

OVERNAME WEHKAMP DOOR APAX

TOCH VERKOCHT

Een langdurig verkoopproces ondanks de vele hobbels en uiteenlopende belangen tot een voor iedereen goed einde brengen: het is de betrokkenen bij de verkoop van Wehkamp aan het Britse Apax Partners gelukt. *Mr.* riep de deal daarom uit tot Deal van het Jaar 2015 en vroeg de dealmakers nog eenmaal bijeen te komen. Wat ging er vooraf aan de verkoop van de grootste online kledingwinkel van Nederland en hoe verkoop je een holding met op het eerste gezicht zeer uiteenlopende onderdelen en een typisch Nederlands structuurregime aan een kritische Britse private equity investeerder?

DOOR MICHEL ROHLÖF FOTO'S GEERT SNOEIJER

Van links naar rechts, staand: Gijs Linse (Allen & Overy), Heleen Kersten (Stibbe) en Jan Louis Burggraaf (Allen & Overy), zittend: Julie-Anne Siegers (Stibbe) en Wieteke van de Kamp (RFS)

DEAL VAN HET JAAR



DEAL VAN HET JAAR

In juli 2015 was het zover: de Nederlandse webwinkel Wehkamp kwam, tezamen met zusterbedrijven Fonq.nl, Create2Fit en Lacent via de holding RFS Holland Holding (RFS) definitief in handen van het Britse Apax. Aan de lange zoektocht naar een koper kwam toen een einde: RFS – voor circa 80 procent in handen van voormalig KPN-topman Ad Scheepbouwer, voormalig RFS-directeur Paul Nijhof en financieel directeur Berend van der Maat en voor circa 20 procent in handen van IK Investment Group – was immers al in 2012 in de verkoop gezet. In maart 2012 eindigde RFS de zoektocht naar een koper, kort nadat supermarktketen Ahold concurrent Bol.com kocht. Daarna brak een periode aan van flinke uitgaven: zo werd rond de honderd miljoen euro geïnvesteerd in een volledig geautomatiseerd distributiecentrum in Zwolle, maar werden er ook forse investeringen in ICT gedaan en werden tientallen miljoenen aan dividend uitgekeerd. Dat de prijs voor Wehkamp daardoor in 2015 lager lag (de pers sprak over 450 miljoen euro) is evident, maar het ver-

“VOOR ONS WAS HET BELANGRIJKSTE DAT WE MET ÉÉN STEM NAAR DE KOPERS WILDEN TREDEN”

koopproces werd er volgens betrokkenen niet makkelijker op. Jan Louis Burggraaf, die namens Allen & Overy de verkopers adviseerde: “In 2012 waren sommige van de grotere aandeelhouders tevens management en zat de onderneming wat dat betreft op één lijn. Wij hebben ook in 2011 geholpen met de *vendor due diligence* en kenden het bedrijf dus al goed toen het proces later weer is gestart. Niet verkopen was in 2015 eigenlijk

geen optie. Toen men eenmaal op die trein was gestapt en was gaan rijden was het zaak het eindpunt te bereiken, anders loop je het risico een onderneming echt te beschadigen. Voor het bedrijf zelf is het ook prima om rust te krijgen op eigendomsniveau: veel verschillende aandeelhouders met elk hun eigen horizon en eisenpakket helpt niet bepaald mee.”

DAGTAAK

Wieteke van de Kamp, voorheen M&A-advocaat bij Clifford Chance, trad in september 2014 aan als directeur Legal & Compliance bij RFS en viel daarmee met haar neus in de

(advertentie)

VU LAW
ACADEMY

LEZINGEN ACTUALITEITEN ARBEIDSRECHT

Nog 2x dit jaar over actuele ontwikkelingen in het arbeidsrecht

30 juni:

Individueel arbeidsrecht

13 oktober:

