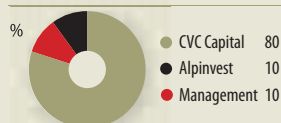


Schuldexplosie

	2005	2004
Eigen vermogen	115 mln euro	177 mln euro
Achtergestelde leningen	201 mln euro	60 mln euro
Garantievermogen	316 mln euro	237 mln euro
Voorzieningen	105 mln euro	49 mln euro
Lange- en kortetermijnschulden	873 mln euro	528 mln euro
Balanstotaal	1294 mln euro	814 mln euro

CVC domineert

Aandeelhouders



Raad van commissarissen

- Voorzitter: **Paul van den Hoek** (partner advocatenkantoor Stibbe)
- Brian Hill** (ex-directeur cementconcern CRH)
- Rolly van Rappard** (CVC)
- Jan Reinier Voûte** (CVC)
- Marc Boughton** (CVC)

OMZET

1,33 mrd

NETTOWINST

53 mln

NETTOSCHULD

598 mln

In de aanloop naar de beursgang van Wavin heeft eigenaar **CVC CAPITAL** de financiële positie van de producent van plastic leidingen flink uitgehold.

UITGEHOLD NAAR BEURS



ERIC BRINKMAN

Toen CVC Capital zeven jaar geleden 46 procent van de aandelen in Wavin kocht, dacht de investeringsmaatschappij daar vóór 2004 weer vanaf te zijn. Aanvankelijk wilde CVC de aandelen na drie tot vijf jaar weer verkopen, vertelde bestuursvoorzitter Philip Houben in 2001 aan het tijdschrift *Twente-Visie*. Het heeft aanzienlijk langer geduurd, maar binnenkort kan CVC zijn belang in de grootste producent van plastic leidingen van Europa dan toch grotendeels verkopen. Afgelopen woensdag meldde Wavin op 12 oktober naar de beurs te gaan. Een aandeel gaat 11 tot 13,50 euro kosten. Daarmee wordt heel Wavin gewaardeerd op 830 tot 1.020 miljoen euro.

De verkoop van Wavin door CVC is een van de weinig recente voorbeelden van een investeringsmaatschappij die uitstapt via de beurs. De financiële pagina's van de kranten staan de laatste tijd bol van private equity-huizen die juist miljarden investeren in de uitbreiding van hun portefeuilles. Ook CVC heeft zich daarbij niet onbetuigd gelaten. In Nederland zijn de investeerders vooral bekend van hun participaties in het kunstvezelbedrijf Acordis (ex-Akzo) en winkelconcern VendexKBB, nu Maxedax.

Niet alleen in dat opzicht is de

transactie bijzonder. Wavin is een van de weinige nieuwelingen die de beurs afgelopen jaren mocht verwelkomen. Met een omzet van 1,3 miljard euro, een nettowinst van 53 miljoen en 6.800 werknemers heeft het concern bovendien genoeg gewicht om een aanzienlijk beursfonds te worden.

Veel particuliere en institutionele beleggers zullen daarom zeker een serieuze blik werpen in het prospectus, dat de begeleidende banken ABN Amro Rothschild, Lehman Brothers en Merrill Lynch deze week publiceerden. Of zij op basis daarvan ook zullen instappen, is onzeker. Want wie het prospectus en het jaarverslag goed leest, kan zien hoe CVC de financiële positie van Wavin vorig jaar ernstig uitholde.

Drinkwater

Begin jaren vijftig begon directeur Johan Keller van waterleidingmaatschappij Overijssel (WMO) plastic buizen te maken om het transport van drinkwater te verbeteren. In 1955 werd de activiteit verzelfstandigd als Wavin, maar WMO bleef grootaandeelhouder. Oliemaatschappij Shell kocht de andere helft van de aandelen.

Met de twee zwaargewichten als eigenaar kon Wavin zich ontwikkelen tot een grote speler in Europa. Eind jaren negentig wilde Shell echter van zijn aandelen af. De overname van dat belang, voor een onbekend bedrag, was destijds een van de eerste grote deals van CVC in Nederland.

De komst van de nieuwe mede-eigenaar bracht veranderingen in de top. CVC kreeg

Bestuursvoorzitter Philip Houben kwam in 1999 naar leidingenfabrikant Wavin om een beursgang voor te bereiden.

drie commissarissen: CVC-directeur Rolly van Rappard, bestuursvoorzitter Andrew Land van handelshuis Hagemeyer en ex-topman Fons Driessen van Wavin. Driessen had net als bestuursvoorzitter plaats gemaakt voor Philip Houben, die eerder de plastic verpakkingendivisie van KNP-BT verkocht aan het Amerikaanse Tenneco.

Aanvankelijk concentreerde Houben zich bij Wavin vooral op rationalisatie en *downsizing*. Mede door kleine overnames liet de omzet toch een bescheiden stijging zien, van 862 miljoen euro in 2000 tot 1.020 miljoen in 2004.

Maar veel muziek zat er niet in. De eerste jaren van de 21ste eeuw werd Wavin geconfronteerd met een weinig florissante bouwmarkt, vooral in Duitsland. Dat was echter niet de enige reden dat CVC het belang in het bedrijf niet binnen de bedoelde drie tot vijf jaar kon verzilveren. De omslag op de internationale effectenmarkten maakten een exit via de beurs onmogelijk.

