

Levendige handel in ondernemingen

De overnamemarkt saai? Allesbehalve. Het was smullen geblazen bij soaps zoals Antonveneta, IMS Health en PinkRoccade. Ondernemingen zijn weer actief en private-equityhuizen betalen huizenhoge prijzen.

Door Ronald Bruins

De fusie- en overnamemarkt leeft. “Er is weer vertrouwen in de markt om deals te doen”, aldus een verschaffer van private equity. Dat beeld rijst op uit het exclusieve onderzoek van *Chief Financial Officer* onder zestig prominenten in de fusie- en overnamewereld. Onder hen private-equityhuizen, juristen, overnameadviseurs, fiscalisten en de partijen in due-diligencetrajecten. Het vertrouwen is bijzonder, want slechts een jaar geleden lag vrijwel de gehele overnamemarkt stil. Nu zijn het vooral de investeringsmaatschappijen die overnames doen. “Het vertrouwen is nog wankel”, zegt een van de respondenten. “Men zegt liever drie keer nee tegen een deal dan één keer ja.” Daarbij valt op dat strategische partijen snel afhaken als de koopprijs te hoog is. “Er zijn waanzinnige prijsverschillen tussen wat private-equityspelers en strategische kopers willen betalen.”

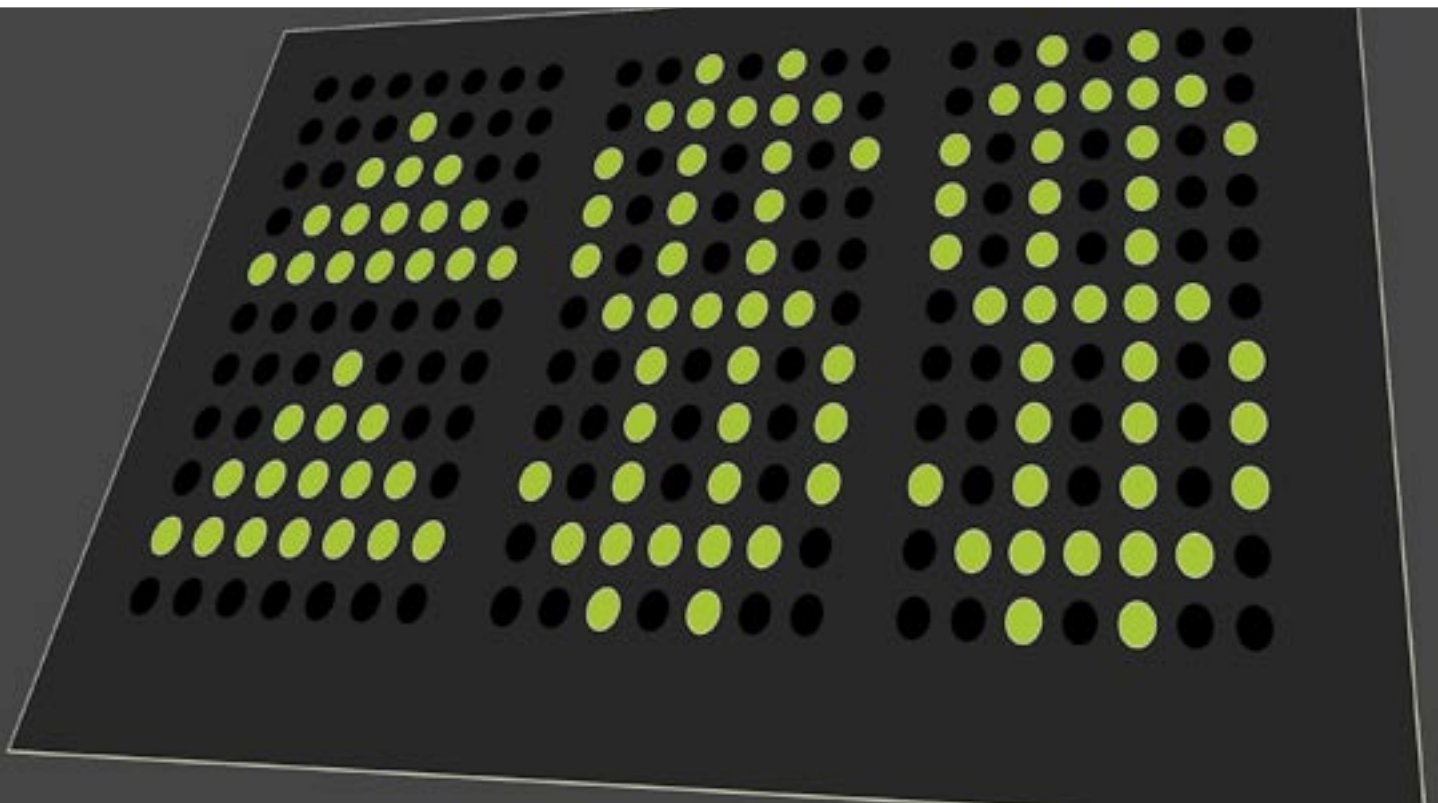
VERWONDERLIJK De prijzen zijn wel erg hoog, waarschuwt een verschaffer van schuldfinanciering. Voor private-equityhuizen is het doen van overnames de kernactiviteit. Corporates doen eens in de zoveel jaren een

