



*Kristof
Vande Capelle
cfo van Gimv*

*Tom Van de Voorde
hoofd van het
investeringsplatform
Smart Industries*

Gimv en VFB: even oud en in de kracht van hun leven

Eind 2020 hief het toen veertigjarige Gimv mee het glas op veertig jaar Vlaamse Federatie van Beleggers. Tegelijk was Koen Dejonckheere, de ceo van Gimv, de gedroomde slotspreker op de digitale Happening. Terwijl de leden van VFB vooral beleggen in beursgenoteerde aandelen, investeert Gimv uitsluitend in kleinere niet-genoteerde bedrijven: private equity. In ondertussen 41 jaar bracht de investeerder wel al 47 bedrijven naar de beurs. Dit jaar waren dat Biotals en Onward Medical.

Bedrijven roepen niet meer 'van mijn erf' maar 'kom naar mijn erf'

GIMV SLOOT DE EERSTE helft van het boekjaar 2021 af met een portefeuille van 1,38 miljard euro. Een record. Investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven, private equity in het financieel jargon, is the name of the game. Investeerdere zijn er dol op. Een zwaargewicht als GBL rept zich om het aandeel van private equity in zijn investeringsportefeuille op te voeren.

Flashback naar de Hapening voor veertig jaar VFB. Koen Dejonckheere, de ceo van het eveneens veertigjarige Gimv, blaast mee de kaarsjes uit. In een opvallende rede zet hij zich af tegenover het zwartkijken waaraan Vlamingen zich nogal eens bezondigen. Hij toont zich vol optimisme over “de rijke en open Vlaamse economie waar we met een fijnmazig netwerk logistiek sterk staan om veel toegevoegde waarde te creëren.” Hij verwacht niets minder dan een investeringsboom.

Gimv investeert niet alleen in Vlaanderen, wel Europees. Naast 30 procent Belgische bedrijven, kleurt 25 procent van de portefeuille Duits, 20 procent Nederlands en 16 procent Frans. Is Europa niet het oude ingeslapen continent, waar investeerders overvliegen op weg van de Verenigde Staten naar Azië? Helemaal niet. “Het beeld dat de VS de maat zijn voor alles, is niet juist,” zegt Kristof Vande Capelle, de cfo van Gimv. “Sinds de financiële crisis zijn de ogen in Europa opengegaan,” getuigt Tom Van de Voorde.

Van de Voorde leidt een van de vier investeringsplatformen van Gimv, Smart Industries, en staat dag in dag uit aan de zijde van ambitieuze ondernemingen. “De Europese ondernemers hebben goed begrepen dat ze hun toekomst zelf in handen moesten nemen. Vroeger was de bedrijfswereld in Europa vaak gesloten en conservatief. Vandaag is er openheid en een grote drang om vooruit te gaan, om de wereld te veroveren, ook tegenover ons als investeerder en bedrijvenbouwer. In plaats van te roepen *van mijn erf!*, klinkt het nu *kom alsjeblief op mijn erf!*”

Dit interview vindt plaats in het hoofdkwartier van Gimv in de Antwerpse Karel Oomstraat. In de bestuurskamer van Gimv spreken we ruim twee uur met cfo Vande Capelle en hoofd van Smart Industries Van de Voorde. Beide heren zijn veertien jaar actief bij Gimv en leggen met vuur uit

waarin ze zich onderscheiden van andere professionele investeerders.

VFB *Wij willen het graag eerst hebben over hoe Gimv werkt. Hoe kiest u de investeringen? Naar wat kijkt u? Wanneer stapt u uit? Wat is doorslaggevend? En loopt u dezelfde gevaren als een gewone particuliere belegger, zoals verliefd worden op een bedrijf?*

“Europese ondernemers hebben goed begrepen dat ze hun toekomst zelf in handen moesten nemen.”

TOM VAN DE VOORDE (lacht) Niets menselijks is ons vreemd. Maar wij hebben een investeringsteam per platform met tien tot vijftien investmentmanagers. En dan is er nog het executief comité dat de investeringen periodiek opvolgt. Op die manier spreken we voortdurend over onze bedrijven. Zo kom je tot een beter oordeel en vermijd je persoonlijke vergissingen.

En het belangrijkste is natuurlijk: geloven we erin? Past het in ons platform? Kan het bedrijf winstgevend groeien? Kunnen we waarde creëren met dit bedrijf? Meerwaarde, daar draait het om. Wij verdienen geen bloemen als we geld in een bedrijf

“Wij verdienen geen bloemen als we geld investeren, alleen aan de meet.”

investeren, maar alleen aan de meet: als we met een return, een meerwaarde uitstappen.

In mijn investeringsplatform, Smart Industries, maakt bijna altijd de technologie het verschil. Vooral de schaalbaarheid ervan. Dat is nodig om winst te kunnen maken en een hefboom te kunnen zetten.

VFB *Praat u nu vooral over nieuwe industrieën of investeert u ook in traditionele, oude industrie?*

VAN DE VOORDE Dat kan beide zijn. Twintig maanden geleden hebben we geïnvesteerd in Alro, een Vlaamse specialist in lak en coatings voor vrachtwagens. Vroeger hadden die één kleur, vandaag combineren

ze soms alle kleuren van de regenboog. Of als iemand bijvoorbeeld vrachtwagens in Milka-paars wil, dan levert Alro dat aan de producent van de vrachtwagen. Zij kunnen alles met kleuren.

