

CFO MAGAZINE

JAARGANG 13 — NR.2

EEN UITGAVE VAN FINANCIAL MEDIA

INTERVIEW
met Bart Van den Eede,
CFO van de Sarens Groep

HELFT VAN EUROPESE
OVERNAMES MISLUKT...

...MAAR OVERNAMES VAN KMO'S
ZULLEN WEL LUKKEN

TREASURY TECHNIEKEN
RENDEREN OOK VOOR KMO'S

WAT U OVER WAGENFISCALITEIT
2010 MOET WETEN



HELFT VAN EUROPESE OVERNAMES MISLUKT...

Zowat de helft van de fusies en overnames in Europa mislukt omdat de verhoopte waardecreatie uitblijft of omdat er sprake is van een negatief effect op de rendabiliteit. Dat leert een studie van Katrien Craninckx en Nancy Huyghebaert van de Katholieke Universiteit Leuven (KUL). In een gesprek geven beide onderzoekers concrete tips voor een succesvolle overname. De onderzoekers namen voor hun studie de overnames van 267 beursgenoteerde en 336 niet-beursgenoteerde doelondernemingen of 'targets' onder de loep. Het ging daarbij enkel om Europese deals buiten de financiële sector. De onderzochte overnames vonden plaats tussen 1997 en 2006.

Gebrek aan waardecreatie via de aandelenkoers is niet de enige indicatie voor een mislukkende overname. Andere tekenen zijn een negatief effect op de operationele resultaten.

Weinig waardecreatie

"Ons uitgangspunt was nagaan hoe beleggers reageren op overnames en of dit voorspellende kracht heeft voor het nadien al dan niet mislukken van de transactie", aldus Huyghebaert. 'Initieel is die reactie doorgaans positief, zowel voor de overnemer als voor het overgenomen bedrijf. Dat is een verschil met de resultaten van Amerikaanse studies, waar het effect op de koers van de overnemer initieel eerder negatief is," zeggen zij.

"Op langere termijn blijkt echter dat veel transacties er niet in slagen waarde te creëren en dat zij een abnormaal negatief rendement halen. Dan kunnen we spreken van een gefaalde overname."

Gebrek aan waardecreatie via de aandelenkoers is evenwel niet de enige indicatie voor een mislukte overname. Andere tekenen zijn een negatief effect op de operationele resultaten van het bedrijf (de ebitda of bedrijfskasstroom) en de beslissing van de overnemer om snel weer afstand te doen van meer dan 50% in het overgenomen bedrijf.

"We vonden dat ongeveer de helft van de Europese fusies en overnames geen waarde voor de aandeelhouders van de gecombineerde onderneming konden creëren binnen een tijdspanne van twee tot drie jaar", aldus Craninckx. "We zagen ook dat twee jaar na de deal 30 tot 40% van de transacties resulteerde in een lagere bedrijfskasstroom. Toch besliste de overnemer slechts in minder dan 10% van de gevallen om zijn meerderheidsbelang in het overgenomen bedrijf weer af te stoten. Dat kan erop wijzen dat een gunstig economisch klimaat sommige overnemers deed beslissen om ondanks de negatieve waardecreatie hun investeringsstrategie niet te wijzigen."

Huiswerk

Wil dit zeggen dat beleggers de neiging hebben overnamedeals initieel fout in te schatten? "Neen. Onze studie toont duidelijk aan dat hoe slechter de beleggers reageren op de aankondiging van een overname, hoe groter de kans dat die overname achteraf ook faalt. Er is dus wel een duidelijk verband."

Een andere conclusie zou kunnen zijn dat nogal wat overnemers hun huiswerk niet grondig genoeg maken alvorens toe te slaan. "Dat zou inderdaad kunnen, maar dat besluit is toch een wat voorbarig."

Waar loopt het dan wel fout?

"Dat zijn we nu aan het onderzoeken", zegt Craninckx. "Puur intuïtief denk ik dat de verklaring bij een mank integratieproces ligt. Dat zeggen overigens ook onze contacten in het bedrijfsleven. Maar nogmaals, die resultaten moeten nog uit het onderzoek komen."