Intussen begonnen de verhoudingen bij de andere grootaandeelhouder te verschuiven. In 2002 fuseerde het Overijsselse waterleidingbedrijf WMO met Waterbedrijf Gelderland en Nuon Water tot Vitens. Maar de eigenaren van WMO (de provincie Overijssel en 24 gemeenten) waren natuurlijk niet zo gek om het belang in Wavin als verborgen schat mee te geven aan Vitens. De Wavin-aandelen werden afgesplitst en ondergebracht bij de houdstermaatschappij WMO Beheer, die in handen bleef van provincie en gemeenten.

Zonniger

In 2004 begon de situatie er voor investeerder CVC weer zonniger uit te zien. Zowel de bouwsector als de effectenmarkten herstelden. CVC kon vorig jaar met voorbereidingen voor de verkoop beginnen. Wavin werd eerst nog even flink vetgemest. Naast enkele kleinere overnames kocht topman Houben in 2005 Hepworth Building Products. De overname van de Britse bouwproductenmaker, die 20 procent aan de omzet van Wavin toevoegde, is de grootste overname in de geschiedenis van het concern.

Daarnaast werd een einde gemaakt aan de aanwezigheid van grootaandeelhouder WMO Beheer, met zijn lastige achterban van provincie en gemeenten. Eind 2005 verkocht WMO Beheer zijn aandelen voor 312 miljoen euro. Het belang van CVC nam toe tot 80 procent. Investeerder Alpinvest trad met een belang van 10 procent toe als nieuwe aandeelhouder. Het management breidde zijn belang uit van 8 tot 10 procent.

De uitkoop van WMO Beheer en het ver-



WIM VAN VOSSSEN/ANP

Investeerder CVC holde de financiële positie van buizenmaker Wavin uit.

grote belang van CVC weerspiegelden zich in de raad van commissarissen. De toezichthouders van WMO, onder wie burgemeester Jan Oosterhof van Kampen, vertrokken. Ook Land en Driessen namen afscheid. Hun zetels werden ingenomen door CVC-kopstukken Jan Reinier Voûte en Marc Boughton.

Met de uitkoop van WMO Beheer kwam CVC stevig aan de knoppen te zitten. Het ligt dus voor de hand dat het geld voor de uitkoop ook uit de zakken van CVC kwam.

Maar dat is niet het geval. Als het enigszins kan, betalen private equity-huizen namelijk niet met eigen geld, maar met geld van de bedrijven die zij overnemen.

Uit het jaarverslag over 2005 blijkt dat CVC deze financieringsmethode ook hier toepaste. 'Als onderdeel van de verandering van de aandeelhoudersstructuur heeft Wavin zijn

bestaande financieringsfaciliteiten vervangen door nieuwe leningen', meldt het bedrijf in geruststellende bewoordingen. Lees: om de provincie en de gemeenten uit te kunnen kopen, heeft eigenaar CVC het bedrijf opgezadeld met torenhoge schulden.

Omdat Wavin de overname van de aandelen door CVC en Alpinvest betaalde met geleend geld explodeerde de nettoschuld van het concern vorig jaar van 199 miljoen euro tot 598 miljoen. De herfinanciering, die

werd verzorgd door ABN Amro, Fortis en de Canadese bank CIBC, had een vernietigende impact op de solvabiliteit van het bedrijf.

Wavin doet overigens zijn best dat te verdoezelen. Volgens het jaarverslag nam de solvabiliteit af van 29,1 procent in 2004 tot 24,5 procent in 2005. Dat lijkt mee te vallen. De definitie die het bedrijf hanteert voor solvabiliteit is echter een verraderlijke. Wavin gaat namelijk uit van het garantievermogen als percentage van het balanstotaal.

Waarom dat verraderlijk is? De extra schuldenlast die Wavin voor de uitkoop van WMO Beheer en de overname van Hepworth op zijn schouders hees, bestaat deels uit achtergestelde leningen. Die post steeg in 2005 van 60 miljoen naar 200 miljoen euro. Dergelijke leningen worden meegerekend in het garantievermogen. Daarom kon de invloed van de toegenomen schulden op de solvabiliteit (in Wavins definitie) beperkt blijven.

Wie de meer gangbare definitie van solvabiliteit (puur eigen vermogen als percentage van het balanstotaal) hanteert, ziet dat de werkelijke verslechtering van de financiële positie veel ernstiger is dan Wavin suggereert. Die solvabiliteit daalde van 21,7 procent in 2004 tot 8,9 procent in 2005. Om een idee te krijgen, de solvabiliteit van een vergelijkbaar bedrijf als Aalberts Industries bedraagt 31 procent. Met andere woorden: CVC, dat zijn eigen belang verkleint tot 29 procent, brengt een uitgeholde buizenmaker naar de beurs.

■ MATHIJS.SMIT@reedbusiness.nl

Om provincie en gemeenten uit te kopen, heeft CVC Wavin opgezadeld met torenhoge schulden