

# Inhoud

Voorwoord bij de negende druk	9
<b>1 Inleiding</b>	<b>11</b>
<b>2 Koop van een onderneming – het proces</b>	<b>13</b>
2.1 Vier fasen in het koopproces	13
2.2 Redenen voor een acquisitie en de acquisitiestrategie	14
2.3 De zoekfase	14
2.4 De transactiefase	15
2.5 Onderdelen in de transactiefase	16
2.6 Post-merger integration	18
2.7 Samenwerking met adviseurs	18
2.8 Risicobeheersing	20
<b>3 De acquisitiestrategie</b>	<b>21</b>
3.1 Redenen voor een fusie of overname	21
3.2 De acquisitiestrategie	29
<b>4 Van acquisitiestrategie naar kandidaat</b>	<b>32</b>
4.1 Het concretiseren van de acquisitiestrategie	32
4.2 Is er kans van slagen?	38
4.3 Het transactieteam	39
4.4 Het ingaan van de transactiefase	40
<b>5 De managementbuy-out en private equity</b>	<b>45</b>
5.1 De managementbuy-out	45
5.2 Private equity	46
5.3 Karakteristieken werkwijze	48
<b>6 Waarde en prijs</b>	<b>52</b>
6.1 Waarde en prijs	52
6.2 Algemene waarderingsmethodieken	53

6.3	Van stand-alone waarde naar strategische waarde	70
6.4	De fairnessopinie	77
<b>7</b>	<b>Financiering en structurering</b>	<b>84</b>
7.1	Het financieringspotentieel van een onderneming	84
7.2	Besluitvormingsproces binnen een bank	87
7.3	Financieringsvormen	89
7.4	Structurering van de transactie	92
7.5	Buy-outstructuur en debt pushdown	98
7.6	Overige fiscale aspecten structurering	104
7.7	Convenanten	107
<b>8</b>	<b>Van eerste contact tot intentieverklaring</b>	<b>112</b>
8.1	Het eerste contact met de verkopers	112
8.2	Onderhandelingen niet vrijblijvend	113
8.3	De geheimhoudingsverklaring	114
8.4	Regelgeving	115
8.5	Indicatief bod	115
8.6	Intentieverklaring	116
<b>9</b>	<b>Juridische aspecten</b>	<b>120</b>
9.1	Diverse regelgeving van belang	120
9.2	Mededingingsrecht	120
9.3	Aanbod van aandelen aan het publiek	123
9.4	Bevoegdheden ondernemingsraad	125
9.5	SER-besluit Fusiegedragsregels 2000	126
9.6	Regelgeving betreffende beursfondsen	128
9.7	De Corporate Governance Code	132
<b>10</b>	<b>Het due diligence onderzoek</b>	<b>135</b>
10.1	Het doel van een due diligence onderzoek	135
10.2	Financiële due diligence	142
10.3	Commerciële due diligence	149
10.4	Juridische due diligence	153
10.5	Fiscale due diligence	164
10.6	Pensioen due diligence	168
10.7	ICT due diligence	171
10.8	Onroerendgoed due diligence	173

<b>11</b>	<b>Fiscale aspecten</b>	<b>178</b>
11.1	Grenzen aan fiscale optimalisatie	180
11.2	Deelnemingsvrijstelling en fiscale eenheid	181
11.3	Aftrekbaarheid van rente	184
11.4	Verliescompensatie	186
11.5	Transactiekosten VpB en btw	188
11.6	Internationale aspecten	189
11.7	Belastingrisico's en de omgang met de Belastingdienst	191
11.8	Managementparticipatie – lucratief belang	195
<b>12</b>	<b>Onderhandeling, overnamecontract en audit</b>	<b>206</b>
12.1	Planning voor de onderhandelingen	206
12.2	Prijzaspecten	208
12.3	Onderhandelingstactieken	209
12.4	Het overnamecontract/de SPA	210
12.5	Belangrijke werknemers	214
12.6	Non-concurrentiebedingen	215
12.7	Garanties en schadeloosstellingen	216
12.8	Fiscale aspecten koopovereenkomst	218
12.9	Zekerheden	221
12.10	De periode tussen ondertekening en levering	222
12.11	Afronden van de transactie	223
12.12	De financiële acquisitieaudit	223
<b>13</b>	<b>Post-acquisitie-integratie</b>	<b>227</b>
13.1	Wat gebeurt er na de closing?	227
13.2	Hoe wordt een succesvolle integratie gerealiseerd?	229
13.3	Typische integratieaanpak	236
13.4	Strategisch waardemanagement	238
13.5	Ten slotte	240
<b>14</b>	<b>Consequenties voor de jaarrekening</b>	<b>243</b>
14.1	NL GAAP en IFRS	243
14.2	Fusie of overname?	244
14.3	Bepaling van de verkrijgingsprijs	246
14.4	Bepaling van de nettovermogenswaarde	248
14.5	De verwerking van goodwill	250
14.6	Verwerking bij de overgenomen rechtspersoon	252