Waarom loopt het integratieproces vaak niet zoals het zou moeten? "Ik denk dat het een combinatie van factoren is", meent

Craninckx. "Uit eerdere onderzoeken blijkt vooral dat het fors onderschat en dan ook onvoldoende voorbereid wordt. Al te vaak sluit men eerst de deal en wordt pas daarna over de integratie nagedacht, als het eigenlijk al te laat is. Het blijkt ook moeilijk om de focus te houden. Die is er aanvankelijk wel, maar dat verandert naarmate de tijd verstrijkt. Zeker wanneer het management het gevoel heeft dat de doelstellingen wel zullen gehaald worden. Daarom pleiten wij ervoor om het integratieproces continu te evalueren, bijvoorbeeld door na te gaan in hoeverre de strategische doelstellingen gehaald worden en de verwachte synergieën ook echt gerealiseerd worden."

Welke lessen kunnen bedrijven uit de studie trekken? "De belangrijkste les is wellicht: the market cannot be fooled. Investeerders blijken dikwijls een goed idee te hebben van wat er in een bedrijf aan de hand is. Als de initiële reactie van de beleggers negatief is, moet het management zich goed beraden over wat nodig is om de overname toch te doen slagen."

Cash

Een andere les: deals die volledig betaald worden in cash, hebben een grotere slaagkans. Dat is in Europa 50% van de deals, terwijl in de VS meer met aandelen betaald wordt. In die gevallen blijkt dat de overnemer minder snel zijn meerderheid in het overgenomen bedrijf weer afstoot. "Mogelijk worden enkel deals met grotere kansen op succes volledig in cash betaald. Maar ook de bron van de cash blijkt belangrijk", nuanceren de onderzoekers. En betalen in cash heeft ook nadelen. Zo blijkt in die gevallen het risico groter dat bepaalde investeringen, al dan niet in kernactiviteiten, moeilijk of niet kunnen gerealiseerd worden.

Een van de belangrijkste voorwaarden voor een geslaagde overname, is een duidelijke doelstelling. "In principe mag er maar één doel zijn: meerwaarde realiseren. Om het simpel te zeggen: één plus één moet meer dan twee zijn. Helaas zijn overnames nogal eens het gevolg van kuddedrag of van de ambities van een management dat zijn bedrijf graag ziet groeien. Dikwijls is de

drijfveer trouwens niet strategisch, maar het feit dat zich plots een opportuniteit voordeed omdat een bedrijf te koop werd aangeboden. Dan wordt nogal eens impulsief gehandeld, wars van een strategische motivatie.”

Een tijdslijn voor de integratie blijkt ook een goed hulpmiddel. ‘In die tijdslijn moet wel wat flexibiliteit ingebouwd worden. Maar zij helpt als referentie zodat kan bijgestuurd worden als de verhoopte synergievoordelen achterwege blijven.’

In principe mag er bij een overname maar één doel zijn: meerwaarde realiseren. Simpel gezegd: één plus één moet meer dan twee zijn.

En er is een bruikbaar knipperlicht dat overnemers kan waarschuwen voor een overname die weinig slaagkans heeft: het niveau van de premie. “Elke deal heeft zijn eigen karakteristieken. Een overnemer mag zich niet vergapen op premies die voor andere deals betaald werden. De overname van Brantano door Macintosh is een goed voorbeeld. De overnameprospectus verwees naar toen recente transacties. Maar rechtvaardigt dat een premie van 40%? De begeleidende bankiers die hun klanten tot hoge premies aanzetten lijken soms nogal naïef. Het is niet omdat een recente overname met een stevige premie tot waardecreatie heeft geleid, dat een nieuwe deal ook zal lukken”, stelt Huyghebaert. Besluit: elk topmanager die een overnameparcours loopt moet zich voortdurend afvragen: “Waar ben ik mee bezig?” ■

