

**‘Geld kun je
overal krijgen,
het gaat om
toegevoegde
waarde’**



Thomas Wals

Rolf Metz

Désirée van Boxtel

OOK VOOR INVESTERINGSMAATSCHAPPIJEN was 2020 een turbulent jaar. Een gesprek met drie ervaren fondsmanagers over de impact van de coronacrisis op hun eigen portfolio, investeringskansen in de huidige markt en de kunst om je als investeringsmaatschappij te blijven onderscheiden.

Investeringsmaatschappijen haalden de afgelopen jaren vele miljoenen euro's op bij particuliere en institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen. Hun grootste uitdaging bestond uit het vinden van voldoende goede bedrijven om al dat geld ook weer rendabel te kunnen investeren. Daar kwam vanaf half maart dit jaar nog een andere activiteit bij: het bestaande portfolio van participaties door de coronacrisis loodsden. Aan tafel schuiven *Rolf Metz* (Écart), *Désirée van Boxtel* (Karmijn Kapitaal) en *Thomas Wals* (MKB Fonds), alle drie partner bij participatiemaatschappijen die zich met investeringen variërend tussen de 1 en 12,5 miljoen euro richten op mkb-bedrijven. Maar daar houdt de vergelijking ook wel een beetje op. Écart, in 1993 opgericht, is een fonds voor onbepaalde tijd, investeert voor de lange termijn, is zelf ook actief aandeelhouder en heeft zich gespecialiseerd in de sectoren dienstverlening, ICT en verpakkingen. Karmijn Kapitaal, in 2010 opgericht door drie vrouwen, investeert sectorbreed in bedrijven die worden geleid door (gender-)diverse managementteams en richt zich ook op de 'zachtere' aspecten van ondernemerschap, zoals zorg voor medewerkers en klanten, langetermijnvisie en stimulering van creativiteit en innovatie. MKB Fonds, opgericht in 2011, is met 23 participaties in de sectoren handel en IT-dienstverlening de snelle groeier van het gezelschap; het resultaat van een aantal pre-exits in combinatie met een actieve *buy and build*-strategie.

Na een voorspoedig eerste kwartaal ging Nederland vanaf eind maart in een 'intelligente' lockdown, met voor sommige sectoren dramatische gevolgen. Wat doe je dan als investeerder?

Van Boxtel: 'Allereerst zijn we nagegaan

hoe we onze portfolio-bedrijven zouden kunnen bijstaan. We hebben een aantal ondernemers geholpen met het aanvragen van de steunmaatregelen en zo snel mogelijk contact gelegd met de banken. Voor een klein aantal gevallen was het goed om aanvullende financiering op *standby* te arrangeren, dus dat hebben we gedaan via de bank of uit ons eigen fonds.'

Wals: 'Voor ons was stap één om te kijken wat de impact op onze 23 participaties was: waar staan we nu qua liquiditeit en wat is de verwachte omzet voor de komende drie maanden, voor de komende zes maanden. Uiteraard, hoe verder je vooruitkijkt, hoe troebeler het wordt. In het begin voelde het alsof je een tunnel in reed, waar je niet kon zien welke kant je opging.'

Metz: 'Het belangrijkste is om de rust te bewaren. Wij bestaan al sinds 1993, dus we hebben al een aantal crises meegemaakt. Dit is weliswaar een pandemie, maar de dingen die je moet doen als ondernemer of investeerder zijn wel soortgelijk.'

Wat voor effect heeft de coronacrisis op jullie portfolio gehad?

Wals: 'Door onze brede portfolio hadden wij bedrijven die meer en bedrijven die minder geraakt werden of zelfs profiteerden. Overall is er geen enkel bedrijf echt in de problemen gekomen en hebben we gelukkig nergens hoeven bijstorten. En soms heb je ook gewoon geluk. We participeren bijvoorbeeld in Kempex, een leverancier voor de diervoederindustrie, die inkoop in het gebied rondom Wuhan. Dat bedrijf werd in januari als eerste getroffen. Er ontstond een leveringsprobleem, omdat de fabrieken in China dicht gingen. Maar Kempex had vrij veel voorraad opgebouwd en kon deze voorraad tegen hogere marges verkopen. Uiteindelijk konden we die turbulente periode doorkomen met de voorraad die

er was en is de winstgevendheid van het bedrijf zelfs substantieel toegenomen. Terwijl de verwachting was dat Kempex zwaar getroffen zou worden.'