14.7	Verwerking in de enkelvoudige jaarrekening van de overnemende rechtspersoon	252
14.8	De consolidatievereisten	253
14.9	Toelichting	254
14.10	Belangrijke verschillen tussen NL GAAP en IFRS	255
<b>15</b>	<b>Specifieke aandachtspunten bij verkoop</b>	<b>261</b>
15.1	De verkoopstrategie	262
15.2	Veiling	264
15.3	Beursintroductie	267
15.4	Betrokkenheid van adviseurs	269
15.5	De betrouwbaarheid	270
15.6	Verkoopgereed maken	271
15.7	Zoeken en selecteren van kopers	272
15.8	Onderhandelen en structureren	273
15.9	Ter afsluiting	273
<b>16</b>	<b>Aankoop van een onderneming in problemen</b>	<b>274</b>
16.1	Motivatie	275
16.2	Oorzaak van de problemen	275
16.3	Heldere situatieanalyse en plan van aanpak	277
16.4	Uitvoering van de transactie	278
16.5	Koop/doorstart in faillissement	278
16.6	Financiering doorstart	282
16.7	Post-acquisitie	283

## Index

# Voorwoord bij de negende druk

De koop of verkoop van een bedrijf is spannend en uitdagend. Het vestigt reputaties van managementteams, bedrijven en investeerders. De financiële belangen zijn groot, evenals het aantal aandachtspunten. Over het algemeen verdient een aantal van die punten (heel) veel aandacht en soms zijn die ook nog (zeer) complex. Daarnaast zijn de processen nog wel eens rommelig en inefficiënt. Hier valt allemaal uit te komen, kijk alleen maar naar de hoeveelheid transacties die dagelijks in het nieuws is. Uiteraard ketst ook een fors aantal transacties af, soms om later alsnog doorgang te vinden. Een goede transactie is teamwork met de juiste ervaring en kennis en kunde aan boord en dat alles in de juiste dosering en op het juiste tijdstip ingebracht. Dit boek is ook teamwork van specialisten. Bij deze negende druk van *Bedrijf te Koop* zijn wij een woord van grote dank verschuldigd aan dit team!

De herziening en volledig nieuwe opzet is het werk van Ad Veken, Bas Röling en Arthur Goedkoop, alle drie werkzaam bij Deloitte. Arthur, Jeroen Mosselaar en Erik Raaijmakers tekenen met name voor het fiscale deel. Ad was bij eerdere uitgaven van het boek betrokken en heeft bij deze uitgave zorg gedragen voor de eindredactie. Diverse andere specialisten binnen Deloitte zijn nauw betrokken geweest bij het tot stand komen van dit boek. De auteurs van dit boek zijn dan ook veel dank verschuldigd aan Leo Bos, Robert-Jan Hamersma, Corné Kimenai, Karel Knoll, Alexander Olgers, Joyce Kuiper, Oscar Sniijders, Maurits van Maren en Jeroen van der Wal voor hun waardevolle bijdragen.

Kris Ruijters en Gerhard Nusteling van AKD Prinsen van Wijmen hebben de juridische passages herzien, waarvoor dank. Ook Peter Plattel en Sjoerd Korse mogen niet onvermeld blijven en worden bedankt voor hun bijdragen.

De allergrootste inspanning is echter door Bas Röling geleverd. Bas heeft zich met veel doorzettingsvermogen enorm ingezet om de bijdragen van alle betrokkenen tot een geheel te smeden. Bas, veel dank daarvoor!

Zonder de overige personen tekort te willen doen, verdienen Jan Dalhuisen en Rien van Dieren een eervolle vermelding. Jan en Rien hebben vanaf de eerste druk van *Bedrijf te Koop* de altijd veranderende mogelijkheden en onmogelijkheden in het overnameproces helder en overzichtelijk beschreven. Bij de zesde druk hebben zij de fakkel overgedragen.

Dit boek is bedoeld als algemene richtlijn bij de koop of verkoop van ondernemingen. Als gezegd, het is teamwerk van specialisten en wij adviseren iedereen die zich hiermee bezighoudt in voorkomende gevallen professioneel advies in te winnen alvorens tot actie over te gaan. Dit boek verrijkt, verbreedt de kennis en is een handleiding om goed beslagen ten ijs te komen.

Qua inhoud was het boek naar ons beste weten correct toen het naar de drukker ging. Regels en wetgeving geven de situatie in juli 2010 weer. Wij houden ons uiteraard aanbevolen voor op- en aanmerkingen van lezers.