Hebben wij daarvoor geïnvesteerd in Alro? Neen. Onze belangstelling werd pas echt gewekt door een speciale coatingprocedure die het ontwikkeld heeft. Daarmee wordt een behuizing voor batterijen waterdicht en brandvrij gemaakt. Dat is cruciaal, want batterijen durven weleens te ontbranden en dan krijg je het niet geblust. Audi was zo onder de indruk dat ze Alro vroegen dat coatingproces voor hen te ontwikkelen. Toen wisten we zeker dat we beet hadden. Als je met zo'n autofabrikant in zee kan gaan, wil dat zeggen dat je veel in je mars hebt.

Toen Alro al in onze portefeuille zat, kwamen we in contact met een Duitse professor en ondernemer die met zijn bedrijf dankzij een speciaal procedé voor lasnaden voor nog 90 seconden langer bescherming tegen vuur zorgde. Bij een ongeval kan dat het verschil zijn tussen leven en dood. De professor en zijn bedrijfje hadden contact met een zeer grote Duitse autobouwer, maar raakte niet aan een contract. Dat is niet zo vreemd. Om te leveren aan zo'n autoproducent moet je niet alleen technologisch top zijn. Een leverancier moet bijna een deel van zo'n grote productiemachine kunnen worden. En dan komt Alro op de proppen. Zij zijn het gewoon te werken met constructeurs als DAF en Volvo. Dus hebben wij het Duitse bedrijfje en Alro gecombineerd. Samen beginnen ze nu de ene na de andere autoproducent binnen te halen. Het draait niet alleen om de technologie op zich, ook de organisatie daarrond moet top zijn om een product en een markt te vinden.

VANDE CAPELLE Wat we daarmee zeggen is: er moet een bewezen product-marktcombinatie zijn. Een nieuw product alleen, daar investeren we niet in. Het liefst moeten er al recurrente inkomsten zijn en op zijn minst zicht op winstgevendheid en positieve cashflows. Tien jaar geleden investeerden we bij Gimv nog wel in start-ups, maar vandaag moet er al verder ontwikkeld zijn.

VAN DE VOORDE In die zin investeren we dus in relatief mature bedrijven.

VANDE CAPELLE Er is een uitzondering. Met het investeringsplatform Health & Care investeren we wel in bedrijven die nog

in een ontwikkelingsfase zitten, meer bepaald in biotechnologie en medische technologie. Daar hebben we een tiental bedrijven in portefeuille. Dat is een zeer specifieke markt, waar Gimv al meer dan dertig jaar ervaring heeft en in het verleden al veel successen heeft behaald.

VFB *Hoeveel investeert Gimv meestal per dossier?*

VANDE CAPELLE Een typische investering bedraagt 25 tot 30 miljoen, maar dat kan ook wat meer of wat minder zijn. Gimv investeert in de 'low-to-mid market' (kleinere bedrijven,

red.) waar wij als internationale investeerder het verschil kunnen maken met andere, meer lokale investeerders. Als een Duits bedrijf van de omvang die wij beogen, een investeerder zoekt, spreekt die typisch met Duitse investeerders. Hetzelfde voor een Frans bedrijf. Frankrijk en Duitsland zijn grote landen met grote markten. Die denken minder internationaal dan wij. Als internationale investeerder in kleinere bedrijven, kunnen wij onze partnerbedrijven een heel andere en ruimere blik geven.

VFB *Gimv maakt dus het verschil door nationale spelers te internationaliseren?*

VANDE CAPELLE Ja, dat is een belangrijk stuk van onze expertise. Maar dat is niet

Niet-duurzame bedrijven zullen minder waard zijn. We hebben er alle belang bij om daar streng in te zijn.



het enige. Gimv investeert vanuit de balansen. Wij werken meestal niet met fondsen. Closed-end-fondsen (fondsen met een vaste omvang en verschillende beleggers, red.) zijn onze belangrijkste concurrenten. Na drie tot vier jaar willen de beleggers in die fondsen zicht krijgen op een return of een terugbetaling. Wij zijn minder gebonden aan strikte termijnen. Zo kunnen wij eventueel wat langer in een bedrijf blijven

“Wij halen het niet altijd omdat we de grootste zak geld op tafel leggen.”

als dat nodig is. Voor de verkopende ondernemer, onze partner, die meestal voor een deel in het kapitaal blijft, is dat belangrijk.

Uiteraard moet de return er ook zijn. Voor we samen in zee gaan, kijken wij niet in de eerste plaats naar de cijfers, maar naar het product en het verhaal van de mensen en de organisatie. Wij concentreren ons daarop en vragen ons af of wij die ondernemer en zijn team kunnen helpen om dat verhaal naar een hoger niveau te brengen. Wij investeren vanuit onze expertise. In de veertig jaar van Gimv hebben wij voortdurend bedrijven geholpen om op te schalen. Wij hebben de drempels en de oplossingen al eerder gezien. We weten hoe je verschillende fases van de groei kan aanpakken. Vele dingen komen terug. Wij halen het niet altijd omdat we de grootste zak geld op tafel leggen en zeggen ‘wij nemen uw bedrijf over.’ Nee, wij hebben ons netwerk in onze specialisaties, onze ervaring en de wil om samen te groeien. Dat klinkt misschien soft, maar ondernemers hechten daar veel belang aan. Hun bedrijf is hun kind.

