



Damaged rooftops on cow sheds at Lujiapu Cow Farm expose cows to the elements. Photos by MWC investigator.

Een screenshot uit het Muddy Waters-rapport

FrieslandCampina zit tot aan de enkels vast in een Chinese modderpoel

Dennis Mijnheer

[FTM](#) | Gisteren 06:00

Melkcoöperatie FrieslandCampina is verzeild geraakt in een onvoorstelbare fraudezaak in China. Partner Huishan zit in een diepe put. En FrieslandCampina heeft er meer dan 100 miljoen in gegooid. Wat ging er mis?

318 miljoen euro kasgeld dat ‘zoek’ is, vier miljard dollar aan verdampte beurswaarde binnen één dag, een financieel directeur die als vermist wordt opgegeven. En anderhalve week geleden een beursbericht dat de hele onderneming op last van de financiers wordt doorgelicht in een fraude-onderzoek.

De bizarre taferelen bij de Chinese melkgigant Huishan Dairy lijken een ver-van-mijn-bed-show, maar in het Amersfoortse hoofdkantoor van FrieslandCampina levert de situatie de nodige hoofdpijn op. De Nederlandse melkcoöperatie is namelijk sinds 2015 voor meer dan 130 miljoen euro zakelijk verbonden aan dit Chinese bedrijf en dreigt nu ongeveer 45 miljoen euro te verliezen op haar Chinese avontuur.

Dit mogelijke verlies komt bovenop de 29 miljoen euro die, zo blijkt uit de jaarverslagen 2015 en 2016, de afgelopen twee jaar al verloren zijn gegaan.

Presidentiële bemoeienis

Het Chinese avontuur komt uit de koker van Cees 't Hart, de man die op 1 januari 2009 aan het roer kwam te staan van FrieslandCampina. Het bedrijf was kort daarvoor ontstaan uit de megafusie van de twee grote Nederlandse zuivelbedrijven Friesland Foods en Campina. Het resultaat van die fusie was de grootste zuivelcoöperatie ter wereld, met ruim 15 duizend aangesloten melkveebedrijven, zo'n 20 duizend medewerkers in 24 landen en een omzet van 8 miljard euro [in 2009](#). Oud-Unileverman 't Hart ging vervolgens op overnamepad, vertrok naar een hip, [duurzaam](#) hoofdkantoor in Amersfoort en richtte zijn blik op buitenlandse afzetmarkten.

China kampt al jaren met een groot melktekort

De meest veelbelovende van die buitenlandse markten: China. FrieslandCampina zag een enorme vraag naar babymelk en, dankzij Chinese hipsters die steeds vaker een *caffè latte* of een thee met melk bestellen, ook naar 'normale' melk. Het land kampt dan ook al jaren met een groot melktekort. Daar komt nog eens bij dat de melk die er is, een twijfelachtige reputatie geniet.

Het fundament voor de trek naar het Oosten werd gelegd in maart 2014, tijdens het staatsbezoek van de Chinese president Xi Jinping aan Nederland. Één van de agendapunten die bij dat bezoek ter sprake kwamen betrof de melkindustrie. Rutte tekende een samenwerkingsovereenkomst en 't Hart vertelde aan president Jinping over zijn witte motor in Nederland. FrieslandCampina verscheeptte op dat moment onder de merknaam Friso al ladingen babyvoeding naar Chinese ouders; soms kwamen ze het zelfs persoonlijk halen, als ze als toerist in Nederland op bezoek waren.

Mooiste meisje van het bal

De samenwerkingspartner diende zich hetzelfde jaar al aan in de vorm van een van de grootste zuivelconcerns van China: Huishan Dairy. Dit voormalige staatsbedrijf werd in 2000 geprivatiseerd en gekocht door medewerker Yang Kai. Yang bracht Huishan in 2013 naar de beurs in Hong Kong, hetgeen hem een [plekje](#) op de Forbes-rijkenlijst opleverde. Als directeur-aandeelhouder bouwde hij vervolgens zijn melk-imperium verder uit; uiteindelijk klopte FrieslandCampina in 2014 bij hem aan met het voorstel om een joint venture te starten.

‘We hebben het mooiste meisje van het bal,’ [vertelde](#) ‘t Hart eind 2014 bij de bekendmaking trots tegen *Het Financieele Dagblad*. Volgens de topman, die een half jaar later zou vertrekken naar bierfabrikant Carlsberg, had Huishan uit meerdere buitenlandse partijen kunnen kiezen, ‘maar wij hadden een klik en deelden dezelfde opvattingen over ketendenken.’ De deal werd door FrieslandCampina bezegeld met een investering van 700 miljoen renminbi (destijds 90 miljoen euro) in een gezamenlijke Chinese zuivelfabriek vlakbij de Chinese stad Shenyang. In ruil daarvoor kregen de Nederlanders 50 procent van de aandelen van de joint venture in handen.

