

# Zegen èn vloek:

## De rol en impact van Private Equity in de tuinbouw

Wim Hulsink

Rotterdam School of Management - Erasmus Universiteit

11 maart 2025, Honselersdijk (ZH)



# Verschillende vormen van ondernemingsfinanciering

- Traditioneel: zelf-financiering, al dan niet via de familie (familielening)
- Banken, Public equity (financiering via de beurs: AEX (grootbedrijf), NPEX (MKB))
- Private equity:
  - Institutioneel: HAL, Synergia
  - Informeel: Familiekantoren (VP Capital, Navius)
  - Investeringscoöperatie (Horticoop, Growers United)

Voor de meeste kleine/middelgrote (familie)bedrijven waren/zijn banken de alpha en de omega van bedrijfsfinanciering: daar begint het idee en eindigt met een lening

- Maar de banken worden selectiever en doen minder en vooral grotere deals, komen de meer ambitieuzere tuinbouw(toeleverings)bedrijven wel door de screening heen?
- Opkomst van alternatieve bedrijfsfinanciering: *private debt* aanbieders (Bridge Fund), crowdfunding, kredietunies, private equity, etc.
- **Is private equity financiering misschien een alternatief voor deze bedrijven?**

# Wat is private equity?

= risicodragend vermogen voor de financiering van niet-beursgenoteerde bedrijven (deze gelden/fondsen worden gemanaged door private equityhuizen)

- Private equityhuizen investeren in een grote variëteit aan sectoren en bedrijven, en sinds kort ook de meer kennis- en kapitaalintensieve tuinbouw:
  - Bedrijfstakspecifieke versus bedrijfstak-agnostische fondsen en partijen: Horticoop vs Synergia
- Redenen voor private equity investeringen:
  - *Buy & build* (kralen rijgen) strategie: groei (innovatie, fusie/acquisitie, internationalisatie): HAL met GreenV
  - Turnaround strategie:
    - Van privaat naar privaat: reorganisatie/afstoting/sanering, strategische vernieuwing (RVZ))
    - Van publiek naar privaat: ondergewaardeerd bedrijf, wordt van de beurs gehaald, efficiency verbeterd, strategische vernieuwing wordt doorgevoerd (VP Capital: Hoogendoorn-Batenburg)
  - Opvolging: geen verkoop aan strategische partij, bedrijf blijft zelfstandig door private equity (RVZ)

# Private equity: onterecht controversieel, onterecht onbekend?

- *Onterecht controversieel?*
  - Klein aantal spraakmakende fiasco's: RJR Nabisco & TXU (VS) Hema & Estro (NL)
  - Groot aantal onbekende successen: Action/3i & Grandvision-Pearle/HAL
- *Onterecht onbekend?*
  - Geheimhouding en discretie is belangrijk voor de business en de sector als geheel
  - Selectief bekend bij journalisten en politici, onbekend bij werknemers, klanten, burgers
  - Groot verschil tussen Nederlandse en Angelsaksisch private equity bedrijven:
    - Goed burgerschap/community/stakeholders (NL) vs. Laissez-faire/shareholders (onwetendheid over medezeggenschap)
  - Veel empirische studies op sector en bedrijfsniveau in de VS en VK, niet of nauwelijks empirische bedrijfs(tak)studies in NL (weinig data beschikbaar)
- In overleg met de Topsector Tuinbouw, de sponsor van deze studie, is de volgende onderzoeksvraag ontwikkeld:
  - *Wat is de rol en impact van private equity op tuinbouw (toeleverings-)bedrijven?*

