



Mark van Rijn



Robert De Boeck



‘Soms zijn we al zes jaar met een bedrijf in gesprek’

NA EEN TURBULENT CORONAJAAR zag private equity de fusie- en overnamemarkt in 2021 weer flink aantrekken. Een gesprek met drie ervaren investeerders over de strijd om mooie bedrijven, het belang van goede exit-afspraken en het gevaar van *buy-and-build*. ‘Je moet er voor waken dat het niet een soort hobby van de ondernemer wordt.’

Tjalko Reedijk

Volgens de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) ontvouwde het ‘coronajaar’ 2020 zich als een drieluik: voor de *lock-down* was er een voortzetting van de markt zoals die was in 2019. In het tweede kwartaal werd alle aandacht gevestigd op het gezond houden van de deelnemingen. En vanaf het derde kwartaal verschoof de aandacht weer naar nieuwe investeringen. Een herkenbaar beeld, beamen *Mark van Rijn* (Bolster Investment Partners), *Robert De Boeck* (Antea Participaties) en *Tjalko Reedijk* (Pindustry). De drie ervaren private equity-investeerders schuiven begin november aan ten kantore van *Brookz* op het Amsterdamse Science Park. Het gesprek gaat over de laatste stand van zaken op de Nederlandse fusie- en overnamemarkt, opvallende trends en ontwikkelingen en natuurlijk de vooruitzichten voor 2022. Van Rijn is partner bij Bolster Investment Partners, een investeringsmaatschappij die binnenkort het tweede fonds ter grootte van ruim 200 miljoen euro sluit. Bolster investeert met een lange flexibele investeringshorizon in Nederlandse ondernemingen en is gespecialiseerd in minderheidsbelangen. Momenteel heeft de Amsterdamse investeerder belangen in onder andere meteorologische informatie-aanbieder Infoplaza, trofee-producent Thophy Assets en specialist in snij- en decoratiegroen Adomex. De Boeck is oprichter en directeur van Antea, dat bezig is het negende fonds op te tuigen van ten minste 25 miljoen euro. In 1999 startte de Haagse investeringsmaatschappij als één van de eerste participatiemaatschappijen gericht op het MKB van Nederland. Antea heeft een generiek fonds met onder andere deelnemingen in consultancybureau Frisse Blikken, elektrotechnisch installatiebedrijf Gouweloos en Interhal, distributeur van non-food producten. Reedijk is managing partner en samen met Andries Verder oprichter van Pindustry uit Utrecht. Deze private investeringsmaatschappij heeft een gekapitaliseerd eigen vermogen van vijftig miljoen euro en investeert in innovatieve industriële bedrijven in de Benelux, UK en Duitsland. Pindustry participeert momenteel onder andere in geurreductie-specialist Aerox, ontwikkelaar van waterstofstankstations Resato en melkrobotproducent Fullwood Packo.

We kijken nog even terug naar vorig jaar. Heeft corona voor jullie als investeerder structureel iets veranderd?

Van Rijn: ‘Niet zozeer voor onze werkwijze. Maar het analyseren van bedrijven is lastiger geworden. Er zit meer onzekerheid in de cijfers door gekke schommelingen in de markt. Ondernemers waarbij de zaken goed gingen, zeggen dan: dat komt niet door corona. En ondernemers waarbij de zaken slecht gingen, zeggen: dat komt door corona. Als investeerder moet je daar wel je eigen gevoel bij krijgen. En dat maakt het nu wel complex bij proposities. Eigenlijk zou je twee jaar verder willen zijn, om goed te zien wat corona-gerelateerde effecten zijn en wat structureel is voor dat bedrijf.’

De Boeck: ‘Toen de coronapandemie uitbrak, was investeren een beetje als tennissen in het donker: je had geen idee welke richting het opging. En dat gold voor de hele overnamemarkt. Pas in het vierde kwartaal zag ik weer een opleving. Dat vertrouwen zie je in 2021 helemaal terugkomen, op dit moment is de *dealflow* zelfs onvoorstelbaar hoog. En dat komt met name door de groei van het aantal pre-exits. Corona heeft veel ondernemers aan het denken gezet: ze vinden het niet meer zo prettig om al hun eieren in één mandje te hebben zitten.’