"De eerste jaarverslagen sinds het begin van het Chinese avontuur stemmen weinig hoopvol"

In het vakblad *MenA* [motiveerde](#) jurist Damianos Vainas van FrieslandCampina waarom het bedrijf in zee ging met Huishan: ‘Het kan in China wel twee jaar duren voordat je alle benodigde vergunningen bij elkaar hebt. En dan moet je nog beginnen met bouwen. Dat wilden we niet, dus kozen we ervoor om met een betrouwbare Chinese partner in zee te gaan. Uiteraard controleren wij wel of onze samenwerkingspartner aan de Nederlandse kwaliteitseisen blijft voldoen, ook al is de productie lokaal.’

Het beoogde voordeel zit hem erin dat de Chinezen hun eigen melkproducten wantrouwen. Dat wantrouwen ontstond nadat er in 2008 [giftige babymelk](#) met melamine op de markt kwam. Als gevolg van die fout stierven er zes baby's en [werden](#) circa 300 duizend kin-

deren ziek. Het gevolg was een gigantische vraag naar Nederlandse kwaliteitsmelk, veel parallelle import en zelfs koopbeperkingen van pakken Nutrilon in de supermarkt.

Teleurstellende resultaten

De taakverdeling tussen Huishan en FrieslandCampina was dan ook duidelijk: de honderdduizenden koeien bij de melkveebedrijven van Huishan leveren de melk, en FrieslandCampina levert het Nederlandse kwaliteitsstempel – inclusief een paar oer-Hollandse blonde krullenkoppies op de verpakking.

Maar trappen Chinezen daar wel in? De eerste twee jaarverslagen van FrieslandCampina sinds het begin van het Chinese avontuur – die van 2015 en 2016 – stemmen weinig hoopvol: de resultaten zijn teleurstellend. In het eerste jaar van de samenwerking zorgde de joint venture voor 22 miljoen euro aan extra omzet; dit ging echter wel gepaard met een verlies van 10 miljoen euro. Ook het tweede jaar verliep niet al te best. De omzet steeg weliswaar met zes miljoen naar 28 miljoen euro, maar de verliezen verdubbelden bijna, naar 19 miljoen euro.

De problemen bij FrieslandCampina vallen in het niet bij die
van Huishan

FrieslandCampina-woordvoerder Debbie de Wagenaar schaat de 29 miljoen euro verlies over die eerste twee jaar onder ‘normale aanloopinvesteringen’: ‘Op dit moment lopen we in lijn met onze business case. Het product is sinds december in de markt te krijgen en begint een goede rotatie te krijgen.’

In de markt heerst echter nog scepsis. Een Nederlandse ondernemer, in China actief als importeur van babymelk, vertelt: ‘Op de megafarms van Huishan hebben ze misschien wel Nederlandse koeien en Nederlands gras, maar de grond waarop de koeien grazen is en blijft Chinees. De Chinese consument is daardoor nog steeds sceptisch, vanwege de industrie en verontreiniging met zware metalen in de grond.’

Van gras tot glas

De problemen bij FrieslandCampina vallen echter in het niet bij die van Huishan. De melkgigant was ooit een Chinese succesverhaal: de volledig verticaal geïntegreerde productieketen stelde het bedrijf in staat om ‘van gras tot glas’ te leveren – een uiterst winstgevende business.

Het verhaal begint bij het proteïnerijke koeienvoer alfalfa, dat Huishan zelf verbouwt op haar gepachte landerijen – in totaal zo’n 32 duizend hectare. Kostentechnisch is deze eigen productie een groot voordeel, want vanwege de schaarse landbouwgrond in China moeten concurrerende melkveebedrijven het voer importeren uit Californië. Huishan is daardoor goedkoper uit bij het voeren van haar 200 duizend koeien – voornamelijk van het ras Jersey en Holstein – die zijn verspreid over 80 eigen melkveebedrijven. De geproduceerde melk wordt vervolgens ook verwerkt tot allerlei melkproducten, die het bedrijf weer zelf in de markt zet.

De winstmarge van Huishan komt in de buurt van die van
Apple

Dit alles is behoorlijk winstgevend: in het jaarverslag van 2016 valt te lezen dat er op een omzet van omgerekend 570 miljoen euro maar liefst 190 miljoen euro winst wordt geboekt. Deze bruto winstmarge van 33 procent komt daarmee in de buurt van die van Apple, één van de meest winstgevende bedrijven ter wereld.

