

Omdat investeerders maximaal rendement zoeken, gegeven een bepaald risico, zoeken zij ondernemingen die veel upside (kunnen) bieden. Simpel gesteld moet er voldoende potentie zijn voor groei van de omzet en/of de winstmarge. Omzetgroei kan de onderneming bereiken op eigen kracht (*organisch*) en via acquisities. De organische omzetgroei kan onder andere worden bereikt door nieuwe producten te lanceren, nieuwe markten te betreden of managers te vervangen of anders te belonen (bijvoorbeeld met personeelsopties of een aandelenparticipatie). Een groei van de winstmarge kan de onderneming behalen door de omzet te verhogen of kosten te besparen, bijvoorbeeld door scherper in te kopen, bepaalde activiteiten uit te besteden of juist in te besteden. De waarde van de onderneming stijgt eveneens door houdbare verlagingen van de investeringen in materiële vaste activa en in het werkkapitaal van de onderneming. Dit verhoogt de cashflows van de onderneming. Ten slotte wordt de waarde van een onderneming verhoogd door het risico van de bedrijfsactiviteiten te verlagen, bijvoorbeeld door een betere beheersing van operationele risico's.

1.2 Vermogensverschaffers

Zowel aandelen als schuldpapier kunnen aan een *officiële effectenbeurs* zijn **genoteerd**. Beursgenoteerde aandelen behoren tot de vermogensklasse *public equity*. Ondernemingen waarvan de aandelen beursgenoteerd zijn, worden *publieke ondernemingen* of *beursgenoteerde ondernemingen* genoemd. Beursgenoteerde schuld behoort tot de vermogensklasse *public debt*. De leningen die aan de beurs staan genoteerd heten *obligaties*. Deze hebben een vaste rente en worden daarom ook *fixed income* genoemd. Investeerders en financiers op de *publieke kapitaalmarkt* zijn beleggingsfondsen, vermogensbeheerders, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, particuliere beleggers, family offices en hedgefondsen.

De meeste aandelen en schuldpapier zijn **niet genoteerd**. Koop- en verkooptransacties in deze financiële instrumenten worden *onderhands* genoemd. Aandelen in *private ondernemingen* behoren tot de vermogensklasse *private equity*, terwijl niet-genoteerde schuld behoort tot de vermogensklasse *private debt*. Investeerders en financiers op deze *private kapitaalmarkt* zijn banken, private equity-fondsen, vermogensbeheerders, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, particuliere investeerders en family offices. Merk op dat hedgefondsen op de publieke markten opereren en private equity-fondsen op de private. In figuur 1.1 staan de vier verschillende vermogensklassen afgebeeld.

Figuur 1.1

Instrument		Beursgenoteerd	
		Ja	Nee
	Aandelen	Public equity	Private equity
	Schuld	Public debt	Private debt

De vermogensklasse private equity wordt verder onderverdeeld in vier vormen, zoals getoond in figuur 1.2:

- *Buy-out*. De uitkoop van één of meer aandeelhouders. In de regel koopt een private equity-investeerder een meerderheidsbelang, omdat hij daarmee de *beslissende zeggenschap* verwerft in een onderneming. Bekende investeerders in Nederland zijn 3i, AAC, Bencis, CVC, Egeria, Gilde Buy-Out, NPM en Waterland.
- *Growth capital*. Het verschaffen van groeikapitaal aan ondernemingen met een positieve cashflow. Het groeikapitaal wordt vaak verschaft met een aandelenemissie. Bekende investeerders in Nederland zijn 3i en HB Capital.
- *Venture capital*. Het verschaffen van groeikapitaal aan startende ondernemingen met een doorgaans nog negatieve cashflow. Het groeikapitaal wordt eveneens verschaft met een aandelenemissie. Investeerders richten zich doorgaans op de sectoren IT, telecom en biotechnologie. Deze branches groeien hard door technologische en medische ontwikkelingen. Bekende investeerders in Nederland zijn Forbion, Gilde Healthcare, LSP en Prime Ventures.
- *Distressed/special situations*. Het verschaffen van verliesfinanciering en groeikapitaal aan verlieslatende ondernemingen. Deze investeerders bemoeien zich vaak actief met de operationele turnaround van de onderneming. Bekende investeerders in Nederland zijn H2, Nimbus en VEP.