Arthur Goedkoop, agoedkoop@deloitte.nl  
Ad Veken, aveken@deloitte.nl  
Amsterdam, oktober 2010

# I Inleiding

Eerst denken en dan pas doen, een gepast adagium voor de koop, verkoop of buy-out van een onderneming en het kernthema van dit boek; het goed doordenken van het hele transactieproces voordat stappen worden ondernomen is een noodzaak. Dit voorkomt dat kansen worden gemist en reduceert het risico dat fouten worden gemaakt. Het doen van een transactie komt namelijk overeen met het gieten van beton: in het begin kan er nog van alles, aan het eind valt er niet veel meer te veranderen.

‘A fool with a bag of money can buy a company’, met andere woorden: het kopen van een bedrijf is geen prestatie op zich. Het realiseren van de gestelde acquisitiedoelen echter wel. Veel transacties mislukken omdat vooraf niet voldoende wordt nagedacht over de vragen: wat willen we bereiken met de acquisitie en welke stappen moeten we nemen om deze doelen te realiseren? Diverse onderzoeken en surveys tonen aan dat een groot deel van de overnametransacties niet aan de verwachtingen voldoet. Het mislukken van een fusie of overname is meestal kostbaar en kan ingrijpende consequenties hebben voor management, personeel, aandeelhouders, financiers en overige betrokkenen bij de onderneming. Dit risico hoeft niet te betekenen dat fusies en overnames a priori zijn af te raden, maar een transactieproces zou pas ingezet moeten worden na een gedegen afweging, gebaseerd op een diepgaande strategische analyse, waarin rekening wordt gehouden met de belangen en mogelijke reacties van alle betrokken partijen. Tevens moet men bereid zijn zich te verdiepen in veel en soms gecompliceerde details om het heft volledig in handen te kunnen houden gedurende het proces en de kans op een succesvolle transactie te maximaliseren.

Dit boek beschrijft de koop van een onderneming gezien vanuit het kopersperspectief. Wij zullen de diverse aspecten van het koopproces behandelen. Daarbij is het koopproces in diverse fases verdeeld, die in de diverse hoofdstukken de revue passeren. Deze onderdelen kennen een onderlinge samenhang en lopen in de praktijk door elkaar heen. Een

verkoper zal dezelfde transactiefases doorlopen en daarom kan dit boek evengoed als leidraad dienen voor een verkoopproces. Er zijn echter enkele specifieke aandachtspunten in het proces voor de verkoper, deze worden behandeld in hoofdstuk 15. Separaat aandacht wordt besteed aan de belangrijke aspecten bij aankoop van een bedrijf in problemen.

In dit boek is een casus opgenomen als achtergrond bij de besproken theorie. Deze casus betreft het voorbeeld van de fictieve onderneming Pradatorius BV. Pradatorius is voornamelijk actief in België, maar (om historische redenen) statutair gevestigd in Eindhoven. De onderneming is middels een buy-out gekocht van de oprichter door de private-equitymaatschappij Hefboom Capital Partners SA ('HCP'), gevestigd in Luxemburg en Londen. In het kader van de buy-and-buildstrategie van HCP besluit Pradatorius de Nederlandse onderneming Mawindo BV over te nemen. In de diverse hoofdstukken komen de stappen in de transactie aan bod.



## 2 Koop van een onderneming – het proces

### 2.1 Vier fasen in het koopproces

In grote lijnen zijn in het proces van koop of verkoop van een onderneming vier hoofdfasen te onderkennen:

1. het bepalen van de acquisitiestrategie: dit behelst het bepalen van de strategische doelstellingen van een transactie en het bepalen van het profiel van de geschikte kandidaat-onderneming ('target');
2. het zoeken: het vinden van de geschikte target en het leggen van de eerste contacten;
3. de transactiefase: het beheersbaar houden van het transactieproces en vragen als 'hoe en hoeveel';
4. de post-acquisitiefase: het daadwerkelijk realiseren van de doelstellingen van de transactie.



Belangrijk voor een kopende partij is dat het beslissingsproces in de eerste drie fasen gebaseerd blijft op realistische verwachtingen van wat men in de vierde fase wenst en kan bereiken. Doelen dienen helder te zijn en de beslissing gebaseerd op de haalbaarheid van deze doelen. Dit kan betekenen dat op een gegeven moment de enige juiste beslissing is om het proces te staken en af te zien van de beoogde acquisitie. Dit lijkt voor de hand liggend, maar valt in de praktijk niet altijd mee. Soms ziet men dat, bijvoorbeeld vanwege de hoeveelheid tijd die reeds is besteed en kosten die zijn gemaakt, transacties om irrationele redenen worden doorgezet en doelen onderweg worden bijgesteld om de acquisitie alsnog te kunnen verantwoorden. Zaak is om in de hectiek die een transactieproces met zich meebrengt nuchter te blijven en oog te houden voor de haalbaarheid van de vooraf gestelde doelen.