VFB *Hoe gaat het om als Belgen te investeren in Duitse of Franse ondernemers?*

VANDE CAPELLE Gimv in Duitsland is Duits, in Parijs zijn we Frans en in Den Haag zijn we Nederlanders. Het zijn Duitsers die investeren in Duitsers en Fransen in Fransen. Daarom zijn onze lokale vesti-

“Het liefst moeten er al recurrente inkomsten zijn en op zijn minst zicht op winst.”

Gimv verhoogt ambitie

IN PLAATS VAN ALTIJD nettocash over te houden om te allen tijde investeringen te kunnen doen, besliste Gimv over te schakelen naar altijd liquiditeiten. Daarvoor haalde Gimv 350 miljoen euro op met langlopende obligaties.

Al iets eerder, zo'n vier jaar geleden, stelde Gimv top-downdoelstellingen op voor de portefeuille. Zo is er een doel om jaarlijks voor minstens 200 miljoen euro te investeren in bedrijven. “Op het vlak van exits stellen we geen top-downdoelen,” zegt cfo Kristof Vande Capelle. “Dat moet eerder vanuit de investeringen bekeken worden. Is het een goed moment om de meerwaarde te nemen of niet? De kansen om te verkopen hangen ook af

van de maturiteit van de portefeuille. In 2016-2019 hadden we bijvoorbeeld verschillende jaren met 350-400 miljoen euro opbrengsten uit exits.”

Gimv investeert via vier investeringsplatformen die elk geleid worden door gespecialiseerde investeringsteams. De investeringen gebeuren in België, Nederland, Frankrijk en Duitsland. Er is geen doelstelling voor de verdeling over deze sectoren en regio's. “Als er vier opeenvolgende investeringskansen tot één platform behoren, dan doen we dat. De intrinsieke kwaliteit van het dossier bepaalt alles. Hetzelfde geldt voor de regio's,” aldus Vande Capelle.

gingen in Den Haag, München en Parijs zo belangrijk. Taal en cultuur zijn zeker in die eerste fase cruciaal. Soms spreken Duitse ondernemers nauwelijks Engels. Ze hebben het vaak ook niet nodig gehad: Duitsland is groot om te veroveren. Er moet een klik zijn tussen de mensen en ze moeten elkaar vertrouwen. Een ingenieur wil met een ingenieur praten. Pas in een latere fase komt het internationale netwerk van Gimv erbij.

“Wij kijken in de eerste plaats naar het product en het verhaal.”

VFB Hoe gaat u om met duurzaamheid? Als investeerder en partner van zoveel bedrijven hebt u een sleutelpositie. We lasen in het jaarverslag dat u bedrijven ‘uitdaagt’ en ‘begeleidt’ in duurzaamheid. Dat lijkt wel erg vrijblijvend. Moet u niet kordater zijn?

VAN DE CAPELLE Duurzaamheid is een reis, geen bestemming. Gimv is al heel lang met ESG (environmental, social en governance, red.) bezig, alleen hebben we het nooit zo genoemd. Neem governance. Dat is bij uitstek een van de dingen die we onze bedrijven bijbrengen: hoe om te gaan met klanten, werknemers, de omgeving en alle stakeholders? Duurzaamheid staat hoog op de agenda voor de maatschappij en ook bij ons. We proberen onze bedrijven naar een hoger niveau te brengen: verantwoord omgaan met het milieu, de sociale omgeving en goed bestuur maken daar integraal deel van uit.

“Gimv in Duitsland is Duits, in Parijs zijn we Frans en in Den Haag zijn we Nederlanders.”

Langs de andere kant willen we onze eisen op voorhand ook niet te scherp zetten, want dan beperken we ons te veel. Het gaat er voornamelijk over hoe wij een verbeteringstraject met onze bedrijven kunnen realiseren, ook in duurzaamheid. Onze score bij Sustainalytics (een onderzoeksbureau naar de duurzaamheid van bedrijven, red.) is 11,1. Dat is low risk en dus een goede score. Gimv zit daarmee in de top tien van onze sector.

VAN DE VOORDE We stappen zeker niet in alle bedrijven. Vier, vijf jaar geleden zagen we een bedrijf dat fluor gebruikte. Toen

hebben we gezegd, dat doen we niet. Wij moeten vooruitkijken en al rekening houden met de strengere eisen van vele jaren later. Niet-duurzame bedrijven zijn niet verkoopbaar of zullen minder waard zijn. We hebben er alle belang bij om daar behoorlijk streng in te zijn.

VFB Wat hebt u het liefst: een dossier of bedrijf waar het allemaal goed zit of één waar u veel gebreken kunt wegwerken?

VAN DE VOORDE Beide. In de praktijk zal dat meestal een combinatie zijn. Sommige aspecten zijn niet te verbeteren, andere zijn niet optimaal. Wij spelen graag pingpong met de bedrijven. Soms moeten wij hen overtuigen, soms zij ons. Wij weten het niet altijd beter, hé. En soms zijn er moeilijke keuzes te maken. Dan is het geruststellend dat je die na overleg samen kunt doorhakken.