genover een minder aantal werkenden staat een groeiend bestand aan niet-werkenden. Daarmee is de noodzaak om hogere rendementen te behalen nadrukkelijk aanwezig. Die rendementen hopen de pensioenfondsen te behalen door meer risico te nemen. Gevolg is een grotere allocatie van private equity in de portefeuille. Niet voor niets krijgt bijvoorbeeld een partij als AlpInvest Partners, de private-equitydochter van pensioenfondsen ABP en PGGM, een investeringsruimte van twintig mil-

‘Men zegt liever drie keer nee tegen een deal dan één keer ja’

deal. Niet verwonderlijk is dan ook dat private-equitypartijen gemakkelijker aan financiering kunnen komen. Zeker nu de rente laag staat. De geldstroom in de richting van private equity lijkt schier onuitputtelijk. Het ledenbestand van pensioenfondsen vergrijst snel. Te-

jard euro ter beschikking. Met de toestroom van kapitaal is het niet alleen rozengeur en maneschijn in M&A. De respondenten van het onderzoek waarschuwen: “Institutionele beleggers maken een beweging van de beurs af naar de midmarket. Grootbanken rollen



over elkaar heen om deals van private-equityhuizen te mogen financieren en laten daarbij geen relatie meer los. Ze vechten elkaar de tent uit.”

In een veiling (controlled auction) moeten de private-equityhuizen de strijd aan. Daarbij zijn ze geneigd om meer en meer te bieden. Halen de private-equitypartijen hun rendement

wel? Kan het gekochte bedrijf het geld terugverdienen dat ervoor is betaald? Het zijn enkele van de vele vragen die blijven hangen. “Er wordt lucht gecreëerd in de markt. Dit kan gewoon niet goed gaan.” Private-equityverschaffers hebben daarbij een keuze. Ofwel de druk leggen bij het managementteam van de acquisitie en het eigenlijk op-

zadelen met een niet waar te maken groeiambitie; ofwel doorverkopen aan een collega, de secondary buy out. Die laatste vorm is populairder dan ooit. “De vraag is dan wel wie er als investeerder nog waarde toevoegt”, geeft een van de respondenten aan. “Het is als een *hot potato* die men onderling elkaar toewerpt.”

De M&A-kampioenen van 2005

Chief Financial Officer hield speciaal in verband met de Dag van de Overname op 7 december een grootschalig onderzoek onder zestig gerenommeerde spelers in de M&A-markt. Dankzij het anonieme karakter van het onderzoek konden zij onverbloemd en open hun mening geven over deals en personen. Daardoor is een uniek inzicht in fusie- en overnameland ontstaan dat normaal gesproken maar moeilijk te verkrijgen is.