Collectief arbeidsrecht

Inschrijven: vula.nl

VU
VRIJE
UNIVERSITEIT
AMSTERDAM

IS VERDER KIJKEN

M&A-boter. “De naderende overname was in feite direct een dagtaak”, aldus Van de Kamp. “Door mijn ervaringen als M&A-advocaat werd ik ook direct door de vier aandeelhouders vertrouwd als degene die binnen RFS het proces mocht begeleiden. Er was inderdaad al een poging gedaan, en daardoor zat er een beperkte rek in het verkoopproces. De markt trok aan en iedereen vond het een geschikt moment om te verkopen. Vanzelfsprekend zijn de belangen met vier aandeelhouders, privépersonen en private equity, niet altijd gelijk. Het belangrijkste voor ons was dat we met één stem naar de kopers wilden treden. Aandeelhouders met eigen belangen en adviseurs, daar wil je de potentiële kopers niet mee lastig vallen. Daarin lag een grote uitdaging aan onze zijde.” Burggraaf: “Potentiële kopers moet je niet kopschuwen met discussies op het niveau van verkopende aandeelhouders, want aan een mogelijk dood paard wil niemand trekken. De verschillende aandeelhouders hadden ook verschillende wensen rondom risicoallocatie en het bepalen van de juiste set aan garanties was daarom lastig, om niet te zeggen een compleet eigen traject. De adviseurs van alle betrokkenen hebben dat gesprek redelijk en productief gehouden. Kopers zeggen uiteindelijk ook: ik betaal een zekere prijs en onder deze voorwaarden, graag of niet. Of de verkopers daarmee akkoord gaan, hangt voor een belangrijk deel samen met het vertrouwen dat er heerst, ook jegens adviseurs. De belangenbehartiging is erg precair en iedereen moet zich voldoende vertegenwoordigd en vertrouwd voelen met de afspraken die via adviseurs worden gemaakt. Gemaakte afspraken moet je vervolgens altijd nakomen.”

FINANCIERINGSPOOT

Naast het op één lijn krijgen van verkopende aandeelhouders, was het vinden van een geschikte koper, in samenwerking met zakenbank JP Morgan, de andere belangrijke

BIJ HET RONDETAfelGESPREK WAREN AANWEZIG:

- Jan Louis Burggraaf, advocaat/partner bij Allen & Overy
- Gijs Linse, advocaat bij Allen & Overy
- Wieteke van de Kamp, directeur legal en compliance bij RFS
- Heleen Kersten, advocaat/partner bij Stibbe
- Julie-Anne Siegers, advocaat bij Stibbe

uitdaging voor RFS. Dat werd bemoeilijkt door de tweeledigheid van de te verkopen bedrijven: webshops Wehkamp, Fonq en CreatezFit, maar ook financieringspoot Lacent, al sinds de oprichting van Wehkamp onlosmakelijk verbonden met het Zwolse bedrijf. Gijs Linse, Allen & Overy: “Mensen kennen de online retailer Wehkamp; Lacent, de krediettak waarmee veel consumentenaankopen worden gefinancierd, is minder bekend maar toch een vrij grote poot van de holding. We wisten al snel dat met name dat consumer finance-gedeelte beter begrepen moest worden. De holding is altijd als één pakket aangeboden: Wehkamp steunt ook op de beide pilaren – het kopen en het lenen van geld om de aankoop gespreid te kunnen betalen.” Van de Kamp: “Vanwege de complexiteit van financieel dienstverlener Lacent is er natuurlijk wel gesproken over mogelijke loskoppeling vóór verkoop, maar het ene bedrijf heeft het andere nodig om te floren. Lacent genereert winst door de rente op de leningen, maar Wehkamp verkoopt ook meer door de financieringsmogelijkheid binnen de eigen webomgeving. Voor een buitenstaander zijn het twee bedrijven, maar ze zijn zeer met elkaar verweven en ook niet zomaar uit elkaar te trek-





ken. Dat maakte het voor potentiële kopers wel lastig om RFS als groep te waarderen en maakte het ook moeilijker een geschikte koper te vinden; er zijn geen vergelijkbare branchegenoten. Voor sommige potentiële kopers is de complexiteit van Lacent dan ook een reden geweest om af te haken.”