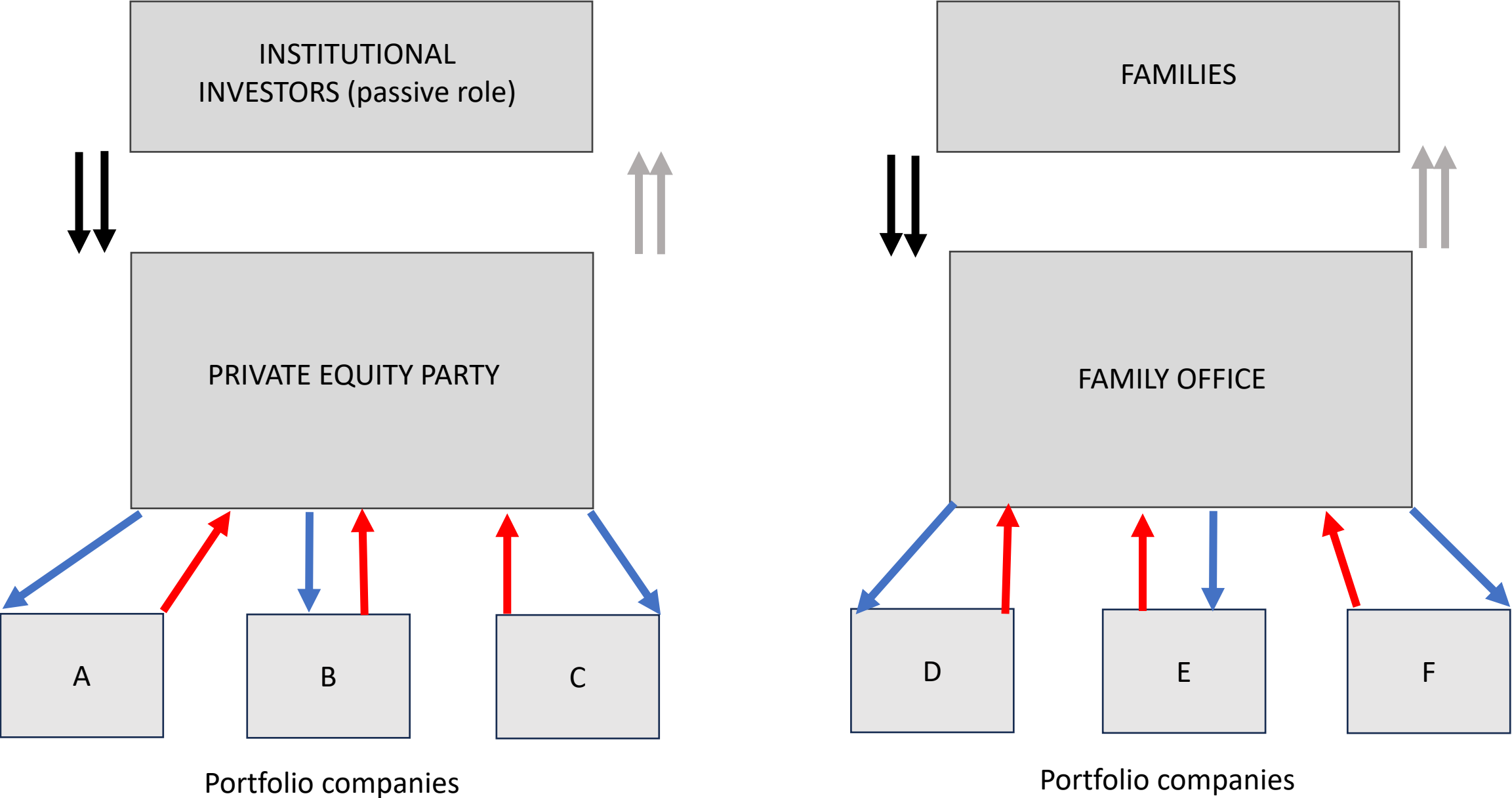
# Structurele veranderingen binnen de Nederlandse tuinbouw

- Tuinbouw is een belangrijke sector geworden:
  - Voedselzekerheid, export, duurzaamheid, kennis- en kapitaal-intensieve innovaties (resp. zaadveredeling en technische toelevering)
- Consolidatie en concurrentiedruk:
  - Opvolgingsproblematiek, schaalvergroting, groei,, en internationale expansie
- Sommige tuinbouw(toeleverings)bedrijven zijn ondernemender en proactiever geworden:
  - Doen zelf meer aan (eigen) onderzoek, zijn keten- en klantgerichter geworden en doen aan quasi-verticale integratie (turnkey projecten, systeem-integratie)
- Niet alleen uitgaande internationalisatie maar ook inkomende investeringen:
  - Participaties/acquisities van Nederlandse bedrijven door buitenlandse bedrijven (e.g. Certhon door Denso (Japan), Gakon door Netafim (Israel))
- Kennisbehoefte bij de meer ambitieuze tuinbouw(toeleverings)bedrijven over
  - Additionele financiering, interesse in nieuwe investeringsvormen en verder professionaliseren management en governance/toezicht