Best Acquisition: Italiaanse soap

1	Rijkman Groenink	ABN AMRO	(Antonveneta)
2	Ad Scheepbouwer	KPN	(Telfort)
3	Klaas Wagenaar	Getronics	(PinkRocade)
4	Ron Icke	USG People	(Solvus)
5	Gerard Sanderink	Centric	(Oranjewoud)

Wie anders dan ABN AMRO met Antonveneta als deal van het jaar? Met een overweldigende meerderheid koos de fusie- en overnamewereld voor de doorbraak op Italiaanse bodem. “Uniek, omdat ABN AMRO als eerste buitenlandse bank een meerderheidsbelang in een Italiaanse bank verworven heeft.” Groenink laat met de deal Scheepbouwer van KPN ver achter zich. Die laatste wordt vooral genoemd vanwege de overname van Telfort. “Ondanks de hoge prijs is het toch een goede zet van hem geweest om Telfort over te nemen.” Vasthoudendheid wordt ook bij Klaas Wagenaar in de soap rond PinkRocade gewaardeerd. De acquisitie van grotere buurman Solvus levert Ron Icke de vierde plaats op. Als vijfde Gerard Sanderink van Centric. Met ingenieursbureau Oranjewoud voegt hij een bijzondere onderneming toe aan zijn ICT-concern.



Een ander verwacht het vertragende effect van de te duur gekochte acquisities over pakweg drie tot vijf jaar. "Dan ga je merken dat er te fors is geboden. Dan bezwijken de te duur gekochte ondernemingen onder de druk en vallen ze om." Conclusie: na de internetbubbel is er nu een private-equitybubbel. Sommige investeerders kiezen er daarom voor niets te doen en de storm af te wachten. "Voor private-equitypartijen is het zaak om kritisch te zijn, handvaten te vinden. Laat je niet opjagen." Anderen dalen af naar het lagere segment om daar één op één, in alle exclusiviteit, deals te doen waarbij ze nog wel waarde kunnen toevoegen. Bijvoorbeeld door familiebedrijven op te kopen of door middels een buy-and-

buildstrategie synergie op te bouwen in nieuw te vormen ondernemingen.

heeft zijn kaarten goed gespeeld en is met open vizier ten strijde getrokken. Zich keurig aan de regels gehouden,

'Voor private-equitypartijen is het zaak om kritisch te zijn. Laat je niet opjagen'

SOAP Nee, saai was M&A dit jaar alerm minst. Niet voor niets zetten de geïnterviewden als beste acquisitie Rijkman Groenink op nummer één. "Groenink heeft ongelofelijk veel guts gehad. Hij

ook al deden zijn tegenstanders dat lang niet altijd." De ABN AMRO-deal wordt daarnaast gezien als het openbreken van de sterk gesloten Italiaanse markt. Dat mag een unicum worden genoemd. Het is een grensoverschrijdende deal zoals de Europese Unie ze graag ziet. De Europese Commissie probeert al langer marktwerking te laten ontstaan, maar nog altijd zijn er nationale overheden die de strijdbijl niet willen begraven. Groenink mag dus een doorbraak in de internationale verhoudingen op zijn conto schrijven. "The gamble paid off", aldus een overnameadviseur. "Nu is het afwachten of de deal inderdaad waarde toevoegt aan ABN AMRO", zegt hij vervolgens kritisch.

Dat is zeker afwachten, maar duidelijk is wel dat Antonveneta de geschiedenisboeken ingaat. Het was smullen geblazen. Vooral van het telefoongesprek tussen Gianpiero Fiorani, topman van ABN AMRO-tegenstander Banca Popolare Italiana, en Antonio Fazio, gouverneur van de Italiaanse centrale bank. Fiorani, die een relatie heeft met de

Best M&A Strategy: geoliede machine

1	Jan Aalberts	Aalberts Industries
2	Peter Elverding	DSM
3	Gert-Jan Kramer	Fugro
4	Wim van Vonno	BAM Groep
5	Rob van den Bergh	VNU



"Jaar in jaar uit goede acquisities. Voegt waarde toe voor aandeelhouders. Erg knap. Een geoliede acquisitiemachine." Een bloemlezing uit de loftuitingen aan het adres van Jan Aalberts, CEO van Aalberts Industries. Hij is de onbetwiste nummer één wat betreft de overnamestrategie. Peter Elverding met zijn omvorming van DSM van bulkchemie naar fijnchemie en hoogwaardige materialen volgt op respectabele afstand. Op nummer drie Gert-Jan Kramer, CEO van bodemonderzoeker Fugro. Een eigenzinnige man die graag kralen rijgt. Wim van Vonno bezet plaats vier. Met de overname van ontwikkelaar AM gaat hij met zijn bouwbedrijf verder de keten in. Opvallend gezien het gedonder rond IMS Health: Rob van den Bergh op vijf. De uitleg is duidelijk. "Je moet beter naar je aandeelhouders luisteren, maar op zich is de transformatieslag van uitgever naar informatiemakelaar een goed idee."