Burggraaf: “Voor geïnteresseerde private equity investeerders is het risicoprofiel van Lacent niet eenduidig. Ook de mogelijkheden om te financieren zijn anders dan die van louter online retailactiviteiten. Een financieringspoot is lastiger te verkopen; daar zitten immers ook allerlei regulatorische beperkingen aan. Als er meer eigen geld in moet, wordt het rendement voor een private equity partij, bij gelijkblijvende koopprijs, minder. Strategische kopers hadden op hun beurt moeite met het vinden van synergiën: Wehkamp is in de eerste plaats natuurlijk een heel sterk eigen merk. Het is evident dat een bedrijf als Wehkamp de toekomst heeft, maar het vinden van een geschikte koper is daardoor niet altijd eenvoudiger. Wie wordt voor deze schone bruid de ideale partner?”

WAT STOFFIG IMAGO

Voor een deel kwam de wat lastige zoektocht misschien door het toch wat stoffige imago dat Wehkamp in de markt had. Linse: “Een hele generatie is opgegroeid met de catalogus van Wehkamp. Men weet niet waar het zit, wat voor mensen er werken. Je denkt in ieder geval niet aan een jong, hip en snel bedrijf met hele slimme mensen, wat het inmiddels is.”

Dat werd uiteindelijk wel gezien door de koper: Apax Partners, een Britse private equity investeerder. Heleen Kersten van Stibbe was eerste aanspreekpunt voor partner Tom Hall, en moest in die rol ook uitleggen wat

Wehkamp voor een bedrijf was. “Ook ik ben van de generatie die de catalogus thuis kreeg, waar mijn ouders dan uit bestelden. Die associatie blijf je houden. Des te opvallender vond ik dat heel veel jonge medewerkers bij ons op kantoor juist wel van alles bij Wehkamp bestelden. Tijdens de due diligence fase werd me natuurlijk wel duidelijk waarom.” Julie-Anne Siegers, Stibbe: “Die due diligence was voor Apax heel uitgebreid. Bepaalde zaken die voor ons Nederlanders vanzelfsprekend lijken, zijn immers voor een partij als Apax helemaal niet zo evident. Zij hadden ook geen goed beeld van hoe Wehkamp gezien werd in Nederland. Er is daarom ontzettend veel werk gestoken in het vooronderzoek, maar ook in het volledig doorlichten van het bedrijf. Apax is zeer grondig te werk gegaan en veel aandachtspunten uit het due diligence onderzoek worden nu nog steeds gebruikt om verbeteringen aan te brengen.”

Van de Kamp: “Je merkte aan alles dat Apax zeer geïnteresseerd was en ook bereid was er veel tijd en geld in te steken. Ze stelden zo ongeveer elke vraag die je kunt bedenken en vlogen experts uit de VS en het VK in om alle facetten van en uitdagingen binnen de business goed te begrijpen. Op die manier is er een goede start gemaakt. Het echte werk is pas net begonnen.”

Kersten: “Apax is een bijzonder prettige client om voor te werken, omdat ze het graag zorgvuldig en goed aanpakken en zich daarbij ook echt laten adviseren. Er is inderdaad heel veel werk gestoken in de due diligence, maar dat is ook logisch: het ging om een bedrijf in transitie met een complexe financieringstak, dat ook nog eens midden in de bouw van een distributiecentrum van ruim 100 miljoen zat. Niet elke partij zou bereid zijn een dergelijk risico te lopen.”

“IK ASSOCIEERDE WEHKAMP MET EEN CATALOGUS OM UIT TE BESTELLEN, MAAR HET IS NU EEN HIP BEDRIJF”



HET GROOTSTE RODE SEIN

Qua risicoprofiel was het nog te bouwen volledig geautomatiseerde distributiecentrum in Zwolle het grootste rode sein. Van de Kamp: "Dat is echt een militaire operatie en het was zo complex dat veel kopers het graag eerst operationeel wilden zien, voordat ze het konden waarderen." Kersten: "Het is bepaald een complicerende factor geweest en in een ideale situatie verkoop je een bedrijf daarvoor, of daarna, hoe vooruitstrevend de plannen er ook uit mogen zien. Voor een gemiddelde private equity partij is een dergelijk niet afgerond megaproject een risico waarop men niet zit te wachten." Burggraaf: "Het zijn investeringen die een enorme hap uit je cashflow nemen. De raad van bestuur en de raad van commissarissen hadden de investeringsbeslissingen al genomen, maar wij wisten wel: de kopers gaan ons op de grill leggen, welke investeringen zijn nu echt noodzakelijk en cruciaal voor het succes van de onderneming?"