Reedijk: ‘Corona was bij één van onze participaties juist een *trigger* voor ondernemerschap. Aerox is leverancier van geurreductie-machines aan bedrijven als Continental, Cargill en Nestlé. Wereldwijd staan er 400 machines die regelmatig onderhouden moeten worden, anders lopen ze vast. Maar door corona konden onze gespecialiseerde monteurs ineens niet meer reizen. Binnen drie weken heeft Aerox toen een pakket samengesteld met een statief met camera, een internetdongel en een voorgeprogrammeerde laptop. Dat pakket verstuurd we dan naar Canada of China, waar een lokale monteur, online aangestuurd vanuit Nederland, stapje voor stapje de zes uur durende operatie uitvoerde. Drie maanden later werkten we zelfs met een Google-bril, wat de operatie wat makkelijker maakte. Deze nieuwe werkwijze van service op afstand is blijvend. De les is dat als je als bedrijf tegenwoordig wil overleven, je in ieder geval snel moet kunnen schakelen.’

De meeste participatiemaatschappijen hadden in 2020 hun handen vol aan het managen van de bestaande portefeuille. Het leek ons in ieder geval geen goed jaar om een bedrijf te verkopen.

De Boeck: ‘Gek genoeg hebben wij vorig jaar aan de exit-kant het beste jaar in het dertigjarige bestaan van Antea gekend. De verkoop van adviesbureau Palladio aan investeerder Gilde en APOC Aviation, specialist in vliegtuigonderdelen, aan Egeria leverden een rendement op van respectievelijk 57 en 73 procent per jaar. Palladio was coronaproof, maar APOC was dat zeker niet. Omdat het opkopen van gebruikte vliegtuigen veel werkkapitaal kost, zocht het management van APOC begin 2020 een sterke financiële partner. Februari 2020 hadden we een mondeling akkoord met investeerder Egeria. Een paar weken later werd in Nederland de *lock-down* afgekondigd. Toen was de vraag: wat gaat Egeria doen? Wij wilden geen euro van de prijs afhaken, want APOC is een pareltje. Uiteindelijk is de deal doorgegaan tegen de oorspronkelijke condities. Investeerders of strategische kopers met een lange adem zijn bereid om door een crisis heen te kijken.’

Van Rijn: ‘Vorig jaar hebben we inderdaad geen bedrijven verkocht, maar de afgelopen paar maanden hebben we drie verkopen gedaan en alle drie aan een straatteeg. In één geval was de waardering onverwacht hoog. Bij die andere twee exits waren we zeer tevreden over de prijs. We zijn niet *exit-driven*, maar je ziet dat er op dit moment heel goede prijzen worden betaald, mede door het vele kapitaal wat er in de markt is. Er heerst juist een goed exit-klimaat.’

Reedijk: ‘Wij hebben met Pindustry tot nu toe nog geen enkele exit gedaan. We hebben sinds onze oprichting in 2014 stapsgewijs zeven acquisities gedaan en we nemen nu eerst de tijd sterke bedrijven te bouwen samen met het management.’

Er is ontzettend veel kapitaal beschikbaar, bijna wekelijks komt er wel een nieuwe investeringsmaatschappij bij die zich richt op het MKB. Leidt dat niet onvermijdelijk tot elkaar willen aftroeven en prijsopdrijving?

Van Rijn: ‘Zo zie en ervaar ik dat niet. Met Bolster zitten wij niet zo in die competitie-achtige biedingen. Uiteindelijk is



‘Er heerst juist een goed exit-klimaat en er worden momenteel heel goede prijzen betaald’

Al van jongs af aan stroomt bij **Mark van Rijn** het ondernemersbloed, als kind in de zaak van zijn ouders. Zijn carrière startte Van Rijn bij Conquaestor, waar hij zijn eerste ervaring opdeed in het adviseren van financiële afdelingen. De passie voor de combinatie van inhoud en implementatie bracht hem via Kempen Corporate Finance bij Van Lanschot Participaties, de voorloper van Bolster.

het voor ons meer een relatie-business. Het draait niet alleen om de prijs, er moet vooral een klik zijn met de ondernemer. Voordat wij investeren kunnen er al jaren verstreken zijn sinds het eerste contact. In het geval van onze deelneming in Oceanwide Expeditions, dat kleinschalige avontuurlijke expeditiecruses naar de poolgebieden organiseert, duurde het zes jaar. Het grote voordeel daarvan is dat je al een film van zes jaar hebt van zo'n onderneming. Doordat we het van dichtbij kunnen monitoren stap je ook met veel meer vertrouwen in het bedrijf.'

We begrijpen dat jullie liever niet tegen

elkaar opbieden om uiteindelijk de hoofdprijs te betalen. Maar wat onderscheidt jullie dan van andere investeringsmaatschappijen?