Zo was er Summa, een fantastisch bedrijf uit Gistel dat er met een ontwikkelingsteam van zeven mensen van uit het niets in was geslaagd een speciale snijmachine te maken voor onder andere karton. Er waren maar twee bedrijven in Europa die iets gelijkaardigs hadden. Op een zeker moment kwam HP aankloppen. Zij zegden ‘wij willen al uw producten wereldwijd verdelen’. De verwachting was dat Summa zo zijn omzet zou kunnen verdubbelen. Toch hebben we het niet gedaan omdat Summa dan een afdeling van HP was geworden. Voor zo’n contract schakelt HP twintig mensen in. Daar bieden we met Gimv met onze juristen veel steun. Er werd voor gekozen HP één product te laten verdelen en Summa bleef baas over zijn strategie.

VFB Kijkt u veel naar de mensen achter het bedrijf? En hoe overtuigt u hen om iets anders aan te pakken dan ze gewoon zijn?

VAN DE VOORDE Het is een platitude, maar wij investeren niet in bedrijven, wij investeren in en met mensen. Vaak zijn het ingenieurs die visionair zijn of technisch briljant. Maar ze vergeten klassiek de verkoop en de marketing. Wij vertellen dat merkbeleving ook belangrijk is of spreken over de voordelen van een meer procesmatige aanpak. Vaak zijn het projecten die - om duurzame waarde te creëren - een proces moeten worden. Als je wilt groeien en nieuwe vestigingen wilt openen in het buitenland, is dat noodzakelijk.

“Wij spelen graag pingpong met de bedrijven. Soms moeten wij hen overtuigen, soms zij ons.”

Wij doen het management niet. Dat is niet de bedoeling. Als we daaraan beginnen, hebben we een probleem. Vaak is het een oplossing om iemand in het management toe te voegen met de knowhow die ontbreekt. Zo was er Mackevision, een bedrijf dat via software prachtige 3D-visualisaties kon maken voor reclame. Dat had een formidabele ceo, maar hij had een operationele chef nodig om op te schalen. In de vier jaar tussen onze instap en de verkoop is het bedrijf van 25 naar 70 miljoen euro omzet gegaan.

“Niet alleen de technologie, ook de organisatie moet top zijn.”



VFB *Investeert Gimv het liefst als eerste in een bedrijf of neemt u ook over van andere investeerders?*

VANDE CAPELLE Het liefst doen we primaire deals. Daar kunnen wij met onze aanpak het meeste waarde toevoegen. Wij zijn bij voorkeur niet de partij die investeringen aan andere investeerders doorverkoop, zoals dat bij de grotere investeerders weleens gebeurt.

VAN DE VOORDE Wij zijn geen harde Angelsaksische investeerders die kijken hoe ze via maximale schulden een hefboom kunnen zetten of met wat draaien aan de knoppen meer kasstroom uit een bedrijf kunnen persen. Wij zijn meer zoals familiale aandeelhouders, die niet alleen praten met de ceo en de cfo of met grote klanten en leveranciers. We gaan naar filialen, praten met Jules aan de machine en Marie aan de receptie. Zo krijg je voeling met een bedrijf en ontdek je het best het potentieel. En eerlijk gezegd: niet bij de instap, maar pas na een paar jaar ken je een onderneming tot in de finesse.

VFB *Gebruikt u een soort blauwdruk of plan?*

VAN DE VOORDE (toont een presentatie met de titel *Value Creation*) Kijk, bedrijven hebben allemaal dezelfde doelstellingen en werkpunten. Een: ze willen de omzet verhogen. Twee: ze moeten hun producten ontwikkelen en naar de markt brengen en drie: ze moeten die globaal uitrollen. Daar-

“Wij zijn geen investeerders die wat aan de knoppen draaien om meer kasstroom uit een bedrijf te persen.”



“We praten met Jules aan de machine en Marie aan de receptie. Zo krijg je voeling met een bedrijf.”

voor moeten ze een goede operationele organisatie uitbouwen, dat is vier. En vijf: dat moeten ze toepassen op de alle locaties die de groep heeft.

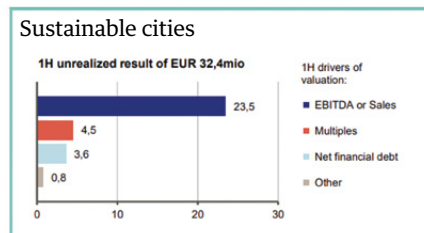
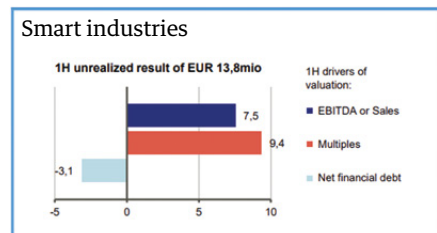
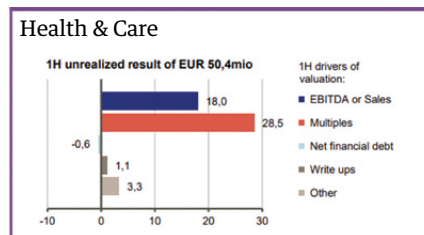
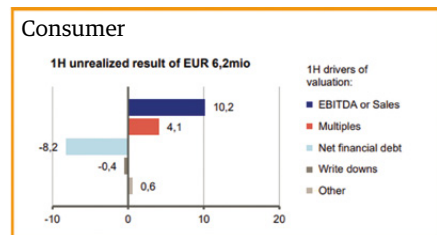
En dan is er nog een heel belangrijk zesde punt. Hoe is de strategische positionering? Hoe kan het bedrijf de meeste waarde

hebben voor een bestaande speler? Daarvoor moet je kijken hoe de markt in elkaar zit en welke bedrijven er actief zijn. Hoe vroeger je dat punt aanpakt, hoe beter je in de juiste richting kunt werken.