Het feit dat we het acquisitieproces in vier fasen opdelen, moet niet de indruk wekken dat de koop van een onderneming een zeer gedisciplineerde aangelegenheid is die op volstrekt systematische wijze afgewerkt kan worden. Het succesvol afronden van een transactieproces vereist flexibiliteit, inzicht, ervaring en tact om de problemen die zich voordoen tijdig te onderkennen en op te lossen. Sommige problemen moeten snel worden afgehandeld, vaak op basis van beperkte of incomplete informatie. We zullen in dit boek echter wel uitgaan van een ordelijk en gestructureerd besluitvormingsproces, zodat dit in ieder geval als overzichtelijke leidraad kan dienen bij de uitvoering.

## 2.2 Redenen voor een acquisitie en de acquisitiestrategie

De kerntaak van het management van een onderneming is het richting geven aan de toekomstige ontwikkeling van de onderneming en het tot stand brengen hiervan. Vanuit de wensen en verwachtingen van aandeelhouder(s), daarbij rekening houdend met de mogelijkheden van de onderneming en de belangen van de diverse betrokkenen ('stakeholders'), moeten strategische doelstellingen voor de onderneming worden geformuleerd. In het strategisch planningsproces worden deze doelstellingen periodiek geëvalueerd en kijkt het management welke stappen verder ondernomen dienen te worden om deze te realiseren. Afhankelijk van de aard van de strategische doelen kunnen acquisities een bijdrage leveren aan de realisatie hiervan. Er zijn echter ook alternatieve samenwerkingsconstructies mogelijk. Wij zullen in het volgende hoofdstuk dieper ingaan op de eerste fase; de verschillende samenwerkingsvormen worden op een rij gezet en het proces van het samenstellen van het gewenste profiel van de target wordt beschreven (het acquisitieprofiel: een overzicht van criteria waaraan de overnamekandidaat moet voldoen).

## 2.3 De zoekfase

Aan de hand van het acquisitieprofiel kan op zoek worden gegaan naar mogelijke overnamekandidaten. Voor de ene onderneming zal deze zoektocht ad hoc en eenmalig zijn, uitgevoerd door de bestuurders van de onderneming. Voor een onderneming waarbij groei door overnames een belangrijk onderdeel is van de strategie, is de zoektocht over het algemeen een continu proces, meestal uitgevoerd door een team van de afdeling 'Corporate Development' of 'M&A'.

In hoofdstuk 4 behandelen we de mogelijke benaderingen in de zoektocht naar een geschikte target. We kijken naar de aanwezige informatiebronnen en bespreken de diverse adviseurs die een rol spelen. Voordat het vaak kostbare en beladen koopproces vervolgens verder in gang wordt gezet, is het verstandig om aandacht aan de volgende zaken te besteden:

- Lijkt – op basis van de op dat moment beschikbare informatie – de transactie de moeite waard en is deze financierbaar?
- Bestaat de kans om op één lijn te komen met de verkopers (en bij voorkeur ook met het zittend management)?
- Kan een raamwerk voor de structuur en het tijdsverloop van de verdere transactie worden opgesteld, dat als uitgangspunt kan dienen voor de onderhandelingen?

Als de antwoorden op deze vragen in voldoende mate bevredigend zijn, dan kan men overgaan tot de volgende fase in het transactieproces.

## 2.4 De transactiefase

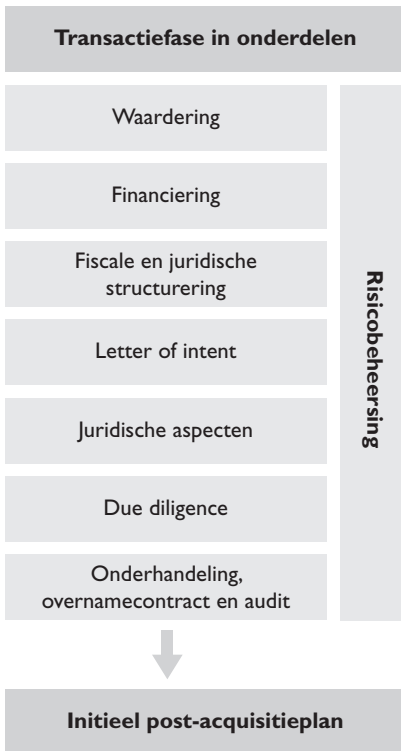
In de transactiefase beginnen meerdere en vaak gecompliceerde zaken tegelijk te lopen. De koper krijgt te maken met diverse personen en organisaties die hun eigen en meestal conflicterende belangen hebben bij het proces. Te denken valt aan de eigenaren en het management van de over te nemen onderneming, de adviseurs van de koper en de verkoper, de financiers, de fiscus, andere autoriteiten en instanties en, ‘last but not least’, cliënten, personeel en eventueel ook vakbonden die zo snel mogelijk zekerheid willen. Bij grotere overnames kan additionele druk ontstaan door betrokkenheid van de media, die op basis van bronnen binnen en buiten het proces de situatie en mogelijke scenario’s in kaart zullen proberen te brengen.