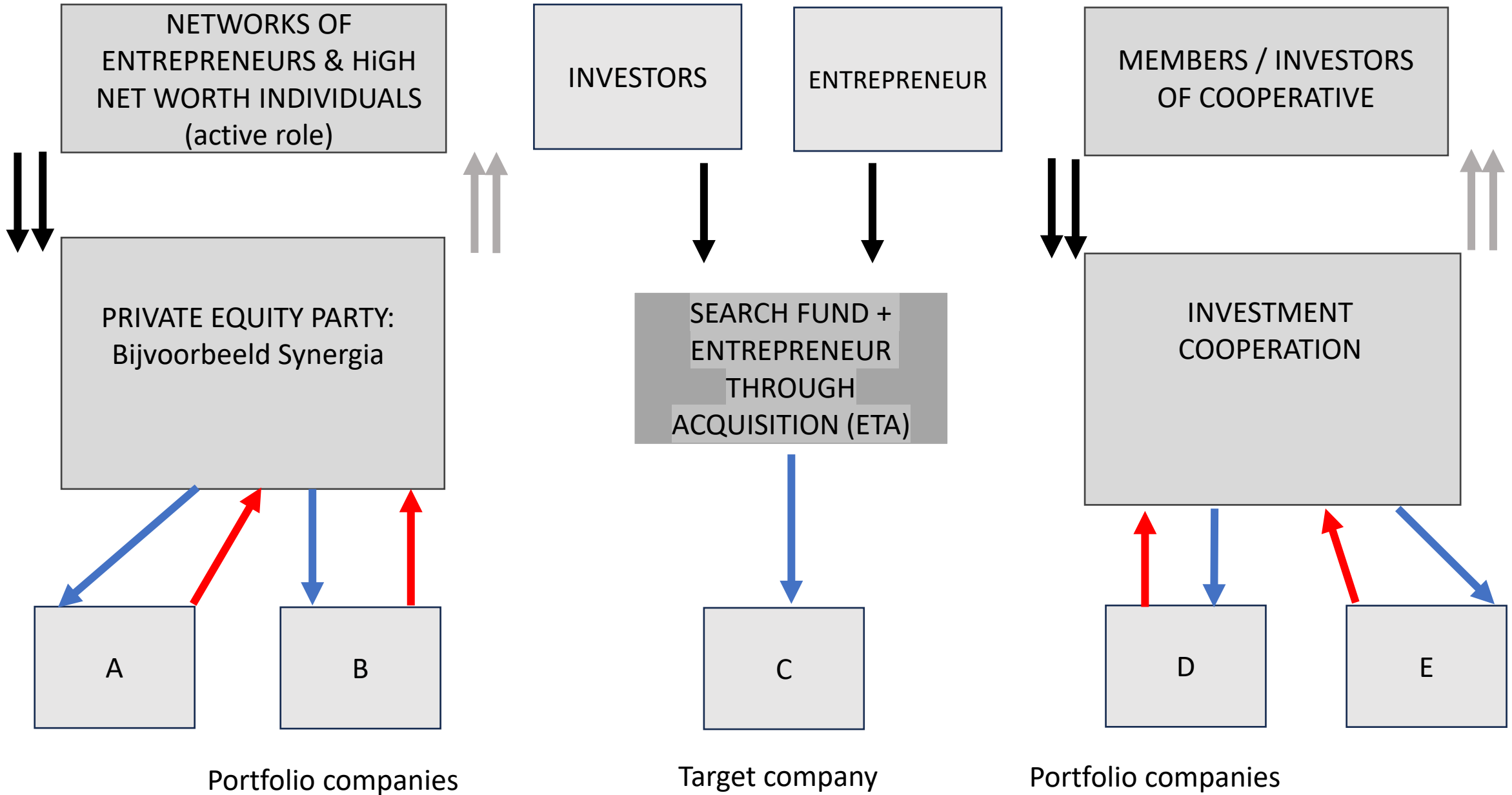
# De organisatie van Private Equity investeringen

- Private equityhuis creert een investeringsfonds met inleg van gelden van pensioenfondsen, verzekeraars, andere bedrijven en rijke families):
  - Insteek is economische waardecreatie na afloop van de termijn van het fonds (looptijd 6-10 jaar)
- Private equityhuis begint met scouting/screening van doelwitbedrijven voor acquisities
- Na selectie van bedrijf, onderhandelen, uitvoeren boekenonderzoek, opstellen van de deal:
  - Mix van eigen vermogen (inleg private equity: 30-50%) en vreemd vermogen (bankschuld 50-70%) zorgt voor hefboomwerking en uiteindelijk waardecreatie
- Monitoring en interventie
  - Actief aandeelhouderschap: sterke betrokkenheid bij management en toezicht (rapportages)
  - Relatief zware schuld zorgt, met aandelen voor topmanagers en prestatiebeloning (opties op aandelen, bonussen) voor disciplineren en commitment van management)
  - Investeren in *groei/expansie*: *groei* (innovatie, business development en acquisities) dan wel *turnaround* (reorganisatie, sanering en strategische vernieuwing)
- Exit/verkoop van portfoliobedrijf door private equity (na 4-7 jaar):
  - beursgang, verkoop aan strategische partij, andere private equity partij of het management