Grote gaten

Eind 2016 schiet de Amerikaanse investeerder Muddy Waters in een vernietigend [onderzoeksrapport](#) echter grote gaten in Huishans succesverhaal en de torenhoge winstmarges. Het investeringsbedrijf keek verder dan de papieren cijfers en stuurde onderzoekers op pad, die 35 Huishan-bedrijven onderzochten. Ze legden (stiekeme) bedrijfsbezoeken af, belden met Huishans toeleveranciers en lieten drones over de melkveebedrijven vliegen.

Daarmee kwamen de eerste scheurtjes aan het licht. Zo bleek het onderhoud bij Huishans melkveebedrijven behoorlijk slecht: de onderzoekers spotten veel kapotte daken en kwamen zelfs enkele onafgebouwde stallen tegen. Dit leidde Muddy Waters ertoe om vraagtekens te zetten bij de bezittingen die Huishan in haar jaarverslagen rapporteert.

Nu heeft Muddy Waters als shortseller een financieel belang bij negatief sentiment tegenover Huishan. De *Financial Times* [controleerde](#) echter een deel van de bevindingen en ook deze krant stuitte op verlaten en vervallen melkveebedrijven.

Daarnaast deden de onderzoekers van Muddy Waters eind 2016 nog een onthulling: ze wisten de hand te leggen op foto's waaruit bleek dat Huishan zeker al in 2014 – het jaar dat FrieslandCampina haar oog liet vallen op het bedrijf – op grote schaal alfalfa inkocht. De onderzoekers spraken met meerdere toeleveranciers; die bevestigden het verhaal.

Een pijnlijke openbaring, daar Huishan bij de beursgang in 2013 juist claimde dat het zelfvoorzienend was qua koeienvoer. Door die zelfvoorzienendheid claimde het bedrijf slechts 70 dollar per ton alfalfa kwijt te zijn, in plaats van de 400 dollar per ton die het doorgaans kost bij import. Muddy Waters typeert de import-actie als 'fraude'.

Een Nederlandse planten-consultant die Huishan destijds adviseerde bevestigt het verhaal: 'Het was technisch niet haalbaar om alle melk te produceren met eigen teelt van alfalfa.' De consultant, die vanwege zijn huidige werkzaamheden anoniem wil blijven, geeft aan wat het effect was: 'De kostprijs kwam zo veel hoger te liggen. Daardoor werd eigenlijk het businessplan waarmee ze naar de beurs waren gegaan onderuit gehaald.'

'De Nederlandse managers in Beijing wisten dat het verhaal
van Huishan niet klopte'

Volgens de consultant waren de problemen met het koeienvoer ook in 2014 al bekend op de FrieslandCampina-vestiging in Beijing: 'De Nederlandse managers in Beijing wisten dat het verhaal van Huishan niet klopte en hadden twijfels bij de plannen voor de joint venture.'

Maar als ceo 't Hart in Beijing kwam, dan wilde hij alleen maar de succesverhalen horen.'

Instorting aandeel

Hoewel het 'succesverhaal' van Huishan op dat moment op de beurs nog miljarden waard was, schatte Muddy Waters de bedrijfswaarde eind 2016 op 'close to zero'. Reden waren het 'frauduleuze' alfalfa-verhaal en de slechte staat van de bezittingen; ook is er sprake van een overdaad aan schulden. Om de cashflow ondanks die schulden op peil te houden, moest Huishan vreemde stunts uithalen – van het verpanden van aandelen tot het verkopen en terugleasen van 50 duizend koeien aan een ander Chinees bedrijf.

Het rapport zorgt direct voor een koersval van enkele procenten, maar de echte klap komt drie maanden later: op 24 maart gaan er – op vrij onverklaarbare wijze – 779 miljoen Huishan-aandelen in de ramsj. Dit terwijl het normale volume van het Huishan-aandeel dan 14 miljoen stuks per dag bedraagt. Het gevolg: een enorme koersval van ruim 85 procent, waardoor er in één klap 4 miljard dollar aan beurswaarde verdampt en Yang Kai zijn Forbes 500-notering in rook op ziet gaan. De financiële topvrouw Ge Kun is opeens spoorloos en wordt later door Huishan zelfs als [vermist](#) opgegeven.

"Het komt voor mij als een verrassing dat Huishan zo in de problemen zat"

En FrieslandCampina? Dat zit met waardeloze aandelen in haar maag. De Nederlanders hebben namelijk in juni 2015, een paar maanden na de start van de joint venture, voor 27 miljoen euro aandelen gekocht in moederconcern Huishan. Hierdoor staan ze nu op een totaal verlies van 45 miljoen euro.