Metz: 'Wij hebben sinds een aantal jaar een focus op drie sectoren: dienstverlening, ICT en verpakkingen. Ik moet eerlijk bekennen dat we een beetje geluk hebben gehad dat de coronacrisis niet heel veel impact op die drie sectoren heeft gehad. In coronatijd was er namelijk behoefte aan goed verpakkingsmateriaal. Onze HR-dienstverleners werden wel geraakt, maar die bedrijven zijn weer onderdeel van een holding waarvan de andere bedrijven weer minder werden geraakt. Dus onder de streep valt het effect dan relatief mee. Dat betekent ook dat die bedrijven wel zijn gegroeid, maar minder hard dan we hadden verwacht. Je hebt wel een kostenstructuur neergezet om te gaan groeien, dus dat is dan wel een tik. Het is ontzettend jammer dat die groei niet doorgaat vanwege corona, maar dat is heel iets anders dan dat je zegt: ik kan mijn rekeningen niet betalen.'

Van Boxtel: 'Wij hebben een mkb-portefeuille met twaalf participaties. De onzekerheid in het begin was groot, maar nu het eerste stof is neergedaald blijken de gevolgen voor de meeste bedrijven mee te vallen. Onze fintech-onderneming Five Degrees merkt weinig, maar voor enkele bedrijven zijn de gevolgen wel substantieel. Hoe de komende tijd gaat uitpakken verschilt per bedrijf. Zo hebben wij een participatie in Jopenbier, daar hebben we geen zorgen over, bier blijven we gewoon drinken. Maar voor een standbouwer is die toekomst wat onzekerder: wanneer en in welke vorm komen de evenementen terug? Met sommige ondernemingen heb je ook nog eens te maken met willekeurige en niet altijd rationeel onderbouwde besluiten van de overheid.'

Jullie hebben ondernemers geholpen met het aanvragen van steunmaatregelen en soms zelfs bijgestort. Wat kun je nog meer dan als investeerder wanneer een globale crisis gaande is waar je totaal geen invloed op hebt?

Van Boxtel: 'Wij zijn meteen gaan kijken waar een ondernemer behoefte aan heeft. En vooral proberen om zoveel mogelijk overzicht te krijgen op wat er gebeurt en wat de invloed is. Want je hebt eerst overzicht nodig voordat je weer controle kan krijgen. En controle geeft ondernemers houvast, hebben we gemerkt. Daarnaast hebben we online groepsessies met juristen, fiscalisten, accountants erbij georganiseerd, waarbij alle ondernemers digitaal aanwezig waren. Dat creëert ook een groepsgevoel, dan deel je samen de ellende.'

Metz: 'Bij de nieuwe participaties zijn wij mededirecteur. Dat betekent dat je een andere verantwoordelijkheid hebt dan alleen als aandeelhouder of als commissaris. Wij zitten dus in de directies en konden vanuit onze ervaring met voorgaande crises ook direct adequate maatregelen nemen waar dat nodig was.'

Wals: 'Je hebt de markt waar je van afhankelijk bent in crisistijd, maar je hebt ook ondernemerschap. Onze taak is de ondernemers zo veel als mogelijk te ondersteunen en te faciliteren. Echter, uiteindelijk heb je als sector wel omzet nodig, zo simpel is het. Indien de omzet wegvalt door bijvoorbeeld een lockdown is het enige wat een bedrijf nog overeind kan houden liquiditeit, maar die eet je op. Alles moet dan in het teken staan om deze op peil te houden.'

Ze zeggen altijd dat in tijden van crisis de echte ondernemers boven komen drijven.