# FINANCING THROUGH PRIVATE EQUITY & FAMILY OFFICES



# THREE ALTERNATIVE INVESTMENT VEHICLES





# Mythes en feiten over Private Equity

- **Mythe 1:** *De financiële voordelen in PE gefinancierde bedrijven zijn te danken aan kosten besparingen en niet aan innovaties en groei.*
- **Mythe 2:** *De prestatieverbeteringen komen vooral door de disciplinerende werking van schuld.*
- **Mythe 3:** *Buyouts zijn een korte termijn en tijdelijke organisatievorm*
- **Mythe 4:** *Buyouts vinden voornamelijk plaats in volwassen markten met lage investeringsbehoeften*
- **Mythe 5:** *Buyouts zijn eenmalige activiteiten, uitgevoerd door een kleine club van individuen*

# De voors en tegens van Private equity (grootschalig empirisch onderzoek vooral in de VS en VK)

<u>Bedrijfsniveau:</u>	
➤ Operationele engineering (produktiviteit, kostenbeheersing)	+++
➤ Financiële prestaties	+++
➤ HRM beleid, medezeggenschap, werkgelegenheid	++ (groei en acquisities)
➤ Intern ondernemerschap, groei, expansie	+++
➤ Professionalisering management en toezicht	+++
<u>Niveau sector/economie/samenleving</u>	
➤ Werkgelegenheid	+/-, + (op macroniveau neutral (substitutie en recycling) en lichte groei (afhankelijk van de markt))
➤ Spill-over effecten richting concurrenten en ketenpartners	+ (belang voor de branche als geheel: rolmodel, onderlinge rivaliteit)
➤ Impact leveranciers, burgers, consumenten, samenleving	+/-, - onder druk zetten van leveranciers, hogere prijzen, belastingontwijking, belastingvoordelen (rente op schulden fiscaal aftrekbaar)

# De studie

- *Best/worst practices* in andere niet-tuinbouw sectoren en van andere niet-tuinbouw bedrijven
- Database opgebouwd van private equity investeringen en buy-outs in de NL tuinbouw
  - In totaal 60 acquisities en deelnemingen tussen 2010-2021, slechts 39 met private equity
  - De meeste transacties vonden plaats in 2021 (11)
- 6 cases over de rol en impact van private equity op tuinbouwbedrijven
  - 23 Interviews met ondernemers, investeerders en onafhankelijke experts
  - Secundaire bronnen: artikelen in vakbladen, de financiële pers, persberichten, jubileumboeken, etc.
- Keuze gemaakt voor management buy-outs (MBO) en private equity investeringen vanaf 2000:
  - Rijk Zwaan: MBO met Cebeco (1989), 2001 uitkopen van Cebeco door Maarten Zwaan, Anton van Doormalen en Ben Tax (geholpen door RABO), daarna snelle groei en expansie door zelffinanciering (30% van omzet aan R&D);
  - Incotec: management buy-out uit Seminis met NeSBIC (2002), verkocht aan ABN AMRO Participaties (2007), 2015 verkocht aan Croda (industriële partij)
  - Dummen Orange: management buy-out Agribio met H2O, fusie van Agribio & Dummen daarna Dummen Orange, 2015 verocht aan BC Capital partners
  - Royal van Zanten: verkocht als familiebedrijf aan Nimbus (2018), nog steeds portfoliobedrijf van Nimbus (2025)
  - Codema: verkocht aan Nordian Capital (2018), gefailleerd (2022), onvoldoende buffers om gevolgen driedubbele crises op te vangen
  - Atrium Agri: verregaande clustering van bedrijven als Havecon, VB en PB bedrijven (participatie Victus 2018) door bankfinanciering en uitkopen Victus tussen 2019-2022, integratie van andere bedrijven BOM, CambridgeHOK, VEK, etc. (2019-2024), meerderheidsparticipatie door Value Enhancement (VE) Partners (eind 2024)