Reedijk: 'Pindustry staat voor Partners In Industry. We zijn met eigen geld gefinancierd en hebben daardoor ook niet te maken met een exit-horizon of *investment committees*. Wij investeren ons eigen kapitaal met een focus op industriële bedrijven, want daar hebben wij verstand van. We zoeken naar bedrijven met een schaalbaar product, waar we gezamenlijk een versie 2.0 of 3.0 van kunnen maken en de internationale markt kunnen betreden. Het geld wat we hebben, willen we inves-

teren om die bedrijven naar een volgende fase te helpen groeien. We nemen eigenlijk altijd meerderheidsbelangen of sterke minderheidsbelangen met goede rechten.'

De Boeck: 'Ons specialisme is het MKB, dat gaat van horeca tot aan vliegtuigen, en dat doen we nu al dertig jaar. Ons trackrecord schept vertrouwen, zowel bij ondernemers als investeerders, dus ik durf die competitie wel aan. Wij geven de ondernemer veel vrijheid, hij of zij is de ziel van de onderneming. We helpen de ondernemer als hij wil, maar je moet de ondernemer vooral laten ondernemen. Onze investeerders zijn merendeels oud-ondernemers afkomstig uit diverse sectoren met verschillende achtergronden. In overleg met het management van de participatie wordt één van onze investeerders commissaris bij de onderneming. Dat vindt zo'n ondernemer erg fijn, want de meesten hebben geen natuurlijke sparringpartner.'

Van Rijn: 'Wij investeren uitsluitend in bedrijven die marktleider zijn in een bepaalde niche. Daarbij nemen wij meestal een minderheidsbelang en hebben we een flexibele investeringshorizon van achttien jaar. Met zo'n DNA trek je voornamelijk familiebedrijven aan, want een familie wil niet altijd een meerderheid van de aandelen uit handen geven. In zo'n situatie nemen we ook geen *drag-along-clausule*, het 'meesleeprecht' dat medeaandeelhoud-



‘Tijdens corona was investeren als tennissen in het donker: je had geen idee welke richting het opging’

Robert De Boeck ontwikkelde in 1992 binnen Staal Bankiers de unieke formule van een participatiemaatschappij voor het midden- en kleinbedrijf waarbij het kapitaal bijeen wordt gebracht door informel investoren. De Boeck realiseerde in maart 1999 een management buy-out, waarbij de participatiefondsen werden verzelfstandigd en wat leidde tot de oprichting van Antea. Is sinds 2014 vaste columnist voor *Quote*.

een platformbedrijf om vervolgens via acquisities een bedrijf met meer omzet en daarmee een hogere multiple te creëren. Is zo'n buy-and-build-strategie ook het spel dat jullie spelen?

De Boeck: ‘Ik vind buy-and-build vaak een soort vlucht naar voren. De onderneming moet ook zonder buy-and-build-strategie een interessante propositie zijn. Het probleem is: je weet nooit of er iets interessants voorbij komt en wanneer. In een fondsstructuur zoals bij Antea is het ook nog eens lastig om eindeloos geld apart te houden voor *add-on*-overnames die zich misschien nooit gaan voordoen.’

Van Rijn: ‘Het verschilt heel erg per bedrijf en vooral per sector. Je ziet sectoren waar een consolidatieslag gaande is en waar het echt veel waarde kan toevoegen. Ik ben absoluut geen fan van het kopen van bedrijven om er een soort lappendeken van te maken en er multiple-arbitrage op toe te passen. Dat werkt in ons investeringsmodel ook niet, want we hebben geen exit-horizon. Maar als je een gezond bedrijf bent en je komt een mooi bedrijf tegen op de overnamemarkt dat jou bijvoorbeeld toegang geeft in een aanpalende industrie of regio, dan kan buy-and-build wel degelijk een interessante optie zijn.’

Reedijk: ‘Wij participeren in Fullwood Packo, een bedrijf dat melkrobots produceert. Die melkrobot wordt gekoppeld aan

ders kan verplichten hun aandelen ook te verkopen, op in de aandeelhoudersovereenkomst. Als wij 30 procent van de aandelen hebben en de familie heeft 70 procent, dan vinden wij het heel gek dat wij over zes jaar kunnen zeggen: we gaan het hele bedrijf in de markt zetten. Dat maakt ons redelijk uniek in investeringsland.’

Hoe zit dat bij de andere twee investeringsmaatschappijen. Nemen jullie de verplichting aan de ondernemer om na verloop van tijd mee te moeten verkopen wel op in jullie voorwaarden?