Figuur 1.2

Cashflow		Leeftijd onderneming	
		Jong	Oud
	Positief	Growth capital	Growth capital & buy-out
	Negatief	Venture capital	Distressed/special situations

1.3 Cyclus

De investerings- en financieringscyclus is voor beide typen vermogensverschaffers hetzelfde:

1. ontwikkeling van investerings- of financieringskansen;
2. beoordeling;
3. *boekenonderzoek*;

4. transactie;
5. *monitoring*;
6. verkoop.

Ontwikkeling van kans

Investerings- en financieringskansen moeten eerst worden gevonden. Investeerders en financiers kunnen op de publieke kapitaalmarkt via computersystemen wereldwijd beursgenoteerde aandelen en obligaties opzoeken. Vaak biedt deze software selectiefilters om het beleggingsuniversum overzichtelijk te maken.

Private equity-fondsmanagers en bankiers moeten meer moeite doen om investerings- en financieringskansen te vinden. Hiervoor onderhouden ze een netwerk met bankiers, accountants, M&A-adviseurs (M&A = Mergers & Acquisitions), advocaten, investeerders en brancheverenigingen. Daarnaast doen ze aan koude acquisitie. Dit gehele traject van het ontwikkelen van een kans kan zeker langer dan een jaar duren.

Beoordeling

Elke investeringskans heeft twee kanten:

- *Onderneming*. Dit gaat om de operationele aspecten als sector, markt, management en strategie. Deze kant is vergelijkbaar met de actiefzijde van de balans.
- *Transactie*. Dit gaat om de financiële aspecten, zoals financieel instrument waarmee kan worden geïnvesteerd, vraagprijs, aanwending van de investering, liquiditeit van het instrument, rang van het instrument in de kapitaalstructuur, zeggenschap, enzovoort. Deze kant is vergelijkbaar met de passiefzijde van de balans.

Beide kanten van de investeringskansen moeten voor de investeerder en de financier aantrekkelijk zijn. Het investeren in een goede onderneming is niet aantrekkelijk als de aandelen te duur zijn. Door de hoge prijs zal de investeerder naar verwachting niet zijn vereiste rendement behalen. Per definitie is de investeerder dan naar verwachting slechter af door te investeren. Voor de financier geldt eveneens dat het geboden rentepercentage minimaal gelijk moet zijn aan het door hem vereiste rendement. Hoe we dit vereiste rendement voor de investeerder en financier bepalen, wordt in dit boek ook behandeld.

Professionele investeerders en financiers hebben een **investeringsbeleid**, respectievelijk kredietbeleid, waarin hun belangrijkste investerings- en financieringscriteria zijn vastgelegd. In dit beleid staan onder andere opgenomen de beoogde en maximale risicoposities per land, valuta, sector en onderneming. Om de stroom aan investeringskansen efficiënt te beoordelen, zullen de investeerder

en de financier de nieuwe investerings- of financieringskansen allereerst toetsen aan deze criteria. Hiermee kan snel een eerste selectie worden gemaakt.

Aangezien iedereen wil investeren in sterk winstgevende ondernemingen met een sterk managementteam en een aanwezigheid in groeiende markten, moet voor dit soort ondernemingen ook relatief veel worden betaald. De investeerder heeft daardoor meer kans op waardetoeename van zijn aandelen als de mogelijkheden voor groei of operationele verbetering op voorhand enigszins verborgen zijn. De kans is dan groter dat deze verbetermogelijkheden nog niet zijn verwerkt in de vraagprijs van de verkoper.

Een groot deel van de analyse van de investeerder en de financier is hetzelfde. Dit gaat om onderwerpen als bedrijfsactiviteiten, marktgroei, concurrentie, management, strategie, historische financiële cijfers, budget en meerjarenprognose en de risico's. Voorbeelden van de operationele risico's die een onderneming loopt, zijn: marktrisico, debiteurenrisico, productierisico, milieurisico, liquiditeitsrisico, politiek risico, juridisch risico, valutarisico en renterisico. Een deel van deze risico's kan worden beperkt met sterk management of afgedekt met contracten (bijvoorbeeld derivaten en verzekeringen). Het manifest worden van bovengenoemde risico's is de reden dat ondernemingen in de problemen kunnen komen. Veelvoorkomende oorzaken van verlies zijn onder andere een krimpende markt (zoals bij videotheken en reisbureaus), verlies van concurrentiekracht, producten die niet aansluiten bij de wensen van klanten, te hoge interne kosten of een te hoge schuldgraad.