# *Best practices niet-tuinbouw bedrijven*

	<b>Excellente voorbeelden van private equity portfoliobedrijven</b>
<b>Action (3i)</b>	<p>Supersuccesvolle buy &amp; build strategie zowel nationaal en later Europees/internationaal, met daarbij vooral aandacht voor effectieve inkoop, logistiek en retail management</p> <p>Heldere en duidelijke formule: eenvoud boven alles;</p> <p>Aandacht voor invullen van nieuw management en optuigen goede corporate governance structuur</p> <p>Lange-termijn investering: gaat reeds terug tot 2011;</p> <p>Ongekende waardecreatie van 500mln naar bijna 30mld (tussen 2011-25)</p> <p>Welke exit komt er voor Action? Beursgang of acquisitie door een hele grote partij?</p>
<b>Grandvision (HAL)</b>	<p>Creatie van een wereldspeler in de optiek/brillen &amp; monturen) markt (Pearle &amp; Grandvision), nu samen met EssilorLuxottica</p> <p>Succesvolle strategie gericht op combinatie van buy &amp; build en lange termijn investering (1996-2021), inclusief gefaseerd exit (beursgang in 2014, en uiteindelijk afgeronde transactie met flink rendement voor HAL;</p> <p>Ook hier ongekende waardecreatie (Grandvision was in 2021 bijna 10 mld waard)</p>

# Worst practices niet-tuinbouw bedrijven

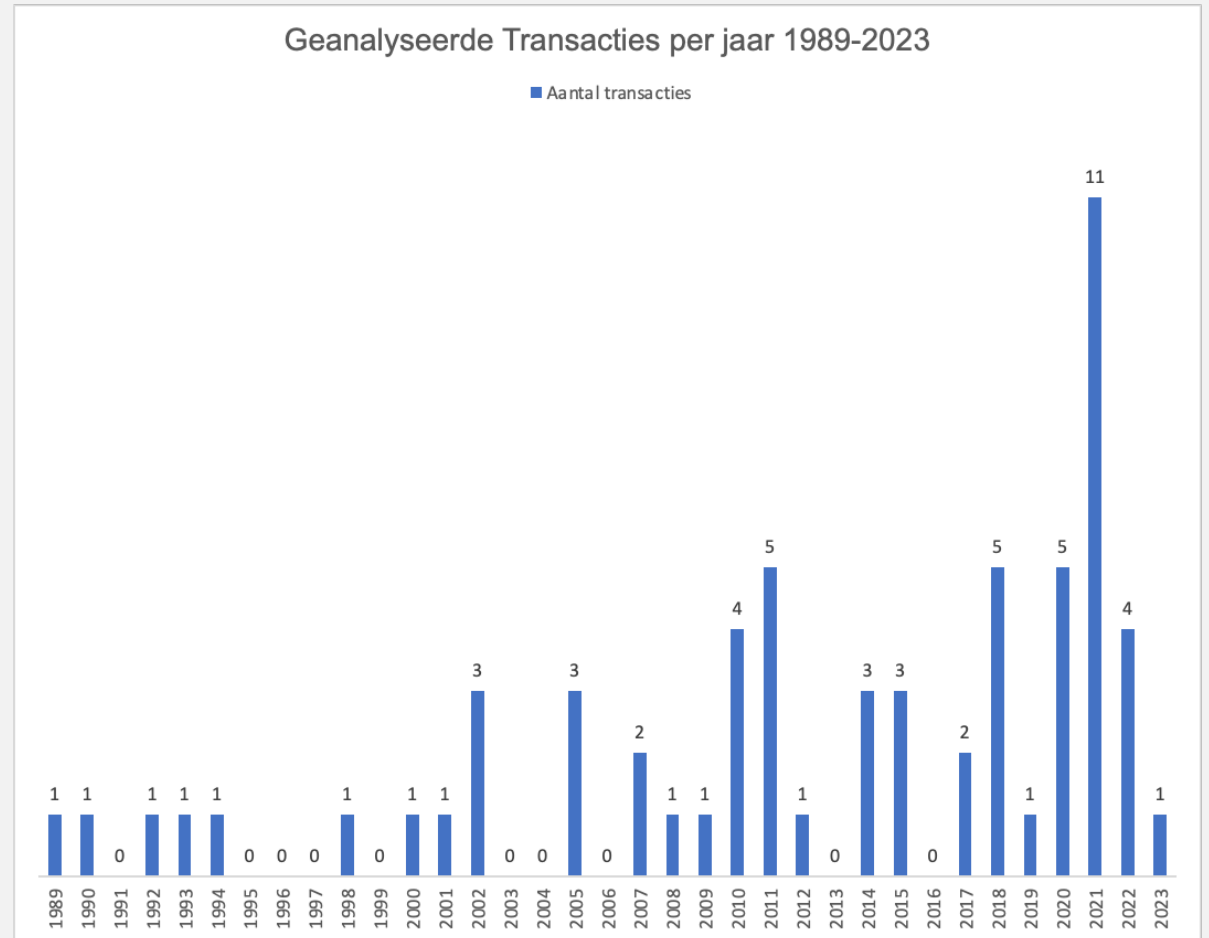
	Onverantwoorde werkwijzen van private equity bedrijven
<b>HEMA (Lion)</b>	<p>Superriskante overnamefinanciering voor Lion met 91% vreemd vermogen en hoge rentelasten;</p> <p>Lion weet niet HEMA op tijd door te verkopen (vrije val met chaotische situaties als gevolg: omzet/marges vergroten, investeringsbudget en internationale expansies bevroren)</p> <p>Hoge winsten voor de Adhoc groep van schuldeisers en hoog rendement voor KKR</p> <p>Waardevernietiging van 1 miljard euro voor Lion, verliezen van werkgelegenheid en goodwill;</p> <p>Al te radicale en riskante strategische veranderingen: introductie van one-tier besturingsmodel</p> <p>Good 'Dutch' cops (M. Boekhoorn, Parcom, Mississippi Ventures (Van Oord) en Bad British cop (Lion)</p>
<b>Catalpa/Estro (Bencis &amp; Providence)</b>	<p>Extreem riskant gefinancierd met zware leningen en bijkomende hoge rentelasten;</p> <p>Geen buffer bij schokken (economische crisis en flinke bezuinigingen op kinderopvang)</p> <p>Ondernemingsraad op verkeerde been gezet (onvoldoende en onjuist geïnformeerd)</p> <p>Wanbeleid bij bestuur, verzaken toezichthoudende taak, belangenverstrengeling bij Raad van Commissarissen</p> <p>Gebruik van flitsfaillissement bij doorstart om te saneren/reorganisaren (ontbreken van sociaal plan voor afgevlode medewerkers: betalen schadevergoeding)</p> <p>Belastingontwijking: Onex staat geregistreerd op de Kaaiman eilanden</p>