dochter van Fazio, blijkt een meer dan vertrouwelijke verhouding te hebben met de gouverneur en diens vrouw. De centrale bankier bezweert Fiorani dat hij zich geen zorgen hoeft te maken en dat alles voor hem geregeld zal worden. Het liep anders. Justitie begon een onderzoek en de kansen keerden. Uiteindelijk trok ABN AMRO aan het langste eind. “Het geluk is afgedwongen”, kwalificeert een jurist het steekspel.

Bijzondere aandacht krijgt ook de Telfort-deal. Marcel Boekhoorn, een publiciteitsschuwe investeerder, en Stef van Doesburg van Greenfield Capital Partners weten het Amsterdamse concern voor een veelvoud van de oorspronkelijke investering te verkopen aan KPN. Het leverde Boekhoorn en Van Doesburg nominaties op. Ook Ad Scheepbouwer, CEO van KPN, wordt genoemd. “Ondanks de hoge prijs is het een goede zet om Telfort over te nemen. Het getuigt van lef om het bedrijf te kopen, ondanks de waardeestijging in zo'n korte periode.”

TESTCASE Antonveneta was niet de enige overnamesoap dit jaar. Het trio Klaas Wagenaar (Getronics), Henk Bosma (PinkRocade) en Ronald Kasteel (Ordina) maakte er eveneens een fraaie show van. Eigenlijk een testcase voor de zeggenschap van aandeelhouders. Bepaalt een meerderheid van aandeelhouders of het management van de onderneming met wie er over een overname wordt gesproken? Het antwoord was na een spannend verhaal duidelijk: de aandeelhouders.

Best Buy Out: twee deals in één dag

1	Marc Staal	ABN AMRO Capital	(Borstlap)
2	Michael Enthoven	NIB Capital	(ABP & PGGM)
3	Oswald Coene	Koning & Hartman	(Getronics)
4	Wiet Pot	Kempen & Co	(Dexia)
5	Carel van Bemmelen	Neerlands Glorie	(Heinz, Premier Foods)

Een tip voor partijen die volgend jaar voor de titel Best Buy Out in aanmerking willen komen: zorg dat je twee deals in één dag afrondt. De secondary buy outs van IMCD en Roompot en daarbij genomen de buy-out bij Borstlap maakten **Marc Staal** van ABN AMRO Capital tot winnaar. Michael Enthoven die met zijn management zijn bank NIB Capital losmaakte van ABP en PGGM staat op twee. Oswald Coene van Koning & Hartman vinden we terug op drie. Hij deed een management buy-out uit Getronics en zat daarbij volgens geïnterviewden op de voorbank. “Daar waar normaal private-equitypartijen aansturen op een deal, nam Coene de leiding.” Hij verkoos het ondernemerschap boven een zetel in de Raad van Bestuur bij Getronics. Wiet Pot verzelfstandigde Kempens & Co en zei daarmee Dexia gedag. Als laatste Neerlands Glorie onder leiding van Carel van Bemmelen. Nederlandse merken zoals Hak en Jonker Fris die onder leiding van NPM Capital zijn samengevoegd.