Het beoordelen van investerings- en financieringskansen is subjectief. Onder de (onterechte) aanname dat iedere vermogensverschaffer alle informatie over een onderneming tot zijn beschikking heeft en alle plus- en minpunten van een onderneming zou hebben geïdentificeerd, zal elke vermogensverschaffer deze punten nog steeds anders afwegen. Deze verschillen in afweging leiden per vermogensverschaffer tot andere waarderingen van de onderneming.

Boekenonderzoek

Als de analyse door de investeerder leidt tot het doorgaan met de beoordeling van de investeringskansen, dan zal de investeerder een *due diligence* willen uitvoeren. Omdat een investeerder meer risico loopt dan een financier, zal hij meer huiswerk moeten doen. Dit geldt nog meer voor een private equity-investeerder, omdat hij investeert in *illiquide* aandelen. Een public equity-investeerder kan daarentegen aandelen direct op de beurs verkopen (afhankelijk van de liquiditeit in het aandeel).

Er zijn zes redenen voor het uitvoeren van een *due diligence*:

- vergroten van inzicht in de onderneming en de operationele risico's, waarde-drivers, upside en het management;
- identificatie van *red flags* (materiële risico's), waaronder *showstoppers* (risico's die een transactie niet langer wenselijk maken voor de investeerder);

- handvatten om de koopprijs voor de aandelen te heronderhandelen;
- vaststellen van gewenste garanties en vrijwaringen in de aandelenkoopovereenkomst;
- vaststellen van aandachtspunten en input voor het strategisch plan van het management na de investering;
- bieden van comfort aan banken voor het ophalen van bankfinanciering.

Hoewel investeerders het commerciële due diligence in enige mate zelf kunnen uitvoeren, zullen ze voor de gebieden operationeel, financieel, juridisch, belastingen, pensioenen, verzekeringen en milieu doorgaans externe adviseurs inhuren. Dit komt door het grote tijdsbeslag van het due diligence-onderzoek en de complexiteit van de materie. De financiers van een acquisitie willen deze due diligence-rapporten ook ontvangen en vaak overlegt de investeerder met de financiers vooraf over de *scope* van het due diligence-onderzoek.

Transactie

De aankoop van beursgenoteerde aandelen en schuld gebeurt telefonisch of met computersystemen (naast schriftelijke vastlegging). Voor de aankoop van aandelen in private ondernemingen is een aandelenkoopovereenkomst nodig en voor de levering een notariële leverings- of uitgifteakte. Voor de kredietverlening aan private ondernemingen wordt een leningsovereenkomst gebruikt.

Monitoring

Na de investering of financiering zullen de vermogensverschaffers zich bezighouden met monitoring. Dit kan actievare of passievare vormen aannemen. De aandeelhouder en de financier zullen minimaal de jaarrekening, het jaarbudget en de periodieke cijfers willen ontvangen. Ze willen regelmatig vaststellen of de onderneming voldoet aan alle voorwaarden in de kredietovereenkomsten. De investeerder en financier bespreken regelmatig de stand van zaken van de onderneming, waarbij voor de investeerder de executie van het strategisch plan belangrijk is. Zelfs een passieve investeerder zal vaak een rol spelen bij managementvraagstukken (beloning van het management, mutaties in het management, enzovoort), verbetering van de financiële administratie en managementinformatiesystemen, financiering en acquisities. Actieve investeerders bemoeien zich daarnaast intensief met het doorvoeren van operationele verbeteringen. In een extreme vorm begint actief investeren op ondernemen te lijken.

Verkoop

De *exit* bestaat voor een investeerder uit de verkoop van zijn aandelen en voor de financier uit de verkoop of aflossing van zijn schuldvordering. Beursgenoteerde

aandelen en schuldpapier kunnen direct op de beurs worden verkocht (afhankelijk van de liquiditeit). Onderhandse leningen hebben een natuurlijke exitdatum, namelijk de overeengekomen einddatum.

Voor aandelen in private ondernemingen bestaat een exit uit een:

- verkoop aan financiële investeerders (private equity-fondsen & family offices);
- verkoop aan strategische investeerders (sectorgenoten);
- beursintroductie; of
- inkoop van aandelen door de onderneming.

Daarnaast kan de investeerder via een *herkapitalisatie* van de onderneming zijn risicopositie reduceren. Hierbij trekt de onderneming schuld aan voor het financieren van een superdividend (*dividend recap*) of een inkoop van eigen aandelen.