# Best & worst practices niet-tuinbouwsectoren

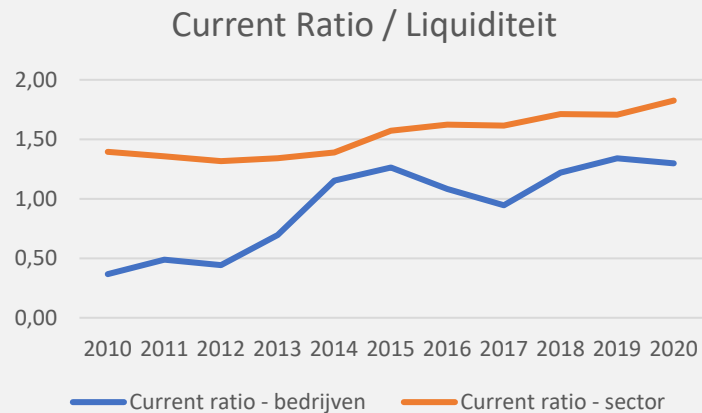
- Positief
  - Recreatieparken
  - Retail
  - Jachtenbouw
  - Toeleveranciers (bijvoorbeeld van ASML)
- Open en concurrerende markten, ruimte voor buy & build strategieën, gericht op stabiele inkomsten en lange termijn
- Net zoals de Nederlandse tuinbouw ??
- Negatief/risicovol/controversieel
  - Accountancy
  - Kinderopvang
  - Dierenartspraktijken
  - De Zorg (selectief)
- Hybride markten met (potentieel) aanwezige en soms onvoorspelbare overheid als regelgever, toezichthouder en investeerder

# Totaal overzicht van transacties in de sector

- 66 transacties geanalyseerd gedurende 1989-2023
- Grootste gedeelte van geanalyseerde transacties plaatsgevonden in 2021
- Financials focus vanaf 2010
- 39/66 transacties PE backed
- 35 transacties geclassificeerd als het hebben gevoerd of voeren van een buy-and-build strategie
- Ingezoomd op 28 bedrijven (in de tuinbouw sector) en hun financials omtrent de tijd van de transacties, zie volgende slides