VFB *Besprekt u een eventuele verkoop als u instapt in een bedrijf?*

VAN DE VOORDE Ik geef het voorbeeld van een van onze eerste investeringen sinds we gestart zijn met onze vier platformen (zo'n acht jaar geleden, red.) Luciad, een spin-off van de universiteit van Leuven, ontwikkelde software voor geolokalisatie voor de luchtvaart en militaire toepassingen, een manier om zaken op een kaart in detail te visualiseren en er allerlei analyses mee te doen. Dat kon wereldwijd gebruikt worden, maar ook in veel meer sectoren, zoals de landbouw. Dat zagen we snel. We hebben eerst een paar jaar gewerkt en er partners bij gebracht, zoals SAP. Vervolgens hebben we Luciad overtuigd ook in te zetten op landbouw. Dat is gelukt en zo hadden we bewezen dat de technologie veel breder en wereldwijd kon worden ingezet. Om er de maximum-

Evolutie waarde per investeringsplatform in eerste jaarhelft



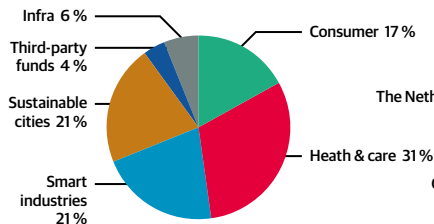
“80 procent van de gerealiseerde meerwaarde komt van een toegenomen bedrijfskastroom.”

Televic Clinic Dispatch (TCD), het eerste verpleegopspysysteem, wordt gelanceerd (1953). Met zijn geïntegreerde intercomfaciliteiten was deze gecentraliseerde intercomdesk innovatief en werd hij geapprecieerd door de verpleegkundigen. Televic is een participatie van Gimv.

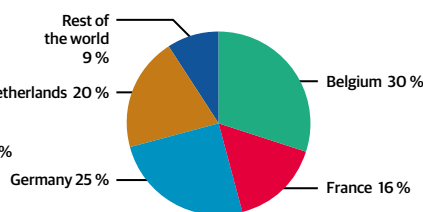


59 Gimv-bedrijven, totale waarde portefeuille: 1,38 miljard euro

Opdeling per investeringsplatform

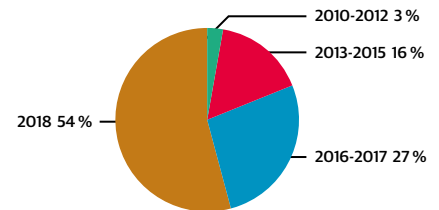


Opdeling per land



De portefeuille is relatief jong

(jaar van eerste investering)



Vinger aan de pols: wat ziet Gimv bij zijn bedrijven?

VFB Corona brengt vreemde tijden. Er is een tekort aan onderdelen, de kosten schieten omhoog en er is een groot gebrek aan personeel. U hebt via de 59 bedrijven in uw portefeuille een unieke kijk op de gang van zaken. Wat ziet u?

TOM VAN DE VOORDE Wij hebben een heel sterke eerste jaarhelft gezien. Dat bleek ook uit de halfjaarcijfers. De omzet van onze bedrijven is met 21 procent gestegen en de ebitda met 46 procent. Dat geeft een wat vertekend beeld versus het coronahalfjaar van 2020. Maar ook tegenover 2019 is er een sterke groei van 15 procent voor de omzet en van 25 procent voor de bedrijfskasstroom. Dat is een belangrijke determinant in de opwaardering van onze portefeuille met 117,7 miljoen.

De tweede jaarhelft zal niet hetzelfde sterke groeiritmekennen. We zien bij een twintigtal bedrijven een impact van het tekort aan componenten en de fors hogere prijzen van grondstoffen en onderdelen. Maar een echt zware impact is beperkt tot slechts een paar bedrijven.

Onze inschatting is dat die bottlenecks vrij snel zullen worden opgelost. Vele bedrijven hebben dankzij hard werk toch nog min of meer kunnen leveren wat gevraagd werd. Met uitzondering van de chips, dat is echt een probleem. Dat kan misschien nog een jaar of langer duren. Een andere belangrijke uitdaging is het vinden van geschikte medewerkers. Dat gaat van hoog naar laag, van ingenieurs tot arbeiders, in diensten en de productie. Voor bijna alle jobs is het moeilijk. Dat zal waarschijnlijk leiden tot looninflatie. Dat geldt niet alleen in Vlaanderen, maar in heel Europa.

VFB Is daar een oplossing voor? Delokaliseren bijvoorbeeld?