Best Private Equity House: fraaie deals en verzelfstandiging

1	Boudewijn Molenaar	Gilde Investment Management
2	Marcel Boekhoorn	Boekhoorn M&A
3	Rob Thielen	Waterland Private Equity Investments
4	Stef van Doesburg	Greenfield Capital Partners
5	Zoran van Gessel	Bencis Capital Partners

Gilde deed deals als Bakker Bart, DSM Bakery Ingredients en Hans Anders en vond en passant ook nog even tijd om zichzelf te verzelfstandigen uit de Rabobank-organisatie. **Molenaar** is de representant van het succes. Op twee en vier de betrokkenen bij de verkoop van Telfort aan KPN: Marcel Boekhoorn en Stef van Doesburg. Zij boekten een megarendement. Op drie Rob Thielen van Waterland. Die plaats verdient hij vanwege een succesvolle fundraising en de strategische keuze voor nichemarkten. Op vijf nieuwkomer Zoran van Gessel van Bencis, de net van Nesbic losgekomen private-equitypartij. “Hij schuwt operationele risico's niet en weet deze aan te pakken. Met Roompot heeft hij een goede deal gedaan.”

Best M&A Advisor: timmert aan de weg

1	Maarten Wolleswinkel	Holland Corporate Finance
2	Robert Schuman	Nielen, Van Schaik, Schuman
3	Rob Oudman	BNP Paribas
4	Onno Sloterdijk	KPMG Corporate Finance
5	Dirk Brouwer	Sequoia



Na vorig jaar op plaats twee te zijn geëindigd pakt Wolleswinkel nu overtuigend de leiding. "Holland Corporate Finance is zowel gericht op de opdrachtgever als op de andere partijen aan tafel. Het timmert hard aan de weg." Als nieuwe firmant van de boutique die nu ook zijn naam draagt, scoort Robert Schuman goed. "Hij kan het klimaat waarin een deal plaatsvindt goed bespelen." Oudman was net als Schuman betrokken bij de Radio 538-deal. "Hij heeft het proces goed in de klauwen. Weet veilingen in een korte tijdperiode tot closing te brengen." Op vier nog een topper in het private-equityveld: Onno Sloterdijk. Een man met veel ingangen en een grote dealflow. Als vijfde de bijzondere speler Sequoia. "De positie daarvan in de energiewereld is ongekend. Een club die nog niet zo lang bestaat, maar nu al een indrukwekkende trackrecord heeft opgebouwd."

Hoewel de deal uiteindelijk naar Getronics ging. Daarvoor wordt Klaas Wagenaar nu geprezen. "De overname was uitdagend en vanuit hem persoonlijk gedreven. Knap wat hij heeft neergezet. Drie jaar geleden lag Getronics bijna belly up."

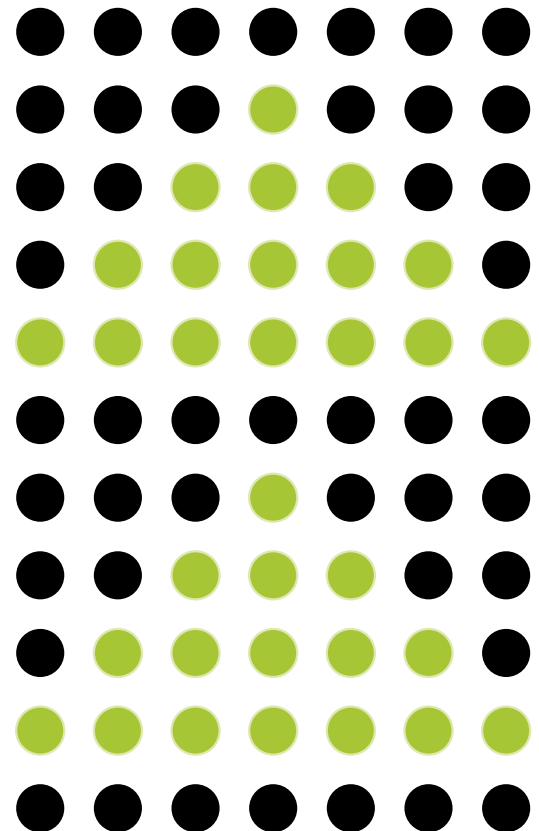
Van soapelementen zoals bij Antonveneta en PinkRocade wil Jan Aalberts niets weten. Hij gaat gestaag door met waarde toevoegen door veel kleine deals te doen. "Niet meteen een flatgebouw kopen, maar tien kleine huisjes. Dat is zijn stijl", aldus een geïnterviewde. "Na zoveel acquisities zou je denken dat er een gedrocht ontstaat, maar niets is minder waar. Jan Aalberts heeft het goed voor elkaar. Aalberts Industries is een geoliede machine."