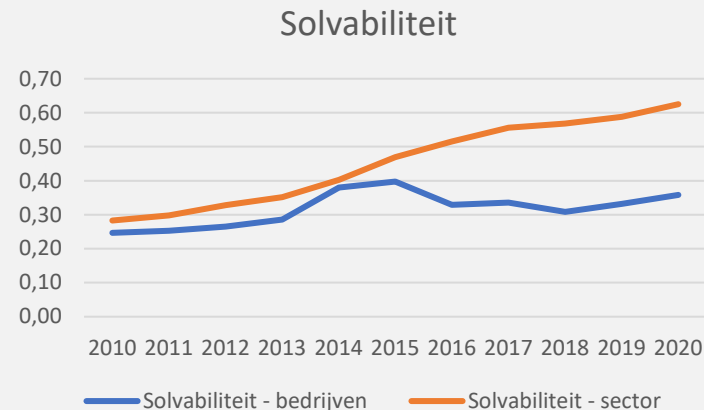


# Vergelijking volledige tuinbouw sector en bedrijven in kwestie gedurende 2010-2020



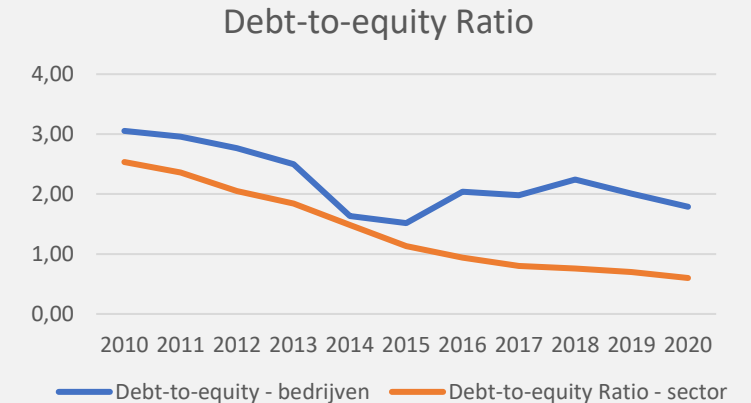
#### Current Ratio/Liquiditeit vergelijking

- Bedrijven met PE transactie een relatief lagere current ratio dan algehele sector, vooral zichtbaar tot en met 2013.



#### Solvabiliteit vergelijking

- Bedrijven die PE backed zijn hebben een soortgelijke solvabiliteit als de tuinbouwsector in het geheel tot ongeveer 2015.
- Dit verschil tussen de sector in het algemeen en bedrijven wordt groter na 2015.



#### DE Ratio vergelijking

- Bedrijven met PE een hogere DE ratio dan de algehele sector, evenals de solvabiliteit meer zichtbaar na 2015.
- Mogelijk te wijden aan een grotere hoeveelheid schuld, vaak een bijkomstigheid van een PE investering (Leverage Buy-Out construction).



# Impact private equity/mbo's op bedrijven in tuinbouw 1

<p>Bedrijfsniveau:</p>	<p>AA=Atrium Agri, CO=Codema, Dummen Orange=DO, Incotec=IC, RZ=Rijk Zwaan, Royal van Zanten=RVZ</p>
<p>➤ Operationele engineering (produktiviteit, kostenbeheersing) +++ (positief)</p>	<p>Schaalvoordelen/turnkey projecten maar integratie van verschillende systemen van andere bedrijven noodzakelijk (AA); hoge gerealiseerde produktiviteit en kostenbeheersing (CO, IN, RZ); na turnaround drastische verbetering van operationele engineering (RVZ); geleidelijke verbetering van de produktiviteit en kostenbeheersing (DO)</p>
<p>➤ Financiële prestaties +++ (over het algemeen flinke verbetering)</p>	<p>Lichte verbetering (omzetgroei)(AA); vanaf 2018 afvlakking bedrijfsresultaat, vanaf 2021 verslechtering omzet (CO); superieure financiële prestaties over tijd (RZ, IC); succesvolle primary buy-out H2 (waardecreatie), daarna problematische secondary buy-out met hoog oplopende debt-equity ratio, verslechtering liquiditet &amp; solvabiliteit DO); strategie gericht op beursgang afgeblazen, nu zoeken naar exit (DO); aanvankelijk slechte financiële cijfers na verkoop flinke verbeteringen daarin (RVZ)</p>
<p>➤ HRM beleid, medezeggenschap, werkgelegenheid ++ (stijging medewerkers door groei, fusies en acquisities)</p>	<p>Flinke stijging aantal medewerkers door acquisities (AA); aanvankelijke stijging daarna flinke terugval (CO); substantiele groei over de tijd heen (RZ); flinke toename medewerkers aanvankelijk na verkoop aan strategische partij flink verloop (IC); niet of nauwelijks verandering aantal medewerkers (DO, RVZ)</p>
<p>➤ Intern ondernemerschap, groei, expansie +++ (dynamisch, ambitious)</p>	<p>Groei en internationale expansie door buy &amp; build/kralen rijgen (AA, CO); Prioriteit ligt bij groei en innovatie, herinvesteren stijgende omzet in R&amp;D (RZ); Flinke groei en expansie (ruimte gekregen van investeerders (IC); acquisitiegolf van 2015-2020 (buy &amp; build) daarna desinvesteren (DO); pas na flinke turnaround pas weer ruimte voor voorzichtige acquisities (RVZ)</p>