Koper en verkoper hebben in de kern enkele tegenstrijdige belangen; de koper wenst zo weinig mogelijk te betalen en een maximale afscherming van risico’s, de verkoper een zo hoog mogelijke opbrengst en zo min mogelijk randvoorwaarden. Maar ook andere partijen, zoals de overheid (inclusief mededingingsautoriteiten), banken en andere financiers en concurrenten kunnen het laten slagen van de transactie verhinderen. Dit kan vroeg of laat in het proces geconstateerd worden en in sommige gevallen blijkt pas in het allerlaatste stadium van de onderhandelingen dat de kosten en de randvoorwaarden van een acquisitie toch niet opwegen

tegen de verwachte opbrengsten. Het is dan zeer moeilijk om dit proces toch nog te stoppen, maar nogmaals: wél noodzakelijk.

## 2.5 Onderdelen in de transactiefase

De transactiefase kan weer verder worden opgesplitst in een aantal onderdelen, zoals in de volgende figuur is weergegeven.



We zullen deze fasen bespreken in de navolgende hoofdstukken, waarbij de hoofdstukindeling een indicatie is voor de normale volgorde van de onderdelen in het acquisitieproces. In de praktijk zullen echter, afhankelijk van de omstandigheden, individuele onderdelen overgeslagen worden of in een andere volgorde uitgewerkt worden.

Het is van wezenlijk belang het koopproces effectief te beheersen. Het hiervoor genoemde aspect risicobeheersing betreft activiteiten die in vrijwel alle subfasen terugkomen en is daarom niet als een apart onderdeel

in het proces opgenomen. Aan het einde van dit hoofdstuk zullen we nader op dit aspect ingaan.

Het eindproduct van de transactiefase is naast het koopcontract ('sale-and-purchase agreement/share purchase agreement' of 'SPA'), waarin alle afspraken met betrekking tot de transactie zijn vastgelegd, ook een plan voor de gang van zaken na de acquisitie. De hier te bespreken subfasen dragen bij aan het verkrijgen van verdere kennis over het over te nemen bedrijf en deze kennis moet, uitgaande van de strategische doelstellingen, leiden tot een initieel post-acquisitieplan. Het belang en de diepgang van de subfasen zijn afhankelijk van de aard en de complexiteit van de transactie. Belangrijke factoren hierbij zijn vooral de grootte van de transactie, de wijze van structurering, de vraag of koper of verkoper beursgenoteerd is of onderdeel van een ander bedrijf en de bereidheid van de verkopers om mee te werken aan de transactie. Een bod op een divisie van een beursgenoteerde onderneming leidt tot een geheel ander proces dan een overname van een familiebedrijf in goede harmonie.

Ook de wijze waarop de verkoper zijn verkoopproces organiseert kan een belangrijke invloed hebben op het managen van het koopproces. In het afgelopen decennium hebben we ook in Nederland meer en meer gezien dat ondernemingen te koop worden aangeboden in de vorm van een veiling ('controlled auction'). De details van een dergelijk proces komen in hoofdstuk 15 van dit boek aan de orde, maar in grote lijnen betekent een auction dat in concurrentie met diverse partijen en op basis van een strak, door de verkoper gedirigeerd proces, met een voorgeschreven tempo, met in elke fase slechts beperkte informatie, naar een bindende bieding wordt toegewerkt. Dit proces zien we alleen bij ondernemingen waar voldoende kandidaat-kopers voor zijn en heeft als voornaamste doel om verkopers de mogelijkheid te bieden de potentiële opbrengst te maximaliseren (er blijft namelijk vrij lang in het proces aanzienlijke concurrentie tussen bidders). Meestal wordt na een eerste selectie door verkopers en na ondertekening van een geheimhoudingsverklaring ('non-disclosure agreement' of 'NDA') een informatiememorandum ('IM') aan diverse potentiële kopers verstrekt. Vervolgens wordt een indicatief bod gedaan op basis van de informatie in het IM. Degenen die een voldoende interessant eerste bod neerleggen, mogen naar de tweede ronde, waarin toegang wordt verleend tot een zogeheten data-room waar uitgebreidere en meer gedetailleerde informatie beschikbaar is. Tevens wordt in deze fase een presentatie door het management van

de te verkopen onderneming gehouden en bestaat de mogelijkheid overleg te hebben met het management. Echter, in deze fase zal op lang niet alle vragen een (gedetailleerd) antwoord worden verstrekt. Vervolgens moet een tweede, bij voorkeur zo min mogelijk geclausuleerde, bieding worden gedaan. Op basis van deze biedingen wordt uiteindelijk een partij geselecteerd die daadwerkelijk kan gaan onderhandelen en toegang krijgt tot verdere informatie, maar de betreffende partij is op dat moment dus al in aanzienlijke mate gebonden.