Een beursintroductie leidt tot een beursnotering. Aandelen worden verhandelbaar gemaakt op de beurs. Dit *liquidity event* leidt alleen tot een exit als de bestaande aandeelhouders hun aandelen kunnen verkopen. Dit kan niet eerder dan na het verstrijken van hun met de begeleidende banken overeengekomen *lock-up-periode*.

Een verkoop van **niet-beursgenoteerde aandelen** is niet eenvoudig, bij gebrek aan een officiële markt. Hierom denken private equity-fondsmanagers vóór de investering al na over mogelijke kopers bij een exit. Indien er waarschijnlijk weinig potentiële kopers zijn, dan zal de fondsmanager wellicht afzien van de investering of dit hogere risico reflecteren in een lagere biedingsprijs voor de aandelen.

Voor de daadwerkelijke verkoop van de aandelen schakelen private equity-fondsmanagers vaak een M&A-adviseur in. Dit is een *investment bank* of een *M&A-boutique*. Deze adviseurs hebben expertise op het gebied van financiële analyse, waarderingen, fusies en overnames. Ze hebben sector kennis en een netwerk van mogelijke financiële en strategische kopers. Ze benaderen deze mogelijke kopers met een korte presentatie van de onderneming (teaser). Geïnteresseerde partijen ondertekenen een vertrouwelijkheidsverklaring, waarna ze een *informatiememorandum* ontvangen en eventueel een managementpresentatie. Op basis hiervan worden mogelijke kopers uitgenodigd voor het doen van een indicatieve en voorwaardelijke bieding binnen een aantal weken. Indien de prijs en voorwaarden van de bieding aantrekkelijk genoeg zijn voor de verkoper, dan krijgen bieders toegang tot een *dataroom* (met soms *vendor due diligence*-rapporten) en de mogelijkheid tot het uitvoeren van een *buy-side due diligence*. Daarna wordt hun definitieve en bindende bieding verwacht. Verkoopprocessen kunnen variëren van bilaterale onderhandelingen tot brede veilingen. Een proces leidt tot een geslaagde transactie of wordt gestaakt als de verkoper de ontvangen biedingen niet aantrekkelijk genoeg vindt.

1.4 Kader en indeling

Een deel van de analyse van een onderneming is kwalitatief van aard en valt buiten het kader van dit boek. Dit boek richt zich met name op de financiële aspecten van investeren en financieren. De hoofdstukken zijn ingedeeld in vier delen:

1. analyse van de financiële cijfers van een onderneming (hoofdstuk 2 t/m hoofdstuk 7);
2. waardering van de onderneming en haar financiële instrumenten (hoofdstuk 8 t/m hoofdstuk 13);
3. analyse van de rendementen van een onderneming en de rendementen voor investeerders (hoofdstuk 14 t/m hoofdstuk 16);
4. kredietverlening, structureren van een investering en kenmerken van financiële instrumenten (hoofdstuk 17 t/m hoofdstuk 19).

Zonder goede kennis van de theorie zullen investeerders en financiers fouten maken.

Gezien de grote bedragen waar het vaak om gaat, kunnen deze fouten erg kostbaar zijn, ook al zijn ze voor een buitenstaander niet altijd zichtbaar. De fouten kunnen ertoe leiden dat de investeerder te veel voor aandelen betaalt of de financier een lening te goedkoop of op ongunstige voorwaarden verstrekt. Nog erger is het als een investeerder een investering beter niet had kunnen doen of een financier een lening beter niet had kunnen verstrekken. Niet alleen amateurs maken deze fouten, maar ook professionals. Dit komt door onvoldoende kennis van de onderliggende theorie of te weinig praktijkervaring.

Dit boek is geschreven voor particuliere beleggers, private equity-investeerders, bankiers, portfoliomanagers, family offices, financieel directeuren, informal investors, overnameadviseurs en accountants. Het boek is gericht op de praktijk van investeren en financieren, met een theoretische onderbouwing daar waar nodig.

Figuren en formules zijn opgesteld in de Engelse taal, om aan te sluiten bij de professionele praktijk. Door het hele boek behandelen we de financiële cijfers van de fictieve onderneming Machinefabriek ABC. De voorbeelden kunnen echter afzonderlijk worden gelezen.

Ik wil Bas Becks (managing director CVC Capital) en Stef Koning (managing director HB Capital) van harte bedanken voor het proeflezen van dit boek en voor hun verbeteringen.