Wals: 'Eens. Ondernemers grijpen in waar nodig, zien kansen en komen met oplossingen. Een mooi voorbeeld is onze participatie Hollandirect, een exporteur van bloemen en planten naar Frankrijk. Frankrijk ging in een *total lockdown* en de grenzen gingen op slot. Hierdoor kelderde de omzet van het bedrijf naar praktisch nul. Het complete bedrijf kwam stil te liggen en alle mensen konden naar huis. Maar de ondernemers zelf hebben die tijd benut om hun webshop flink onder handen te nemen en op zoek te gaan naar nieuwe klanten. Sinds de lockdown opgeheven werd is de omzet met ongeveer 22 procent



‘Eén van onze grootste uitdagingen is inschatten hoe een ondernemer reageert op hoogte- en dieptepunten’

Rolf Metz (50) deed na zijn studie bedrijfskunde (Nyenrode) ervaring op bij NIBC Bank NV (De Nationale Investeringsbank NV), een bank gespecialiseerd in langetermijn-ondernemingsfinanciering. In 2000 trad hij bij Écart in dienst als investment manager. In 2006 werd hij benoemd tot directeur van Écart. Hij heeft tien jaar deel uit gemaakt van het bestuur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP).

gestegen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Die ondernemers bleven niet in een hoekje zitten afwachten op wat komen ging, maar zijn aan de slag gegaan om zijn bedrijf te verbeteren.'

Metz: 'De meeste ondernemers zie je inderdaad opstaan wanneer het even niet goed gaat. Toch komt het wel eens voor dat zo'n ondernemer anders acteert als de wereld er anders uitziet dan wat je van tevoren had bedacht. En dat is ook één van de grootste uitdagingen van ons vak als investeerder: inschatten hoe die ondernemer reageert op hoogte- en dieptepunten.'

Brengt deze markt voor jullie als investeerder ook nog nieuwe kansen met zich mee? We kunnen ons voorstellen dat ondernemers door de situatie wat ontvankelijker zijn voor een investeerder.

Metz: 'Als je niet hoeft te verkopen, dan zou je zeggen: in coronatijd ga ik niet verkopen. Ik heb alleen zicht op onze drie marktsegmenten, maar er worden gewoon informatiememoranda gemaakt. Ik zeg niet dat die bedrijven al verkocht worden, maar de overnamemarkt gaat wel gewoon door.'

Van Boxtel: 'Wij zien ook het tegenovergestelde; de ondernemers die met hun bedrijf geprofiteerd hebben van de afgelopen maanden en nu denken: verkopen. Die hebben het best goed gedaan in crisis en wie weet wat er gebeurt als er een diepe recessie dreigt? Die willen juist nu verkopen. Er zullen ongetwijfeld de komende maanden bedrijven komen die het door de crisis moeilijk hebben. Maar wij willen absoluut niet gezien worden als lijkenpikker. Je wilt niet profiteren van een situ-

atie die tijdelijk is voor een ondernemer en waar jij dan voor een dubbeltje op de eerste rang zit. Je stapt ook liever in een bedrijf dat naar je toekomt uit kracht dan uit zwakte.'

Wals: 'Je hebt eigenlijk drie scenario's: bedrijven die getroffen zijn en die uit nood moeten verkopen. Die gaan er komen, maar dat is voor ons geen kans. Wij zijn geen restructuring-partij. Het tweede scenario is bedrijven die veel beter gaan in coronatijd en waarvan die ondernemers denken: ik kan nu de hoofdprijs krijgen. Gevaar voor hen is wel dat dan tijdens de *due diligence* blijkt dat bijvoorbeeld van de twee miljoen EBITDA zo'n vijf ton coronagerelateerd is, dus dat is niet structureel. En dan komen ze qua prijs van een koude kermis thuis. En het derde scenario is bedrijven die nagenoeg geen impact van de coronacrisis voelen. Bij die ondernemers is wellicht wat in hun hoofd veranderd en denken: ik heb geluk gehad in deze crisis, een groot deel van mijn vermogen zit in de zaak, ik ben 55 jaar en wil eigenlijk wel een stuk vermogen veilig stellen middels een gedeeltelijke verkoop.'