## 2.6 Post-merger integration

Als de koop is gesloten en de overdracht of ‘closing’ afgerond, dient zo snel mogelijk een start gemaakt te worden met het realiseren van de initieel beoogde doelstellingen. Dat blijkt meestal niet eenvoudig; er is vaak zo veel energie en tijd gebruikt bij de overname, dat het post-acquisitieproces (‘post-merger integration’ – ‘PMI’) moeizaam op gang komt. Er is op verschillende gebieden follow-up nodig, bijvoorbeeld ten aanzien van acties die gedurende het acquisitieproces en het due diligence onderzoek zijn geïdentificeerd en die gericht zijn op risicobeheersing of bijvoorbeeld efficiencyvoordelen in verkoop, productie of inkoop. Ook de sociale aspecten in de post-acquisitiefase verdienen de nodige aandacht. Deze laatste fase is meer dan alleen de puntjes op de ‘i’ zetten, het gaat hier om het daadwerkelijk realiseren van de beoogde doelen. Al gedurende het acquisitietraject moet de post-acquisitiefase voorbereid worden. Als het werk in deze laatste fase niet nauwgezet wordt afgemaakt, is de kans alsnog aanwezig dat de overname geen waarde toevoegt, maar juist vernietigt voor de koper.

## 2.7 Samenwerking met adviseurs

Het koopproces, en vooral de transactiefase, is complex en vereist specifieke kennis waarover het management niet altijd beschikt. Toch moet het management ervoor zorgen dat men het koopproces van begin tot eind onder controle houdt. Inmiddels is duidelijk dat dat een ingewikkelde zaak kan zijn, temeer daar het proces zich niet volgens een vastomlijnd patroon voltrekt en men per definitie voor verrassingen komt te staan. Het management kan er daarom vrijwel nooit omheen om (externe) adviseurs in te schakelen.

De activiteiten die uitgevoerd dienen te worden gedurende het transactieproces bestrijken een zeer breed terrein en zijn soms zo specialistisch dat zelfs de meest ervaren organisaties bepaalde onderdelen niet zelf aankunnen en deze dienen uit te besteden. Goede externe adviseurs zijn prijzig en het is voor de potentiële koper dan ook verstandig om van tevoren de werkzaamheden die verricht moeten worden tot in detail te bespreken en de geschatte hoogte van de te betalen honoraria per adviseur vast te leggen. Over het algemeen spelen de adviseurs de volgende rollen in het proces:

- Corporate-financeadviseurs of investment bankers kunnen betrokken zijn vanaf de zoekfase naar over te nemen ondernemingen. Deze partijen adviseren vervolgens over overnamestrategie en tactiek, waarderingsaspecten en financiering.
- Accountants en due diligence experts spelen een belangrijke rol bij het gedetailleerde due diligence onderzoek van de overnamekandidaat en het waarderingsproces. In het due diligence proces zijn vaak ook belastingexperts, juristen en actuarissen betrokken.
- Belastingadviseurs doen tevens het onderzoek naar de fiscale structuur en positie van de over te nemen onderneming. Verder zullen zij adviseren hoe de transactie het best fiscaal kan worden gestructureerd en welke verdere mogelijkheden ten aanzien van het verminderen van de belastingdruk eventueel bestaan na de acquisitie.
- Advocaten zullen de juridische aspecten van de over te nemen onderneming en de transactie onderzoeken, betrokken zijn bij de onderhandelingen en de SPA opstellen.
- Diverse andere adviseurs kunnen betrokken zijn: taxateurs voor het bepalen van de waarde van bepaalde vaste activa, milieudeskundigen om milieurisico's in kaart te brengen, een actuaris voor een analyse van de pensioenverplichtingen en pr-adviseurs voor het informeren van belangrijke doelgroepen, zoals aandeelhouders, financiers, personeel, afnemers en leveranciers.

Om het koopproces in de gewenste richting te sturen, zonder onnodige en overbodige werkzaamheden en rekening houdend met de kosten, zal het management een zekere mate van bekendheid moeten hebben met de zaken die de diverse externe adviseurs naar voren brengen. Het management moet overzichtelijk houden hoe de diverse activiteiten onderling in elkaar grijpen en hoe deze de definitieve beoordeling van wat een goede transactie is, kunnen beïnvloeden. Het management zal de door adviseurs naar voren gebrachte punten goed moeten begrijpen om daar zijn

voordeel mee te doen tijdens de onderhandelingen en om de geconstateerde risico's op adequate wijze te adresseren.

## 2.8 Risicobeheersing

Bij het doen van een overname staat de inschatting van de mogelijkheden voorop, maar dit betekent niet dat risico's veronachtzaamd kunnen worden. Risico's kunnen liggen in de situatie dat zich na de overname gebeurtenissen voordoen die de transactie in een heel ander perspectief stellen. Maar het kan ook zijn dat na overname tegenvallers aan het licht komen die gedurende het koopproces gewoon niet zijn gesignaleerd.