De Boeck: ‘Zeker. Wij doen ook minderheidsbelangen, maar wel altijd met een *drag-along*. Dat zien we meer als selectie aan de poort. Iemand die niet wil verkopen en het bedrijf altijd binnen de familie

wil houden, die zal die clause niet accepteren. Dat hebben we dan maar liever duidelijk voordat we met elkaar in zee gaan. Want als investeringsmaatschappij willen wij uiteindelijk binnen zeven jaar wel een exit realiseren.’

Reedijk: ‘Voor ons kan die horizon langer zijn, we stemmen die af op de behoefte van het bedrijf en in overleg met de ondernemer. Een *drag-along* tussen aandeelhouders, vaak pas van kracht na enkele jaren, hoort wat ons betreft wel tot de *governance*. Uiteindelijk moet er een mechanisme zijn waarbij partijen iets kunnen forceren om door te gaan. Anders ben je, theoretisch gezien, tot in de lengte van jaren tot elkaar veroordeeld.’

Veel investeringsmaatschappijen kopen



‘Als je als bedrijf tegenwoordig wil overleven, moet je snel kunnen schakelen’

Voor **Tjalko Reedijk** begon zijn carrière bij Boer & Croon Restructuring. Daarna maakte hij de overstap naar de food-industrie, waar hij diverse Europese fabrieken aanstuurde, om vervolgens in 2009 bij de Verder Groep in dienst te treden op het gebied van business development. Vijf jaar later richtte hij met oprichter Andries Verder de investeringsmaatschappij Pindustry op, een private investeringsmaatschappij die uitsluitend gefinancierd is door de eigenaren.

plaatje te leggen en om de businesscase te schrijven. Voor je het weet ben je één, twee, drie keer per week op pad om met overnamekandidaten te praten.’

Tot slot, hoe kijken jullie als investeerders tegen de economie en overnamemarkt in 2022 aan?

Van Rijn: ‘Ik denk dat er vooral wat meer rust in de markt komt. Bij een bedrijfsverkoop konden wij pre-corona redelijk uittekenen met welke partijen we gingen praten, hoeveel de bank wilde financieren en waar de prijs ongeveer ging uitkomen. Op dit moment is dat veel moeilijker in te schatten door uitschieters naar boven en naar beneden. Maar ik denk dat die grilligheid afneemt volgend jaar.’

Reedijk: ‘Ik verwacht volgend jaar een kleine *slow down* van de economie, waardoor ook de overnamemarkt iets kan afkoelen. Dat maakt overigens voor ons niet zoveel uit, wij gaan volgend jaar gewoon twee acquisities doen.’

De Boeck: ‘Het mooie van private equity is dat we niet afhankelijk zijn van het economische klimaat, zoals op de beurs. Of het nou een goed jaar of een slecht jaar is, ik zie al dertig jaar zo’n 150 en 200 propoities per jaar voorbij komen. Ook in een slecht jaar kunnen we exits met een uitstekend rendement realiseren.’ ●

een opslagtank met 20.000 liter melk. Fullwood Packo produceerde zelf geen melktanks. De boer echter vraagt om een integraal systeem van melkrobot, opslagtank en aansturing. Dan staan wij voor de vraag: gaan we dat helemaal zelf ontwikkelen? Kunnen we doen, hebben we ook een miljoeneninvestering voor nodig en zijn we drie tot vier jaar verder voordat we een *ready proven product* hebben staan. Of gaan we een bedrijf acquireren die deze techniek al voor elkaar heeft? In dit geval hebben we er voor gekozen om een tankbedrijf te kopen, omdat dat een snellere klap is naar de oplossing. Ben je dan bezig met buy-and-build? Wij zijn vooral bezig met een bedrijf bouwen dat ‘past’. Niet zozeer vanuit multiple-waarde, maar vanuit de markt en het oplossen van een

vraagstuk. Die waarde komt dan vanzelf wel over drie, vijf of tien jaar, als er een mooi industrieel techbedrijf staat.’

Ondernemers zijn zelf ook steeds meer bezig met groeien door overnames, blijkt uit onderzoek van Brookz. Wat vinden jullie daarvan?

De Boeck: ‘Je moet er ook voor waken dat het niet een soort hobby van de ondernemer wordt. M&A is het mooiste vak ter wereld, maar een ondernemer moet vooral binnen zijn eigen bedrijf ondernemen.’

Reedijk: ‘Wat ik er gevaarlijk aan vind is als buy-and-build op het bordje van het zittende management komt. Die hebben hun handen vol aan het runnen van de lopende business. De meeste ondernemers zijn ook niet uitgerust om het analytische