Hebben jullie op dit moment wel tijd voor nieuwe investeringen?

Metz: 'Natuurlijk moeten we ook tijd besteden aan portfolio-management. Maar wij zijn koper en we blijven ook in crisistijd koper.'

Wals: 'Wij gaan gewoon door. We hebben dit jaar al vijf transacties gedaan en in coronatijd zelfs twee participaties verworven. Momenteel zijn we ook bezig om twee participaties te verkopen. Als je kijkt naar de prijzen in de markt, dan zien wij niet een soort aangepaste corona-*multiple*. Dat komt mede doordat er genoeg geld in de markt is en iedereen op zoek is naar goede bedrijven, waar er op dit moment minder van zijn. Corona of niet, als de winstgevendheid stabiel of groeiend is, het management goed en betrokken is en de vooruitzichten positief zijn, dan zijn er altijd kopers.'

Uiteindelijk maken jullie pas rendement als de bedrijven waarin jullie investeren verkocht worden. Er wordt wel eens gezegd dat Nederland te klein is voor een goed exit-klimaat. Ervaren jullie dat ook zo?



‘Wij gaan voor balans, lange termijn en persoonlijke relaties, een bedrijf is geen handelswaar’

Désirée van Boxtel (51) heeft bijna dertig jaar ervaring in zowel private equity als ondernemerschap. Ze heeft ABN AMRO Participaties voor het mkb opgebouwd en gemanaged en portefeuilles van informal investors gemanaged. De laatste negen jaar vóór Karmijn Kapitaal was ze ondernemer. Ze is onder andere haar eigen bedrijf gestart en heeft dit met succes in 2007 verkocht.

Metz: 'Nee, dat ervaar ik niet zo. Er zijn voldoende strategische kopers of grotere investeringsmaatschappijen die onze participaties zouden kunnen kopen. Alleen voor de allergrootste bedrijven waarin we participeren, boven de honderd miljoen euro omzet, zou dat een probleem kunnen zijn. Voor zulke bedrijven moet je ook over de grens kijken.'

Van Boxtel: 'Ik ervaar het niet dat Nederland te klein is. Maar wij zien wel dat het juist de ondernemers van onze bedrijven zijn die een internationale koper verkiezen boven een Nederlandse. Die willen opschalen in het buitenland, zoeken wereldwijde distributiekraacht of willen nieuwe markten veroveren. Tja, wat ga je dan bij een Nederlandse partij doen?'

Wals: 'Andersom loont het voor een internationale kopers pas wanneer een

bedrijf door de tien à twaalf miljoen EBITDA heen gaat, anders wegen de kosten van het beheer niet op tegen de investering. Boven de vier, vijf miljoen EBITDA heb je in ons land een groot aanbod aan PE-fondsen en *family offices* die deze bedrijven kunnen kopen. Daaronder is het naar mijn mening beduidend moeilijker om een goede exit te maken.'

Het aantal private equity-partijen is de afgelopen jaren verdubbeld of misschien wel verdrievoudigd. Wat is jullie onderscheidend vermogen nu de concurrentie toeneemt?

Van Boxtel: 'Wij zijn Karmijn begonnen omdat we geloven dat *private equity* anders moet en kan, met als belangrijkste speerpunten meer balans binnen bedrijven. Dat kun je overal op toepassen: niet alleen

een balans tussen mannen én vrouwen, maar zeker ook op die tussen de financiële spreadsheet en zorg voor het bedrijf, op de combinatie van korte en lange termijn en risico's nemen, maar ook het managen. Ondernemers kiezen ons vanwege onze focus op die balans en de persoonlijke relaties. Ons onderscheidend vermogen ligt er ten eerste in dat we een bedrijf niet als handelswaar zien, maar als een entiteit die is opgebouwd uit mensen en die op lange termijn een scheppend bedrijf en werkgever moet zijn. Daarnaast spreken we vaak met bedrijven van de eerste eigenaar. Die zitten vaak in een fase dat ze meer moeten gaan structureren en managen, professionaliseren of naar het buitenland moeten gaan om te groeien. Dat is de fase waar wij als investeringsmaatschappij goed in zijn. Wat wij meebrengen is kennis over internationalisatie, over professionalisering, over het opbouwen van een managementstructuur die gaat werken voor zo'n bedrijf.'