Risicobeheersing moet op een aantal manieren plaatsvinden. Een goede voorbereiding van de transactie, zowel qua planning als het doen van het huiswerk tijdens de strategische analyse als in het due diligence proces (hoofdstuk 10), zijn essentieel. Daarnaast kan via de structurering van de transactie een bijdrage aan risicobeheersing worden geleverd (hoofdstuk 7) en ook de waardering/prijsbepaling biedt mogelijkheden om risico's te kwantificeren en vervolgens in de prijs te verdisconteren (hoofdstuk 6). Het sluitstuk op het terrein van de risicobeheersing is het overnamecontract waarin garanties en vrijwaringen worden opgenomen. Hier gaan we verder op in in hoofdstuk 12.



# 3 De acquisitiestrategie



## 3.1 Redenen voor een fusie of overname

Bepaling van de acquisitiestrategie is de eerste, cruciale fase voorafgaand aan het koop- of verkoopproces (maar binnen de meeste grote ondernemingen in feite een continu proces, als onderdeel van de strategiebepaling voor de hele onderneming). De acquisitiestrategie vloeit voort uit de bredere strategische plannen die een onderneming maakt. Deze fase van strategische planning valt buiten het kader van dit boek, maar de overname zal in feite het gevolg zijn van de strategische doelstellingen. Zo kan het management op basis van zijn strategische plannen constateren dat het bedrijf een andere onderneming zou kunnen kopen als bijdrage aan het realiseren van zijn doelstellingen. Of juist dat aansluiting van de onderneming bij een grotere partner – dus verkoop – de beste strategische route is. Ook kan de conclusie zijn dat een deel van de onderneming niet voldoende tot zijn recht komt binnen de huidige groep. Een managementbuy-out (‘MBO’) kan dan een van de opties zijn, of wellicht een opsplitsing gevolgd door een beursnotering of verkoop aan een andere onderneming.

Naast een fusie of overname zijn diverse andere samenwerkingsvormen mogelijk die kunnen bijdragen aan het verwezenlijken van de strategische doelen van de onderneming. De beslissing om te acquireren is iets waar een bewuste keus voor gemaakt moet worden; een acquisitie is alleen zinvol als daardoor op een gecontroleerde en zo succesvol mogelijke wijze een bijdrage geleverd wordt aan zaken als versterking van de concurrentiepositie en verbetering van de winstgevendheid. En als er een strategische rationale is om tot acquireren over te gaan, dan alleen bij de juiste prijs.

De belangrijkste strategische redenen voor een samenwerking met een andere onderneming zijn te vatten onder de volgende categorieën:

- het openen van nieuwe markten (geografisch of product);
- het creëren van synergie, inclusief schaalvoordelen;
- risicospreiding.

We hebben het hier over beweegredenen voor strategische kopers; partijen die om strategische reden een onderneming acquireren als tegenhanger van private-equitypartijen; partijen die ondernemingen acquireren met het oog op een rendabele verkoop in een paar jaar tijd. Private equity komt in het volgende hoofdstuk aan bod.

Daarnaast zien we in de praktijk ook niet-strategische redenen voor een overname. Ondernemingen die acquireren om te voorkomen dat ze zelf geacquireerd worden ('eten of gegeten worden'), het verhullen van mismanagement binnen de onderneming of persoonlijke motieven van een (overmoedig) management, dat graag aan het roer staat van een zo groot mogelijke onderneming.

Als reden voor een verkoop kan toegevoegd worden dat een divisie niet meer tot de strategische kern van een onderneming hoort. Voor de ondernemer kunnen persoonlijke redenen als leeftijd (in combinatie met een gebrek aan opvolging in het bedrijf) een reden tot verkoop zijn. Verstoring van de (familie)verhouding tussen aandeelhouders, al dan niet in combinatie met financiële problemen, resulteert uiteindelijk vaak in verkoop. Volledige verkoop is in dat geval de meest drastische oplossing, maar ook tussenvormen zijn mogelijk. Een beursnotering en verhandeling van (een gedeelte van) het aandelenkapitaal of het toelaten van een minderheidsaandeelhouder kan hetzelfde effect hebben zonder dat direct de controle over de onderneming opgegeven wordt.

### *Het openen van nieuwe markten*

Het betreden van een nieuwe markt, in termen van geografie of nieuwe producten, kan een reden zijn om een alliantie aan te gaan of te acquireren. Dit kan soms een reactie zijn op veranderingen in regelgeving waardoor bepaalde bedrijfscombinaties die voorheen niet toegestaan waren, nu wel weer kunnen (denk bijvoorbeeld aan sterker gereguleerde industrieën als de farmacie of financiële instellingen). Het zelf ontwikkelen van een product of het zelf opbouwen van kritische massa in een land waar de onderneming nog niet aanwezig is, is een mogelijkheid.

Vaak echter heeft het management een voorkeur voor snel handelen om de concurrentie voor te zijn en wordt daarom gekozen voor een bepaalde vorm van samenwerking.