De *outlook* voor aandelen Huishan zijn allesbehalve rooskleurig: de onderneming [kondigde](#) in juni aan dat het niet meer kan voldoen aan haar bankverplichtingen. Met andere woorden, het bedrijf dreigt te bezwijken onder de officiële schuldenlast van 3,5 miljard euro. Huishan kondigde daarom ook een herstructurering van de schulden aan. Het zal erop neerkomen dat de schuldeisers, veelal Chinese banken,

moeten afschrijven op hun vorderingen. FrieslandCampina geeft aan dat de productie van Dutch Lady in China nog altijd operationeel is.

Ondertussen krijgen de door Muddy Waters geuite vermoedens en bevindingen over de troebele boekhouding van Huishan steeds meer bijval uit andere bronnen. Zo moest Huishan afgelopen juni [toegeven](#) dat er een onverklaarbaar tekort van 318 miljoen euro aan kasgeld is opgedoken in de boekhouding. Het Muddy Waters-onderzoek krijgt bovendien een follow-up, want in juli maakte Huishan [bekend](#) dat accountantskantoor Deloitte Advisory in Hong Kong is ingeschakeld voor een fraudeonderzoek naar alle Huishan-ondernemingen.

Is er wat over het hoofd gezien?

Oud-verkoper van FrieslandCampina-melkpoeder Yu Hao reageert verbaasd: ‘Toen ik er in 2014 werkte, stond Huishan te boek als een gekwalificeerde melkproducent. Het komt voor mij als een verrassing dat Huishan zo in de problemen zat.’

Due diligence

De waslijst aan problemen in China werpt de vraag op: had dit voorkomen kunnen worden? In het jaarverslag 2016 valt te lezen dat FrieslandCampina 1 miljoen euro heeft gespendeerd aan ‘acquisitiegerelateerde kosten’. Dit zijn vooral juridische kosten die betrekking hebben op de joint venture: zo nam FrieslandCampina het gerenommeerde advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek in de arm om de deal te begeleiden. Zowel vanuit het kantoor aan de Amsterdamse Zuidas als de vestiging in Shanghai werd de deal voorbereid onder leiding van partner Gaby Smeenk.

due diligence. Huishan is een beursgenoteerd bedrijf, alle openbare informatie en cijfers zijn gecontroleerd. Daarnaast werkten wij al een paar jaar met ze samen.’

De bestudering van Huishans officiële cijfers en – door KPMG goedgekeurde – jaarverslagen kon nochtans niet voorkomen dat FrieslandCampina tot haar enkels vastzit aan een samenwerkingspartner

die gevestigd is op de Kaaimaneilanden en waarvan de geldstromen op zijn minst heel troebel zijn.

Muddy Waters-oprichter Carson Block

"De winstmarges die het bedrijf beweerde te behalen, klonken te mooi om waar te zijn"

Déjà vu

De problemen lijken bijna inherent te zijn aan het zakendoen in China. In een eerder [FTM-artikel](#) over Chinese bedrijven zei China-deskundige en hoogleraar Internationale Economie aan de Business Universiteit Nyenrode Haico Ebbers bijvoorbeeld het volgende: 'FrieslandCampina zal in de onderhandelingen geprobeerd hebben om de financiële stromen te achterhalen, maar daar kom je gewoon niet achter. Ze willen wel meer informatie over een Chinees bedrijf, maar krijgen die vaak niet. Het blijft bij hen altijd moeilijk om te achterhalen hoe de financiële stromen precies lopen.'

De enige partij die wél een gedegen *due diligence* lijkt te hebben gedaan, is Muddy Waters. Eigenaar [Carson Block](#) laat Follow the Money per email weten dat zijn onderzoekers kort na de beursgang voor het eerst naar Huishan keken: 'De winstmarges die het bedrijf beweerde te behalen, klonken naar onze mening te mooi om waar te zijn. Toen wij op locatie onderzoek hadden gedaan naar de staat van hun melkveebedrijven, leek het ons al helemaal hoogst onwaarschijnlijk dat ze zulke hoge winstmarges konden behalen. De alfalfaproductie viel tegen en de fabrieken boden niet de meest optimale condities om melk te produceren.'

Dat zowel FrieslandCampina als gerenommeerd kantoor als De Brauw & Blackstone de fraude niet wisten te doorgronden, verbaast Block niet. Hij wijst op de Amerikaanse bedrijven Caterpillar en Joy Global die voor [honderden miljoenen](#) het schip in gingen: 'FrieslandCampina zal niet het eerste Westerse bedrijf zijn dat bij een directe investering in China fraude over het hoofd ziet.'