Metz: 'Wij investeren voor de lange termijn uit één fonds, wij noemen dat ook wel *buy and hold*. Dat betekent dat de investering bij ons er niet in een paar jaar uit hoeft. Dat is fundamenteel afwijkend van het standaard *private equity*-model, waarbij diverse fondsen worden opgericht die opgebouwd en afgebouwd moeten worden. Een ondernemer weet dat wij erin zitten voor de marathon en niet de sprint. Dat is daadwerkelijk een reden voor sommige ondernemers om voor ons te kiezen. Daarnaast is onze visie dat het geld ruim beschikbaar en goedkoop is. Als jij als investeerder die bedrijven verder wilt helpen, dan moet je niet alleen kapitaal beschikbaar stellen, maar meer verstand krijgen van de branche waarin zo'n bedrijf actief is. Daarom hebben wij vijf jaar geleden ook een sectorfocus aangebracht en gezegd: laten we ondernemers niet alleen bijstaan met kapitaal, maar ook echt met kennis en kunde.'

Wals: 'We hebben een duidelijke focus op groothandelsbedrijven en IT-dienstverleners met een EBITDA tussen de vijf ton tot drie miljoen. Daarnaast participeren we louter via *pre-exits*, waarbij de ondernemer dus aanblijft. En vanwege ons *track record* met *buy and build*-strategie komen veel ondernemers naar ons toe. Ze zien kansen door te groeien met *add-ons*, maar weten niet hoe dat spel werkt, wat de waarde van een bedrijf is of hoe ze een deal



‘Als je kijkt naar de prijzen in de markt, dan zien wij geen aangepaste corona-multiple’

Thomas Wals (36) is sinds eind 2011 verantwoordelijk voor het dagelijks management van MKB Fonds als geheel. Hij houdt zich bezig met het selectie- en investeringsbeleid van de participatiefondsen en vervult hij de functie van dagelijks beleidsbepaler. Daarnaast is hij medeverantwoordelijk voor de financiële organisatie en de fondsenwerving, alsmede de selectie, verwerving en het beheer van de participaties van het fonds.

moeten structureren en financieren. Daar zit onze kracht, want dat is ons vak.'

Tot slot, hoe kijken jullie naar 2021?

Van Boxel: 'Een bijkomend voordeel van de afgelopen maanden is dat we bij alle bedrijven de strategie opnieuw tegen het licht hebben gehouden. Zitten we op de goede weg, moeten we het verdienmodel wijzigen of moeten we juist vol gas geven op groei? Hoe volgend jaar er exact uit gaat zien, is lastig te voorspellen. Maar er komt wel een tijd aan met veel bedrijven die op de markt komen, van ondernemers die die zo'n hevige crisis niet nog een keer alleen willen meemaken.'

Metz: 'Door de coronacrisis zijn er zeker een aantal kansen voor ons, zoals bedrijven in de verpakkingenbranche die op zoek zijn naar een kapitaalcrachtige partij. Ik voor-

zie voor onze huidige participaties voor de toekomst dat sommige veranderingen blijvend zullen zijn. Het bedienen van je klant op afstand is meer geaccepteerd geworden, zoals in de dienstverlening. Het waren de professionals die altijd zeiden: werkt niet. Nu moesten ze wel door noodzaak en iedereen heeft gezien dat dat prima werkt.'

Wals: 'Ik ben positief over de toekomst. We doen nog steeds investeringen en bovendien hebben we net weer een nieuwe *fundraising* gedaan. Dit wordt het vijfde fonds, wederom met een omvang van twintig miljoen euro, waardoor ons beheerd vermogen stijgt naar 75 miljoen euro. De interesse onder beleggers en particulieren is enorm, want we waren in twee weken tijd overtekend. Dus ook aan de kant van het geld ophalen is het nog altijd prima zaken doen.' ●