VAN DE VOORDE Neen. Alles wat kon verhuizen, naar China of elders, is verhuisd. Bedrijven kijken eerder om zaken terug te halen, reshoring. Dat is alleen maar versterkt met de leveringsproblemen die we zagen en zien. Ik zie maar één oplossing: nog meer automatiseren en nog efficiënter werken, nog beter proberen te doen. Daar zijn we bij Gimv Sowieso mee bezig.

waarde uit te halen, moesten we een grote globale koper zoeken. In deze niche vind je die vooral in de Verenigde Staten. Van de dertig globale spelers die we geïdentificeerd hadden, heeft uiteindelijk Hexagon (beursgenoteerd, red.) Luciad overgenomen. Voor hen was dat bedrijf heel veel waard, want Hexagon is actief in heel veel sectoren. Zij moesten het hebben. Dat was prettig onderhandelen.

VFB Zij betaalden dus een grote multiple?

VAN DE VOORDE Ja, want zij kunnen door hun globale aanwezigheid en de vele sectoren waar ze de technologie kunnen inzetten, de winst verveelvoudigen.

VAN DE CAPELLE We zijn eens nagegaan waar de meerwaarde vandaan komt die we de voorbije zeven jaar op onze exits hebben gerealiseerd. Daaruit bleek dat die voor 20 procent komt uit een hogere multiple. Maar bij onze bedrijven is groei de belangrijkste bron van waardecreatie: niet minder dan 80 procent van de gerealiseerde meerwaarde is afkomstig van een toegenomen bedrijfskasstroom (ebitda). Gemiddeld haalden we geen extra meerwaarde door de afbouw van financiële schulden. Dat is ook omdat we bedrijven financieel niet willen vastzetten. Bedrijven moeten alle kansen krijgen, bijvoor-

beeld door voldoende flexibiliteit te behouden voor mogelijke overnames.

VFB *Er zijn natuurlijk ook dossiers waar het misloopt. In hoeveel dossier maakt u verlies? Is het zoals op de beurs waar veel verliezers zijn en bedrijven die nauwelijks meerwaard bieden tegenover een klein kransje grote winnaars?*

VANDE CAPELLE Neen, bij private equity ligt het aantal verliezers lager. Dat komt waarschijnlijk omdat er zo hard gewerkt wordt om die bedrijven bij te staan en te

“De strategie van Sofina kan je niet vergelijken met de onze.”

begeleiden. Bij Gimv ligt de ‘loss ratio’ laag: zo’n 10 procent van de dossiers. Dat is sterk onder het gemiddelde van de sector. In waarde zal het nog lager zijn, want als het niet lukt, zullen we ook geen vervolginvesteringen doen.

VAN DE VOORDE In Smart Industries hebben we al een kleine twintig bedrijven gehad. Bij twee hebben we onze investering er niet uitgethaald. Eigenlijk was het twee keer hetzelfde: ingestapt in een goed product, maar vroeg en dus nog vrij lang voor het commercieel bewezen was. We hebben daar veel risico genomen. Dan moet je afwegen of je extra investeert of je verlies neemt. Twee op de twintig komt overeen met wat Kristof zei: zo’n 10 procent waar we geen waarde hebben gecreëerd.

VANDE CAPELLE Het zou vreemd zijn of zelfs niet kunnen dat we nooit verliezen hebben. Uiteindelijk is dat de veruitwendiging van het risico dat er altijd is. Soms realiseren we grote meerwaarden. Als we 0 procent verliezen zouden hebben, zou ons rendement per saldo lager liggen. In het risico zit ook het rendement, dat er per saldo wel mooi uitkomt.

VFB *Over dat rendement gesproken. Volgens een berekening van Degroof Petercam haalde Gimv de jongste tien jaar een jaarlijks rendement van net geen 8 procent op de*

“Schaf toch de roerende voorheffing op dividenden in aandelen af.”

portefeuille. De return van het aandeel was 10 procent. Op zich is dat mooi, maar Sofina of Brederode scoren veel hoger.

VANDE CAPELLE De strategie van Sofina kan je niet vergelijken met de onze. We streven naar een mooi rendement doorheen de tijd door rechtstreeks in onze bedrijven te investeren. Als je 10 procent zegt, dan wil dat zeggen dat het vermogen van de aandeelhouder in tien jaar verdrievoudigd is. Dat lijkt mij mooi.

VFB *Gimv betaalt wel een heel hoog dividend met zo’n 5 procent rendement. Dat wordt fiscaal erg afgestraft en dat geld kunt u niet zoals andere groepen weer investeren.*

VANDE CAPELLE Doorheen een volledige investeringscyclus keren we ongeveer de helft van onze nettoreturn uit aan de aan-

deelhouders. Dat stellen beleggers op prijs. Maar je hebt gelijk over het fiscale aspect. De voorbije twee jaar bieden wij de aandeelhouder de keuze tussen een dividend in cash of aandelen. 60 procent kiest voor aandelen. Het frustrert mij enorm dat de mensen daarop evengoed 30 procent roerende voorheffing moeten betalen. Als je een beetje wilt stimuleren dat er geïnvesteerd wordt in ondernemingen en groei, schaf dan toch de roerende voorheffing op dividenden in aandelen af of verlaag ze.

“We willen altijd klaar zijn om extra te investeren.”

VAN DE VOORDE In de vergelijking moet je ook meenemen dat Gimv meestal een cashpositie heeft gehad. Die is zelfs ooit 500 miljoen euro geweest. Daar heb ik nog een leuke anekdote over. Het was 2007. We kregen telefoon van een analist van

Lehman Brothers (de Amerikaanse zakenbank die failliet ging toen de financiële crisis losbrak, red.) Hij vertelde dat wij dat geld moesten uitkeren aan de aandeelhouders (lacht). Gelukkig hebben we dat niet gedaan, want toen de markt op apegapen lag, hebben we dat geld heel mooi kunnen investeren.