GEEN DOODENG BEEST

Bij de verkoop van een Nederlandse onderneming aan een buitenlandse partij komen ook nog eens de gebruikelijke vraagtekens rond governance en medezeggenschap om de hoek kijken. Van de Kamp: "Neem de ondernemingsraad. Dat mensen in het bedrijf invloed hebben op een transactie, voelt voor veel kopers oncomfortabel. Ook Apax had er vragen over, maar deed zichtbaar moeite om iedereen



goed te leren kennen. Uiteindelijk is het ook aan een koper om de OR mee te krijgen en de zorgen die er heersen zo goed mogelijk weg te nemen." Linse: "Daar ligt voor een advocaat met een buitenlandse cliënt een grote rol weggelegd: uitleggen dat een OR niet een doodeng beest is, maar gewoon een factor waar je rekening mee moet houden en die je zo netjes mogelijk moet managen. Het kost wat tijd en aandacht en daarbij moet je de cliënt aan de hand nemen."

Kersten: "Het blijft voor buitenlandse kopers altijd iets ongrijpbaars. Dat vergt wat overtuigingskracht van de adviseur en daarom huren cliënten ook lokale expertise in. Ook het begrijpen van de Nederlandse structuurvennootschap is altijd wat lastiger voor buitenlandse kopers." Burggraaf: "De verdeling van die verschillende governance-rollen is typisch Nederlands en altijd een aandachtspunt bij grensoverschrijdende deals. Het gaat klanten altijd om de vraag: ben ik na koop ook wel echt de eigenaar met zeggenschap? Op zich natuurlijk een legitieme vraag, aangezien onze governance-structuur sloten op de deur kan zetten. Het is niet onoverkomelijk, maar wel complexer."

BOEING 747

Uiteindelijk is de deal door de coöperatieve houding van alle betrokken partijen tot een goed einde gebracht. Volgens Van de Kamp hebben de inzichten van de nieuwe eigenaar Apax inmiddels al zichtbaar resultaat. "In online retail moet je snel beslissingen kunnen nemen, maar wel de goede, want een foute beslissing kan desastreuze gevolgen hebben. Partner Tom Hall van Apax vergeleek Wehkamp eerder met een Boeing 747 die al in de lucht hangt en tijdens de vlucht een nieuwe motor, vleugel en interieur krijgt. Apax heeft het gekocht met de strategie die er lag, maar gaat natuurlijk wel verder bouwen. De toekomst kijken we met vertrouwen tegemoet." ■

DE ADVISEURS BIJ DE DEAL

• Adviseurs Apax Partners

Stibbe (Heleen Kersten, Jeroen Sombezki (nu Van Doorne), Paul Vesterling, Rogier Raas, Michael Molenaars, Judica Krikke, Joannes de Bont, Harold Marquenie, Julie-Anne Siegers, Emmy van Hengel, David Meijeren, Reinout de Boer, Celine Smeets, Niels Douma, Pauline Thissen, Maarten Tuurenhout, Willem Beek, Marc Habermehl, Roderik Vrolijk, Maurits van Dijk, Emmy van Hengel, Joost van Eymeren), Cofay (Maurits Regenboog), Stella Advisors (Johannes von Bismarck)

• Adviseurs RFS Holland Holding

Allen & Overly (Jan Louis Burggraaf, Gijs Linse, Joyce Leemrijse, Maurice Dudink, Stephanie Horowitz, Gerrit Jan Kappelle, Samuel Garcia Nelen, Bas Jennen, Arnold Keizer, J.P. Morgan (Cassander Verwey, Wendy Hohmann, Etienne Roederer, Elena Mustatea), ING Bank (Robert Ruiters, Arnoud Kuik, Freek Scheerens, Arjan Minnigh), Rabobank