

### FISCALE HEFBOOM

Het zint die sceptische Hollanders niet dat de Angelsaksische partijen het genereren van cash belangrijker vinden dan het plezier van de andere stakeholders. Activa (machines en gebouwen) worden verkocht om deze vervolgens terug te leasen. Rekeningen van de overgenomen onderneming worden plots later betaald, terwijl klanten vriendelijk doch dringend verzocht wordt rekeningen eerder te betalen. Ook zouden werknemers worden uitgeknepen.

Maar het belangrijkste kind van de private-equityrekening is de belastingbetaler. Door de financiering van hun overnames met vrijwel alleen vreemd vermogen kunnen de overgenomen private-equitybedrijven hoge rentelasten aftrekken van de winst. Zo hoeven zij een stuk minder aan de fiscus af te dragen. Bedrijven als Ziggo en Birds Eye Iglo Group (voormalige divisie Unilever) maken optimaal gebruik van de fiscale hefboom en hebben zelfs een negatief eigen vermogen. Saillant detail hierbij is dat de opkoopfondsen vaak een deel van de leningen verstrekken om zelf gebruik te maken van de Nederlandse belastingregels. Naar schatting loopt de (Nederlandse) fiscus door de beruchte private-equitymethode jaarlijks honderden miljoenen euro mis.

### GEEN UITVERKOOP

Het is de vraag of het Nederlandse scepsis terecht is. Het verdient in ieder geval nuancering. Er kan niet gesproken worden van een 'Nederlandse uitverkoop', waarbij ondernemingen voor een prikkie in buitenlandse handen kwamen. Veel van de overnames gebeurden op het hoogtepunt van de markt en dan pakte een investering al gauw verkeerd uit.

Zo kocht een syndicaat chipmaker NXP in 2006 vlak voor het in elkaar klappen van de markt voor zo'n 8,3 miljard euro. In hetzelfde jaar betaalden Kohlberg Kravis Roberts (KKR) en consorten eveneens de hoofdprijs voor uitgever VNU (7,5 miljard euro). Door de kwakkelende chip-, respectievelijk advertentiemarkten moesten beide partijen

## HEMA: PAST IN KRAAM VAN AHOLD

**Wie en wat.** Durfinvesteerder Lion Capital nam in 2006, na een biedingsstrijd tussen verschillende private-equitypartijen, de Hema over voor 1,3 miljard euro. Het jaar daarvoor was de Hema onderdeel van Vendex KBB dat van de beurs werd gehaald door Cinven, Permira en KKR. Geschiedenis. De eerste Hema werd geopend in 1926 in Amsterdam door de directie van de Bijenkorf. In die tijd kwamen alleen de rijken in warenhuizen en met de Hema wilde men met goedkope praktische artikelen het lagere segment van de markt aanboren. De Hema staat voor de Hollandsche Eenheidsprijzen Maatschappij Amsterdam: alle artikelen waren te koop voor de eenheidsprijzen 10, 25, 50, 75 cent en een gulden. Na de Tweede Wereldoorlog werd dit systeem losgelaten.

**Private-equityjaren.** Onder Lion Capital is het retailconcern gegroeid. In 2009 opende het 49 winkels, waaronder zes in België. Sinds januari 2009 is er ook een Franse Hema, gevestigd in Créteil, een voorstad van Parijs. In 2010 wil Hema een soortgelijk aantal nieuwe winkels openen. "Waaronder een significant aantal buiten Nederland", aldus directievoorzitter Ronald van Zetten. Vooral Frankrijk wordt gezien als groeimarkt.

**Cijfers.** Hema geeft nauwelijks inzicht in haar financiële cijfers. Ondanks het lagere consumentenvertrouwen kon Hema in 2009 haar kasstroom verhogen. Zoals het private equity betaamt, boekte het bedrijf in hetzelfde jaar geen winst (-19 miljoen euro). Zonder de zware rentelasten was de winst uitgekomen op een respectabele 100 miljoen euro. Hema's hefboom verklaren verklaart de rentelasten: de Britten financierden slechts 25 miljoen euro van de totale overnamesom van 1,3 miljard euro (solvabiliteit: 2%). Eigenaar Lion Capital stortte vorig jaar 80 miljoen euro bij, waardoor de solvabiliteit nu rond de 8 procent ligt.

**Exit/beursambitie.** Met een groeiende omzet van ruim 1 miljard euro zou een beursgang Hema niet misstaan. Een andere weg is echter misschien waarschijnlijker. Het gerucht gaat namelijk dat Ahold, het moederconcern van Albert Heijn, interesse heeft in de Hema. Ahold heeft niet alleen een stevige oorlogskas (ongeveer 3 miljard euro) en overnameplannen, topman John Rishton wil ook zijn marktaandeel in non-foodartikelen (onder andere pannen en servies) uitbreiden. De Hema komt dan goed in zijn kraam van pas.

**Rendement.** Hoewel de Hema operationeel goed draait, lijkt het onwaarschijnlijk dat de investering van Lion Capital een paar keer over de kop is gegaan. Daarvoor hebben zij in 2006 eenvoudigweg te veel betaald.

**Commentaar vertegenwoordiger Lion Capital:** "We overwegen alle opties."