Luc Van Aelst

CHECKLIST VOOR EEN GESLAAGDE OVERNAME

1. zorg voor een duidelijke strategische motivering;
2. definieer én begroot de verwachte synergieën, maar ook en vooral hoe u denkt te realiseren;
3. bereid de financiering van de deal grondig voor;
4. maak een tijdslijn van het overnameproces vanaf de dag van de deal tot aan het overnamecontract;
5. organiseer een tussentijdse opvolging voor het al dan niet realiseren van de synergiewaarde. Stuur bij waar nodig;
6. streef naar de realisatie van de volledige synergiewaarde binnen een termijn van één tot maximaal twee jaar;
7. betrek het (top)management bij overleg, de opvolging en de bijsturing van het overnameproces;
8. voer een intense communicatie over de overname en integratie binnen en buiten de organisatie: werknemers, klanten, leveranciers enz;
9. concretiseer het verband tussen de overname en de integratie van de overgenomen entiteit. Laat bonussen niet afhangen van het sluiten van de deal, maar van het halen van de overnamedoelen.

VALKUILEN BIJ EEN OVERNAME

1. geen strategische en economische motieven voor de overname, vaak gekoppeld aan overmoed van het management en/of focus op ondernemingsgroei in plaats van waardecreatie;
2. een onvoorbereid en te lang integratieproces;
3. focusverlies waardoor de synergievoordelen geen of te weinig management aandacht krijgen;
4. een te snelle terugkeer naar ‘business as usual’;
5. langdurige onzekerheid over het behoud of verlies van jobs binnen de nieuwe organisatie;
6. geen of te weinig communicatie naar klanten en leveranciers over het voortbestaan van de onderneming;
7. een te hoge premie voor de target, waardoor financiële middelen ontbreken voor verdere investeringen in het integratieproces.

KNIPPERLICHTEN NAAR EEN MISLUKTE OVERNAME

1. abnormaal hoge overnamepremie in vergelijking met transacties op dat moment en binnen die industrie;
2. abnormaal groot verlies van werknemers en know-how bij de target tijdens het integratieproces;
3. abnormaal groot verlies van klanten;
4. interne communicatieproblemen, vooral tussen werknemers van de overnemende en de overgenomen onderneming. Dat kan wijzen op een ‘clash der culturen’ maar ook op te zwakke leiding;
5. de synergievoordelen worden niet gerealiseerd na een periode van één tot maximaal twee jaar.

... MAAR OVERNAMES VAN KMO'S ZULLEN (MISSCHIEN) WEL LUKKEN...

We toonden de checklists uit de studie van de KU Leuven (zie 'Helft van Europese overnames mislukt' in dit nummer) aan Geert Buyse, samen met oprichter Johan Coucke de managing partner bij Overnamebemiddeling & Advies (O.B.A) in Kortrijk en aan Eddy Claesen, accountant, belastingconsulent en family business advisor-mediator in Genk. Ze gaan volledig akkoord met de analyse maar leggen vanuit hun ervaring nog graag enkele andere accenten.

Winst is een opinie, cashflow een feit... Bij 95% van de IPO's geldt de toekomstige cashflow als waarderingsbasis, en niet de winst uit het verleden. KMO's gebruiken nog te véél winst in plaats van cashflow! Eddy Claesen

Die studie van Leuvense professoren toont dus nogmaals aan dat nog te veel overnames mislukken. Studies in binnen- en buitenland suggereren anderzijds dat de komende tien jaar 70 tot 80% van de familiebedrijven zullen overgaan in andere handen. En ondanks de crisis is de vraag naar rendabele KMO's groter dan ooit terwijl de gemiddelde leeftijd van de overlatende eigenaars volgens O.B.A amper 51 jaar bedraagt. Het is dus niet alleen een kwestie van leeftijd. De kans is dan ook reëel dat u als CFO de komende jaren betrokken wordt bij een of meer 'strategische opportuniteiten' (Lees: de overname van een KMO). Dat is in Vlaanderen het werkerterrein van enkele onafhankelijke overnamebemiddelaars. Zij bieden naast techni-

sche deskundigheid op juridisch, financieel en fiscaal vlak vooral hun ervaring met de KMO-leefwereld aan.