Datzelfde mag van Marc Staal van ABN AMRO Capital worden gezegd. Op één dag rondde hij zowel de buy-out van chemicaliëndistributeur IMCD als die van vakantiepark Roompot af. "Twee fantastische buy-outs." In het eerste

'Niet meteen een flatgebouw kopen, maar tien kleine huisjes'

geval werd Alpinvest uitgekocht, in het tweede geval Bencis Capital Partners. Daarnaast kocht Staal ook nog eens het internationaal opererende familiebedrijf Borstlap. Met name die

laatste deal levert hem de winst in de categorie Best Buy Out op. In dezelfde categorie worden ook de buy-outs van NIB Capital, Bencis Capital Partners en van Kempens & Co genoemd. Niet verwonderlijk. Ze zijn de belichaming van



van de redenen achter de verkiezing van Boudewijn Molenaar van Gilde tot Best Private Equity House. Gilde deed het afgelopen jaar een aantal aansprekende deals zoals DSM Bakery Ingredients, Hans Anders en Bakker Bart, en vond ook nog tijd om zichzelf los te weken van de Rabobank. Een van de respondenten: “Ze schreeuwen het zelf niet van de daken, maar ik vind het knap dat ze de club hebben verzelfstandigd.”

MET GLANS Een tandje bij schakelen. Dat moet Maarten Wolleswinkel van Holland Corporate Finance hebben gedacht toen hij vorig jaar derde werd. Dit jaar pakt hij met glans de eerste plaats. “Ze timmeren sterk aan de weg. Het is een grote club met een internationaal netwerk.” In de ogen van een van de geïnterviewden is Holland Corporate Finance zelfs de meest vooraanstaande zelfstandige overnamebegeleider. De nummer twee is opvallend. Robert Schuman trad bij Nielen Van Schaik aan als firmant en

Best M&A Lawyer: onbetwiste nummer één

1	Jan Louis Burggraaf	Allen & Overy
2	Eddie Meijer	Houthoff Buruma
3	Heleen Kersten	Stibbe
4	Hector de Beaufort	Clifford Chance
5	Ep Hannema	Norton Rose

Net als vorig jaar is Jan Louis Burggraaf de onbetwiste nummer één onder juristen in M&A. “Hij trekt hard aan alle partijen in het proces. Ligt desondanks goed bij hen. Heeft een ijzersterke reputatie.” Hij stond Tele2 bij in de acquisitie van Versatel. Eddie Meijer wordt geprezen om zijn no nonsens. “Een pragmat die 24 uur per dag beschikbaar is.” De enige vrouw in het gezelschap is Heleen Kersten. “Heel veel juristen zoeken juist nieuwe problemen op. Er zijn er niet zoveel die dat niet doen. Zij is een van hen.” Hector de Beaufort is een man met veel ervaring. Hij trad onder meer op voor AP Moller-Maersk bij de overname van P&O Nedlloyd. Ep Hannema is volgens deskundigen niet op waarde te schatten. “Een leidende persoon in private equity.”



viel het afgelopen jaar meteen op. Hij begeleidde de acquisitie van Radio 538 door John de Mol.

Bij de M&A-juristen staat de winnaar van vorig jaar, Jan Louis Burggraaf, nog altijd eenzaam aan de top. Hij stond het afgelopen jaar onder meer Tele2 bij. Ook bij de fiscalisten een

sympathieke winnaar. Olaf van der Donk is de enige fiscalist in het juristenkantoor Allen & Overy. “Hij weet op het scherpst van de snede een taxstructuur in elkaar te draaien.” Peter van Mierlo is de absolute top in Acquisition Support. “Andere partijen zijn niet zo toegewijd aan de due diligence. Van

Best M&A Fiscalist: op het scherpst van de snede

1	Olaf van der Donk	Allen & Overy
2	Marco de Lignie	Loyens & Loeff
3	Guido Derckx	Loyens & Loeff
4	Oscar Kinders	PricewaterhouseCoopers
5	Arthur Goedkoop	Deloitte

Olaf van der Donk weet waar hij het over heeft en zet de belastingstructuur neer op het scherpst van de snede. “Dat hij in zijn eentje als fiscalist in een juristenkantoor zoveel deals naar zich toe trekt, is knap.” Loyens & Loeff blijft net als vorig jaar een leidend kantoor in belastingstructuren rond deals. Niet voor niets is zowel Marco de Lignie als Guido Derckx, hoofd van de fiscale praktijk, genomineerd. Oscar Kinders wordt bewonderd om zijn kennis van zaken en zijn pragmatisme. Met Arthur Goedkoop kun je goed zaken doen, volgens de respondenten. “Hij ziet goed de issues in een deal. Hij weet waar het om gaat.”