VANDE CAPELLE Juist. We willen altijd klaar zijn om extra te investeren. Het mag nooit zo zijn dat een investeringsmanager moet denken: oei, ik zou daarin kunnen investeren, maar er is geen geld. Om waarde te creëren moet er geld zijn, punt. Dat is onze job.

Sinds juni 2019 hebben we onze strategie aangepast en zijn we van altijd cash naar altijd liquiditeiten gegaan. We zijn een langetermijnobligatielening van 250 miljoen euro aangegaan en later hebben we er nog een duurzame obligatie van 100 miljoen euro bij gedaan. Dat is een meer flexibele aanpak, waardoor we recent extra gegroeid zijn tot een portefeuille van bijna 1,4 miljard euro. Zo kunnen onze tickets (startinvestering in een bedrijf, red.) ook wat groter zijn, tot soms 50,



© Lieven Van Assche/idphotoagency

60 of zelfs 70 miljoen euro. We doen ook meer aan buy-and-build. We combineren ondernemingen en doen acquisities via onze bedrijven. We spreken van een totale liquiditeitspositie - die is ongeveer 400 miljoen euro - in plaats van een nettocash-positie.

VAN DE VOORDE Buy-and-build is belangrijk, want size matters. Vaak is een bedrijf met een grotere omvang meer waard voor een overnemer. En nog iets:

overnames door private equity hebben een grotere slaagkans dan beursgenoteerde bedrijven die overnames doen. zal Gimv een CVC (een private-equityspeler met 75 miljard investeringen, red.) worden? Neen, die sturen meteen een bus vol analisten naar een dossier. Daar gaan we niet naartoe. Maar als we op ons niveau wat verder kunnen springen, zorgen we voor extra meerwaarde.



“Onze inschatting is dat de bottlenecks vrij snel zullen worden opgelost.”

VANDE CAPELLE Duvel Moortgat zal ook nooit zeggen dat het AB InBev wil worden. Beide zijn heel goede bedrijven en verdie-

nen veel geld. Het verschil met de heel grote overnamedossiers is dat in onze categorie het maximale gebruik van financiële schulden een minder doorslaggevende rol speelt in de waardering van het bedrijf. **VFB** Is private equity niet overschat en overgewaardeerd?

VAN DE VOORDE De prijzen zijn hoger gegaan, samen met die op de beurzen. Ik zou zeggen dat er één niche is die we duur en vaak

te duur vinden: software. Daar worden we niet 20 procent overboden, maar 40 of 50 procent.

VFB U zegt dat Europese bedrijven zeker niet minder goed zijn dan Amerikaanse. Maar onze beurs is wel een onderdeurtje van Wall Street?

VANDE CAPELLE Dat blijft inderdaad een groot verschil. Al moeten we zeggen dat er toch interesse blijft voor goede dossiers.

Gimv: beleggen in onderschatte regio en kleine kampioenen

GIMV (53,30 EURO) BOEKTE een recordresultaat over de eerste jaarhelft. Het doel is om op lange termijn een resultaat te halen van 15% op jaarbasis. Dat werd met 14,3% al bijna bereikt in een halfjaar (zie grafiek Portfolio return).

Conservatieve waardering

HET RESULTAAT BESTAAT VOOR het gros uit twee elementen: 64,3 miljoen euro uit verkopen plus 111,7 miljoen euro door waarde toename van de portefeuille. Die bestaat voor 59,2 miljoen euro door het hogere resultaat van de bedrijven in portefeuille plus 46,5 miljoen euro door een hogere waardering. Gimv baseert zich voor dit laatste op vergelijkbare sectoren/bedrijven, al dan niet op de beurs. Gimv volgt de Internationale Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines. Uiteindelijk is er altijd interpretatie mogelijk, maar Gimv blijkt over het algemeen conservatief te zijn. Dat blijkt vaak als het tot een verkoop van een deelneming komt en de transactieprijs gemiddeld 30 tot 40% hoger is dan de laatste waardering. De waarde van 1,38 miljard euro of 51,6 euro

per aandeel Gimv is dus te relativiseren, net zoals de kleine premie waarmee Gimv gezegd noteert.

Geen Sofina

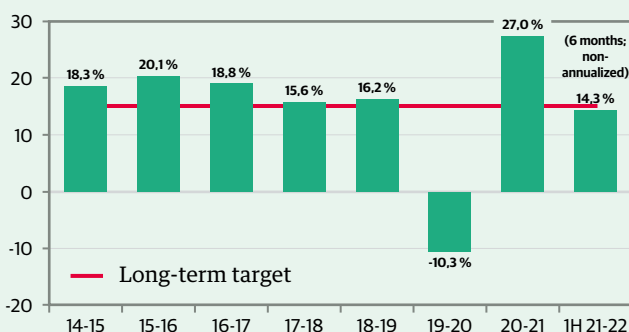
DE VOORBLIJF 10 JAAR was Gimv een rendabele belegging (dividenden inbegrepen), maar Sofina en Brederode presteerden nog veel beter. Een verschil is dat Gimv een veel hoger dividend uitkeert, wat fiscaal niet zo interessant is. Gimv hield ook veel cash aan, wat het rendement drukt. Dit werd opgelost door obligatieleningen aan te gaan. Maar het grootste structurele verschil is de investeringsscope. Sofina is bij uitstek globaal gericht op internetbedrijven en Azië, vaak ook via

internationale fondsen. Gimv is gefocust op vier landen in het hart van Europa en op Healthcare (daar wel globaler), slimme industrie, duurzame steden en consumenten: wat een heel brede scope is. Bovendien is Gimv voor deze bedrijven een partner en staat het deze meestal wat kleinere bedrijven actief bij in hun groei.