Waardering

"De waarderingstechnieken voor een KMO verschillen erg van M&A transacties bij grote spelers." vindt Geert Buyse. "Beide voetjes op de grond houden en een hele resem concrete, soms 'basic' vragen stellen is de boodschap anders zit je met totaal onrealistische financiële waarderungen. 'Waarde' is in dit geval duidelijk een "combinatie van rijkdom en rendement". De financiële rekeningen bevatten vooreerst niet altijd de correcte intrinsieke waarderungen van de verschillende activa. Verder vergen ook de rendements-analyses veel meer zorg. Het is immers de bedoeling om de exacte winstkracht van de onderneming op jaarbasis te leren kennen. Eventuele correcties op de resultaten verdienen daarbij alle aandacht. De werkelijke winst en de boekhoudkundige winst kunnen -volledig legaal overigens- enigszins verschillend zijn. De fiscale realiteit moet immers niet altijd de economische realiteit zijn. "Je kijkt dus best zowel met de ogen van de verkoper als met die van de koper". In deze (familie)bedrijven is er zelden een financieel directeur zodat veel informatie in het hoofd van de overdragende ondernemer zit.

"je moet de onderneming altijd in zijn totaliteit wegen qua verkoopbaarheid," gaat Buyse verder. "Welke 'overdrachtsroute' zal de interessantste zijn voor alle partijen: een activa-deal (of een verkoop handelsfonds) of een aandelen-deal? In nagenoeg 20% van de deals uit de O.B.A.-praktijk wordt de nog steeds fiscaal interessante piste 'verkoop van aandelen' geruild voor een fiscaal minder aantrekkelijke 'activa-deal, zoals de verkoop van het handelsfonds." Sommige vennootschappen zijn daarenboven allerminst goed gestructureerd en helemaal (nog) niet financieel en/of operationeel verkoopsklaar ! Niet officiële inkomsten zijn bvb. voor een koper sowieso waardeeloos en een pure one-man-show is spijtig genoeg helemaal niet overdraagbaar.

Buyse beschouwt zijn ervaring en systematiek van realistische bedrijfswaarderungen

als een kerncompetentie en kan dus niet het achterste van de tong tonen. Hij is er wel fier op dat het verschil tussen 'zijn' technische waarderingsprijs en de effectieve verkoopprijs meestal nauwelijks 5% verschilt. Alhoewel: waarde is natuurlijk niet gelijk is aan prijs want de eerste wordt berekend, de tweede onderhandeld. Dat zijn twee aparte competenties...

Procesbegeleiding

Naast de expertise bij de waardering telt de onderhandeling. Een overnamebemiddelaar biedt alvast een belangrijke meerwaarde omdat hij vanuit zijn netwerk meerdere geïnteresseerde partijen kan voorstellen zodat de beste kandidaat-overnemer gekozen kan worden. Bij KMO-overnames speelt de empathie tussen de protagonisten een grote rol. Het moet 'klikken' met de overlatende bedrijfsleider want dat is geen anonieme aandeelhouder. Bij sommigen speelt de continuïteit van de onderneming, bij anderen weer niet, maar eerder de trots van de eigen realisatie en de erkenning daarvan. De verbondenheid van de bedrijfsleider - vaak nog de stichter - met zijn bedrijf is niet te onderschatten. In elk geval hebben de meesten een soort 'wantrouwen' tegenover grotere ondernemingen die hen aanspreken. Geregeld ook vrees voor de als sterker gepercipieerde, beter gedocumenteerde 'tegen'partij. Een dergelijke eigenaar moet kunnen afkicken. Hij of zij moet als het ware emotioneel naar de verkoop kunnen toegroeien.

Daarom zetten grotere groepen soms bewust bemiddelaars in. Zij willen immers niet vanaf het eerste verkennende gesprek al tegen de haren instrijken en op de keien belanden. Overlaters lijken immers meer open over zwakten en moeilijkheden tegenover dergelijke individuele 'verkenner' dan naar een directe vertegenwoordiger. Geert Buyse vindt die openheid heel belangrijk: hij dringt er op aan dat een verkoper hier eerlijk in is: hij moet beseffen dat verzwegen zwakten toch ooit aan de oppervlakte komen.

Psychologie

Vanuit zijn specialisatie in familiale opvolging bevestigt Eddy Claesen gebrek aan empathie als reden voor een mislukte onderhandeling. Maar verkeerde inschatting van

emoties en organisatiestijl zijn evengoed een reden van falen na de overname vanwege botsende bedrijfsculturen.