Mierlo heeft een kritische houding ten opzichte van het bedrijf dat hij en zijn medewerkers doorgronden. Ze weten snel wat de issues zijn.” Dat is belangrijk, zo meldt een private-equitypartij die met een due diligence drie keer de gage van de adviseurs terugverdiende. “Er kwam een claim op tafel die we bij de aandeelhouders konden neerleggen. Daarmee hebben we het risico kunnen buitensluiten.”

‘Iedereen kijkt naar alles. Drie deals werden in één keer afgeblazen’

De fusie- en overnamemarkt kenmerkt zich door een levendige handel die zich volgens de geïnterviewden in 2006 doorzet. “Iedereen kijkt naar alles.” Dat is voor fusie- en overnamespecialisten niet altijd even gunstig, want veel inspanningen blijken uiteindelijk voor niets, omdat een private-equityhuis of een onderneming zich toch terugtrekt uit de strijd. Het hoort bij het vak, maar het kan frustrerend zijn. Dat blijkt bijvoorbeeld uit een bijdrage van een van de overnameadviseurs. “Drie deals werden in één keer afgeblazen.” Sneu, maar er is ongetwijfeld wel weer een andere deal voor in de plaats gekomen. Want de overnametrein is er een die niet te stoppen is. Ook in 2006 niet. <<

Best Acquisition Support: de waarheid boven tafel

1	Peter van Mierlo	PricewaterhouseCoopers
2	Ad Veken	Deloitte
3	Leo van Veen	Ernst & Young
4	Jos Andriessen	Deloitte
5	Jurgen van Breukelen	KPMG

Peter van Mierlo krijgt in due-diligencetrajecten snel de waarheid boven tafel. “PwC levert het beste professionele resultaat. Het heeft een kritische houding ten opzichte van het bedrijf dat het doorgrondt. Is dedicated aan de due diligence. Meer dan andere partijen.” Ad Veken weet volgens de geïnterviewden voor zijn analyses dwars door getallen heen te prikken. En Leo van Veen is een garantie voor goede analyses. “Hij weet goed in te schatten wat de lezer wil terugzien in een rapport.” Jos Andriessen is vooral in beeld bij private-equitypartijen. “Hij presenteert geen vuistdikke rapporten en hij weet waarom wij in een bepaalde deal zitten.” De rapportages van Jurgen van Breukelen zijn erg gedegen. “Er wordt breder nagedacht dan alleen over de lijken in de kast.”



Best Leveraged Finance Banker

1	Erwin de Jong	ABN AMRO
2	Alexander Olgers	F. Van Lanschot Bankiers
3	Ronald Vochteloo	ING
4	Wout Germ	ABN AMRO
5	Gilles Boumeester	Rabobank
6	Jan Deurhof	F. Van Lanschot Bankiers

“Een verstandige jongen.” Zo wordt winnaar Erwin de Jong gekshekend aangeduid. Zijn club ABN AMRO is als financier bij vele grote deals betrokken en dat valt de geïnterviewden op. Ze zetten dan ook de baas van De Jong, Wout Germ, op nummer vier. Nummer twee is Olgers, een representant van het succes van de samenvoeging van CenE Bankiers (een onderdeel van ING) en F. Van Lanschot Bankiers. “Vroeger was de afweging of een deal naar ING of naar CenE Bankiers ging. Nu heb ik het gevoel dat er meer vrijheid is om zaken te doen.” Last but not least een oudgediende in het leveraged-financevak: Gilles Boumeester. In acht jaar Rabobank heeft hij het vakgebied leveraged finance zien opkomen.