Onderschatte regio

DAAR WAAR EEN INVESTERINGSMAATSCHAPPIJ interessant is voor een belegger door een intrinsieke spreiding, is het aan te bevelen verschillende aandelen van investeringsmaatschappijen te combineren. Via Gimv zet je dan in op wat kleinere bedrijven in het hart van Europa. Een focus die bij beleggers misschien wat onderschat wordt. Interessant wordt ook te zien hoe de waarderingen beïnvloedt zullen worden als de rente stijgt of het de grote internetbedrijven eventueel wat minder voor de wind zal gaan. De waarderingen op Wall Street en de beurzen hebben ook hun weerslag op de waardering van private equity.

Portfolio return



“Om waarde te creëren, moet er geld zijn, punt. Dat is onze job.”

Dit jaar hebben we Onward en Biotals naar de beurs gebracht. Dat is omdat die bedrijven klaar waren voor de extra dynamiek die dat meebrengt.

VAN DE VOORDE De unieke toegevoegde waarde van een beursnotering is de reputatie en de bekendheid. In tijden dat er een tekort is op de arbeidsmarkt is dat zeker belangrijk.

VFB Welk rendement haalt Gimv op de portefeuille?

VANDE CAPELLE Onze doelstelling is om gemiddeld 15 procent per jaar op onze portefeuille te realiseren. Beschouw dat als onze interne *cost of capital*. Dat wil zeggen: maal 2 à 2,5 om de vijf tot zes jaar.

Dat is een gemiddelde, want er zijn natuurlijk mindere en betere periodes. Dat hangt ook samen met de maturiteit van je portefeuille. Vandaag zijn we gemiddeld 3,7 jaar geïnvesteerd, dat is vrij jong, als je weet dat de gemiddelde houdperiode zes tot zeven jaar bedraagt.

VFB Gimv noteert met een kleine premie op de waarde van de portefeuille. Bent u daar tevreden mee?

VANDE CAPELLE Dat moet je relativeren. Een belangrijk deel van de meerwaarde komt pas tot uiting als we onze bedrijven verkopen. Dat gebeurt gemiddeld tegen 30 à 40 procent meer dan de laatste waardering. Vandaag is onze portefeuille gewaardeerd tegen 8,3 keer de ebitda. Dat is lager dan de 11 keer waartegen transacties van

“De intrinsieke waarde is een foto, een momentopname. Wij hebben het liever over de film.”

Gimv investeert ook in het Nederlandse bier van United Dutch Breweries.



daag gemiddeld gebeuren in onze markt. Het is zoals Tom zegt, we krijgen geen bloemen voor de waardering, maar pas als de cash op de rekening staat. We zijn daar graag wat voorzichtig mee, dan het risico te lopen op overschattingen.

“Een uitstap gebeurt gemiddeld tegen 30 à 40 procent meer dan de laatste waardering.”

Wij kunnen ons dat ook beter veroorloven dan een closed-end-fonds. De beheerder van dat fonds ziet de einddatum naderen en moet na enkele jaren geld ophalen voor een nieuw fonds. Die zal dan willen uitpakken met een hogere waardering, want hij wil reclame maken voor het nieuwe fonds. Die druk hebben wij niet. Onze portefeuille staat vandaag gewaardeerd tegen 1,2 keer de aankoopwaarde. Maar nog eens: de net asset value (de portefeuillewaarde, red.) is een foto, een momentopname. Wij hebben het liever over de film. We proberen daarover zo goed en consistent mogelijk te communiceren.

VFB De Vlaamse overheid is met 27,55 procent nog altijd aandeelhouder van Gimv. Zal ze dat blijven? Of zou u liever hebben

dat die aandelen naar de markt komen zodat de liquiditeit van het aandeel verbetert?

VANDE CAPELLE Of de Vlaamse Participatiemaatschappij (VPM) aandeelhouder blijft, is niet aan ons om te beslissen. Maar een referentieaandeelhouder hebben is positief en zorgt voor stabiliteit. En als je het hebt over de liquiditeit van ons aandeel: daar zijn we een beetje het slachtoffer van ons succes. We hebben heel veel trouwe aandeelhouders. Het aandeel Gimv blijft gemiddeld vijf tot zes jaar in dezelfde handen, terwijl dat voor een Bel20-aandeel zo'n twee tot drie jaar is. We horen vaak van institutionele beleggers dat ze wel willen beleggen in Gimv, maar het niet mogen of kunnen omdat het handelsvolume te laag is.

“Er is één niche die we vandaag duur en vaak te duur vinden: software.”



Jan Reyns

*Journalist
Mede-oprichter
Spaarvarkens.be*

Jasper Vekeman

Hoofdredacteur VFB



INTERVIEW DECEMBER 2021