### *Het creëren van synergie*

Synergie (het  $2 + 2 = 5$ -effect), inclusief schaalvoordelen en het creëren van efficiënties, is een belangrijke reden voor samenwerkingsverbanden. Synergie is de additionele waarde die kan worden gecreëerd door de combinatie van twee of meer bedrijven. Synergievoordelen houden verband met de strategische motieven van een transactie. Wat maakt het dat een bepaald bedrijf een goede aanvulling is op de activiteiten van een koper? En waarom is dit bedrijf voor een bepaalde koper meer waard dan voor een ander?

In de volgende tabel is een overzicht van verschillende synergievoordelen opgenomen. Synergievoordelen zijn allereerst op te delen in operationele synergievoordelen en financiële synergievoordelen. Operationele synergievoordelen zijn vaak het belangrijkste en resulteren in hogere operationele kasstromen door hogere winstmarges, een efficiëntere benutting van kapitaal of een hogere groei van opbrengsten. Operationele synergievoordelen zijn voorts op te delen in kosten- en opbrengstensynergievoordelen. Financiële synergievoordelen zijn over het algemeen van secundair belang en hebben onder meer betrekking op lagere financieringskosten door een lagere risicoperceptie bij financiers of fiscale optimalisaties.

Binnen de operationele synergievoordelen zijn de kostensynergievoordelen bij de meeste transacties het meest voor de hand liggend. Bij het samengaan van veel bedrijven zijn al snel bepaalde kostenreducties mogelijk door de combinatie van overlappende competenties en werkzaamheden. Afhankelijk van het type transactie of de sector waarin deze plaatsvindt, is het daarnaast mogelijk om verdere optimalisaties en efficiencyvoordelen te realiseren door de integratie van processen en verschillende functionele capaciteiten. In sectoren waarin de kostprijs van inkopen een groot deel van de totale kosten omvat, is het samengaan van bedrijven in grote mate gedreven door een grotere inkoopkracht, hetgeen vaak leidt tot lagere inkooprijzen. De supermarktbranche is hiervan een goed voorbeeld.

Opbrengstensynergievoordelen ontstaan bijvoorbeeld door verwachte kruisverkoop ('cross-selling'), waarbij een product van het ene bedrijf

kan worden afgezet in een markt waarin het andere bedrijf reeds een bestaand distributiekanaal heeft. Dit is een veelvoorkomend strategisch motief in de farmaciesector, waarbij de grote farmaciebedrijven kleinere producenten van geneesmiddelen met een mogelijk zeer succesvol medicijn in de pijnpijn overnemen. De grotere farmaciebedrijven zijn bij uitstek in staat om dit product af te zetten in markten waarbij gebruik kan worden gemaakt van hun bestaande verkoop- en distributienetwerken. Mogelijke opbrengstsynergievoordelen dienen in de evaluatie van overnames met veel voorzichtigheid te worden meegenomen. De geschiedenis heeft uitgewezen dat de realisatie van opbrengstsynergie in de praktijk vaak erg lastig blijkt. Dit is grotendeels het gevolg van de marktwerking, waarbij concurrenten bij het mogelijk verlies aan marktaandeel prijzen verlagen om hun marktaandeel te behouden en bestaande cliëntrelaties als gevolg van een fusie kunnen worden verstoord. Tevens zullen mededingingsautoriteiten de verhoging van prijzen als gevolg van vermindering van concurrentie in grote mate trachten te beperken.

#### Soorten synergievoordelen – voorbeelden

Operationele synergievoordelen	Kosten-synergievoordelen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kostenreducties door terugbrengen personeelsaantallen door de combinatie van dezelfde competenties en afdelingen (zoals administratie, ICT, verkoop en onderzoek en ontwikkeling).</li> <li>- Gezamenlijke inkoop, hetgeen leidt tot toename van de inkoopkracht en lagere inkooprijzen.</li> <li>- Integratie en optimalisatie van productieprocessen, resulterend in terugbrengen van overcapaciteit en doorvoeren van 'best practice'-processen.</li> <li>- Gezamenlijk onderzoek naar de ontwikkeling van producten, hetgeen de kosten voor onderzoek reduceert.</li> <li>- Combinatie en optimalisatie van het verkoop- en distributienetwerk.</li> </ul>
	Opbrengstsynergievoordelen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 'Cross-selling' van bestaande producten.</li> <li>- Gezamenlijke ontwikkeling van nieuwe producten, hetgeen extra omzet genereert.</li> <li>- Toename van 'pricing power' door groter marktaandeel.</li> </ul>
Financiële synergievoordelen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Toename van capaciteit om vreemd vermogen aan te trekken.</li> <li>- Lagere financieringskosten als gevolg van de grotere omvang en daarmee lagere risicoperceptie bij financiers.</li> <li>- De benutting van onbruikbare, fiscaal compensabele verliezen.</li> </ul>	