“Niet alles wat geteld kan worden, telt. En niet alles wat telt, kan geteld worden...”

Deze geveugelde uitspraak van Albert Einstein vindt Claesen bijzonder toepasselijk bij overnames. “Naast de due diligence is onderzoek naar de belangrijkste ‘intangibles’ zeker bij KMO’s een must om de overname te doen slagen.”

CFO’s die daarop letten, zullen naar zijn mening de overname beter kunnen maximaliseren. Het helpt om drie factoren niet alleen goed in te schatten, maar ook te assimileren na de overname. Het gaat om:

- het organisatiekapitaal met bestuur, de besluitvorming en cultuur,
- het relatiekapitaal: klantentrouw, leveranciersnetwerk, samenwerkingsverbanden en merkperceptie,
- het menselijk kapitaal zoals productiviteit, managementkwaliteit en werknemersbetrokkenheid.

“Beschouw een familiebedrijf als een geheel van vier subsystemen: het familiesysteem, het eigendomsysteem, het bedrijfssysteem en het individu. Dat bepaalt de andere dynamiek van familiebedrijven en maakt de overname en integratie emotioneler,” waarschuwt Claesen. “Geld is nogal eens minder belangrijk dan de ‘persoonlijkheid’ van de overnemer” hoort hij nogal eens bij verkopende familiebedrijven. Items zoals

het behoud van de “ziel” van het bedrijf en de werkgelegenheid zijn hot topics voor de overlater.

Bedrijfswaardering is geen exacte wetenschap, kennis van de kopersmarkt speelt bijvoorbeeld een grote rol. Vandaar dat de hoogste waardering niet per definitie de juiste is! Geert Buyse

CFO, speel eens een andere rol!

De CFO speelt als cijferdeskundige en financiële expert een sleutelfiguur bij overname. Hij ziet er zelfs op toe dat zijn bedrijf niet te veel betaalt voor de target, ook en vooral als ‘zijn’ CEO van de overname een persoonlijk project wil maken. Want dan duikt nogal eens emotie en ‘ego’ als stoorzender op. De synergiekansen zijn de belangrijkste reden voor een overname en

element in de prijsvorming. Maar Claesen pleit voor een bredere invulling van de rol van de CFO. Een CFO is ook de:

1. synergiecoach die het integratieproces organiseert en met analyses van voortgang begeleidt.
2. strategische leider die doelen stelt en de succesbepalende drijvers identificeert en activeert.
3. psycholoog die er mee voor zorgt dat emotionele ‘blokkages’ vermeden worden.
4. business integrator die procesveranderingen in functie van de toegevoegde waarde initieert.

Besluit

Ondoordachte overnames mislukken inderdaad te veel en te vaak, ook als het gaat om KMO’s die ‘gekocht’ worden. Bij die transacties gelden alle waarschuwingen van de grotere M&A transacties, met deze complicerende factoren:

- de extra inspanningen die nodig zijn voor de waardering en het verkoopklaar maken van de KMO
- de emoties van de verkopende ondernemer voor de transactie,
- de emoties van de werknemers van de kmo na de overname (de reden waarom meestal een groter cultuurverschil moet overbrugd worden). ■

Philip Verhaeghe

INTERPROFESSIONELE CIJFERVENNOOTSCHAPPEN GEMAKKELIJKER

Eind 2009 werden de eisen voor het aandeelhouderschap en de bestuursstructuur van een boekhoudvennootschap met BIBF erkenning versoepeld. Tegelijk verscheen een gelijkaardig KB voor accountants en belastingconsulenten. Om erkend te worden volstaat nu dat door het BIBF erkende aandeelhouders de meerderheid van de stemmen hebben, en niet meer 80 %. Het volstaat nu dat de meerderheid van de bestuurders (natuurlijke

of rechtspersonen) lid zijn van het Instituut, en niet meer alle bestuurders/zaakvoerders.

Door beide maatregelen kunnen niet beroepsbeoefenaars gemakkelijker actief deelnemen in dat type ondernemingen. Interprofessionele vennootschappen tussen verschillende vrije beoefenaars van cijferberoepen, specifiek tussen beroepsleden van BIBF, IAB en IBR, zullen nu gemakkelijker.

kort