

het vinden van herfinanciering een lastige klus blijken. Obligatiespecialisten twifelen er zelfs aan of de markt deze vraag kan absorberen.

Bedrijven met wat meer vlees op de botten zullen eerder in aanmerking komen voor herfinanciering. Bij enkele bedrijven namen private-equityfondsen dan ook maatregelen om de post eigen vermogen te versterken (Hema en Van Gansewinkel). Maar als het niet strikt noodzakelijk is, zitten private-equityfondsmanagers er niet op te wachten omdat de fiscus dan weer een groter stuk van de taart krijgt. Bovendien is bijstorten voor veel fondsen überhaupt geen mogelijkheid, omdat zij te maken hebben met investeerders die hun geld terugtrekken vanwege teleurstellende prestaties.

Het afstoten van (delen van) ondernemingen met een hoge schuldenlast is een manier om simpelweg om de grote schuldenberg heen te lopen. En dat is kennelijk waar Candover (Stork), het syndicaat met KKR aan het roer (NXP) en Cinven en consorten (Maxeda) druk mee bezig zijn. Maar

PRIVATE EQUITY MOET DE KOMENDE JAREN 190 MILJARD EURO HERFINANCIEREN

wie heeft interesse in die af te stoten ondernemingen? Tot vlak voor het uitbreken van de kredietcrisis kochten en verkochten private-equityfondsen bedrijven onder elkaar, maar die markt ligt nu zeker voor grotere ondernemingen zo goed als stil. Dan blijft er weinig anders over dan ze naar de beurs te brengen.

De laatste onderneming die hier door private equity naar de beurs werd gebracht was buizenfabrikant Wavin in 2006. Met het op de beurs opgehaalde geld werd het leeuwendel van de torenhoge schuld onmiddellijk afgelost. Tegenwoordig zijn er verschillende bedrijven waarvoor private equity langzamerhand op zoek is naar een uitweg en die in aanmerking voor een beursgang zouden kunnen komen. Drie mogelijke kandidaten passeren hier de revue. ■

ZIGGO: SERIEUZE KANDIDAAT

Wie en wat. Ziggo is het grootste kabelbedrijf van Nederland. Het bedrijf is door de private-equityhuizen Cinven en Warburg Pincus in de periode 2005-2007 bij elkaar gesprokkeld en bestaat uit Casema, @Home en Multikabel. In totaal werd 5,2 miljard euro voor de drie kabelaars betaald. Het bedrijf biedt zijn klanten, al dan niet gecombineerd, internet, televisie en telefonie aan.

Private-equityjaren. Sinds begin 2008 opereren de drie bedrijven onder de naam Ziggo. Een merknaam met weinig waarde. Klanten klagen over de slechte kwaliteit van internet, het aantal storingen en de slechte service. In consumentenprogramma's kwam de dienstverlening van Ziggo stevast als een van de slechtste naar voren. Inmiddels heeft het bedrijf veel gedaan om zijn relatie met de klant te verbeteren en dit lijkt vruchten af te werpen.

Cijfers. Ziggo is vrij transparant in zijn financiële verslaglegging. Ook de financiën van dit bedrijf verraden dat eigenaren Cinven en Warburg Pincus zo min mogelijk belasting wensen te betalen. De 'leverage' van de onderneming neemt door afboekingen op (immateriële) activa ieder jaar toe. Volgens het jaarverslag gaan banken akkoord met het negatieve eigen vermogen omdat de onderneming een degelijke operationele kasstroom heeft. Of dit echt zo is zal snel blijken, want het bedrijf is momenteel druk bezig om in Londen schuldpapier ter waarde van 1 miljard euro te herfinancieren.

(bedragen in miljoenen)	2009	2008	2007	2006
omzet	€ 1.284	€ 1.239	€ 1.094	€ 156
ebitda	€ 696	€ 626	€ 545	€ 92
(netto) operat. kasstroom	€ 688	€ 604	€ 582	€ 64
netto resultaat	-€ 247	-€ 353	-€ 265	-€ 32
eigen vermogen	-€ 669	-€ 394	-€ 41	€ 202
balanstotaal	€ 5.832	€ 5.969	€ 6.216	€ 3.428
solvabiliteit	-11,5%	-6,6%	-0,7%	5,9%

Exit/beursambitie. Ziggo wilde in 2008 al naar de beurs, maar het beursklimaat werkte niet mee. Nu de financiële markten opklaren en de klachtenstroom lijkt op te drogen, is een beursgang geen irreële optie. Ziggo is de grootste Nederlandse kabelaar en met een omzet van bijna 1,3 miljard euro een serieuze beurskandidaat.

Rendement. Warburg Pincus en Cinven betaalden 5,2 miljard euro voor de drie kabelaars. Dit lijkt een stevige prijs. KPN, de grootste concurrent op het gebied van 'triple play' (internet, telefonie en televisie), is op de beurs 6,7 keer zijn bedrijfsresultaat waard. Langs deze maatlat zou Ziggo nu ongeveer 4,6 miljard euro waard zijn.

Commentaar commercieel directeur Marcel Nijhoff van Ziggo: "Er zijn momenteel geen concrete plannen voor een beursgang, maar we houden alle opties open."