# Impact private equity/mbo's op bedrijven in tuinbouw 2

<p>➤ Professionalisering management en toezicht</p> <p>++ (verschilt bij bedrijven: weinig tot veel)</p>	<p>Nog weinig verandering (AA); aanvankelijk weinig daarna ingrijpend maar te laat (CO); Dienend leiderschap met aandacht voor kwaliteit midden management en toezicht (RZ, IC); zwaargewichten (CEO en R&amp;D Directeur) binnengehaald van De Ruiter Seeds na verkoop aan Monsanto (DO); Drastische vervanging management en raad van commissarissen door eigen mensen en one-tier-board (RVZ)</p>
<p>Niveau sector, economie en/of samenleving</p>	<p>AA=Atrium Agri, CO=Codema, Dummen Orange=DO, Incotec=IC, RZ=Rijk Zwaan, Royal van Zanten=RVZ</p>
<p>➤ Werkgelegenheid</p> <p>+/- (sector-neutraal: groei en sanering tegelijkertijd)</p>	<p>Fusie/acquisitie van meerdere bedrijven (sector neutraal)(AA), aanwerven medewerkers daarna naar andere bedrijven (CO); bijdrage aan groeiwerkgelegenheid van de hele tuinbouwsector (2001-2025)(RZ); eerdere groei aantal medewerkers daarna geringe afname tijdens exit/verkoop (IC); nauwelijks effect van bedrijf op werkgelegenheid in sector/region (DO, RVZ))</p>
<p>➤ Spill-over effecten richting concurrenten en ketenpartners</p> <p>++ (boegbeelden voor/van de sector, onderlinge rivaliteit + samenwerking)</p>	<p>Toonaangevend in de markt geworden (AA), Clustering in de keten(AA), Essentiele bedrijfsonderdelen naar andere tuinbouw(toeleverings-)bedrijven (CO); Iconisch tuinbouwbedrijf belangrijk voor BV Nederland (RZ); verborgen parel: belangrijke toeleverancier aan de zaadveredelingsbedrijven gebleven (IC); pionier introductie plantbiotechnologie in de sierteelt (samen met Genetwister) (DO); Was een iconisch familiebedrijf (5<sup>e</sup> generatie) nu een tweede leven als PE portfoliobedrijf (RVZ)</p>

# Samenvatting en conclusies

- Management buy-out met private equity als nieuwe organisatievorm:
  - Eigen kapitaal private equity bedrijf, schuldfinanciering bank, topmanagement portfoliobedrijf gecommitteerd
- Successen in veel sectoren maar omstreden in hybride gereguleerde markten (rol van de overheid)
- Tuinbouw is een agro-industriële en ambitieuze sector geworden met een gezonde variëteit aan bedrijven, financiële aanbieders, financieringsbehoeften, investeringsvormen, etc.
- Private equity als investeerder in bedrijven voor:
  - a) groei op de korte-middellange termijn (PE 1);
  - b) voor urgente herstructurering/turnaround (PE2);
  - c) voor opvolgingskwesties (PE3);
  - d) voor de lange termijn, met impact (Familiekantoren)
- Rol en impact van private equity op tuinbouw(leverings)bedrijven: **zegen èn vloek!**
  - Positief effect op omzetgroei en andere financiële prestaties, versnellen groei/expansie (buy & build), kwaliteit van management en governance, toename werkgelegenheid bij bedrijf door groei en acquisities
  - Gematigd positief: meer dynamiek en uitstraling in de sector door spillover-effecten van private equity investeringen, lichte stijging werkgelegenheid in de sector (meer doen met minder en betere mensen)
  - Echter: vaar niet te scherp voor de wind! Hanteer meerdere scenarios (plan B), heb financiële buffers, wees weerbaar en crisisbestendig, doe aan risicospreiding wat betreft markten