

# Een goede voorbereiding is goud waard

In de dynamische context waarin bedrijfsverkoop plaatsvinden, vormt de financieel directeur of controller vaak de spil. Alleen met een goede voorbereiding en coördinatie kan dit verkoopproces succesvol worden afgerond. Wanneer gaat men over tot verkoop, en wat zijn de verschillende te nemen stappen? Praktische tips voor het inrichten en managen van een (formeel) verkoopproces.

Auteur **drs. Robert Th. Boersma RC**, fusie- en overnameadviseur bij Holland Corporate Finance

Verkoop van bedrijven of bedrijfsonderdelen is een veelbesproken onderwerp in de financiële pers. Op basis van de omvang en het aantal fusie- en overnametransacties per jaar neemt Nederland binnen Europa een belangrijke positie in. Desondanks kunnen slechts weinig middelgrote tot grote ondernemingen in Nederland zich een 'dedicated' fusie- en overnameafdeling veroorloven. Dit betekent dan ook dat het verkopen van een bedrijfsonderdeel in de praktijk veelal deel uitmaakt van het takenpakket en verantwoordelijkheidsgebied van de financieel directeur of controller. Uitsluitend met een goede voorbereiding en een alerte coördinatie kan hij dit proces succesvol tot een einde brengen. Bedrijfsverkoop vinden plaats binnen een dynamische context. Een aanzienlijk deel – ongeveer 40 procent – van alle bedrijfsovernames betreft bedrijfsonderdelen die door moederondernemingen worden afgestoten.<sup>1</sup> Aan de beslissing om een bedrijfsonderdeel te verkopen, kunnen verschillende redenen ten grondslag liggen, zoals:

- het ontmantelen van een conglomeraat (Bege-man);
- een veranderende strategie of reorganisatie (afstoten publicatijdschriften door VNU);
- het creëren van waarde, door te verkopen aan een partij met een betere strategische fit (verkoop farmadivisie door Internatio-Müller);
- te grote investeringen zijn noodzakelijk (bijvoorbeeld in technologie) om een leidende positie te creëren of te behouden (afstoten petrochemie door DSM);

- het wegsnijden van ongewenste onderdelen die zijn meegekomen met een overname (de voorgenomen acquisitie door Heymans van HBG, waarbij de baggerdochter HAM van HBG zou worden doorverkocht aan Boskalis);
- het financieren van eerdere of latere bedrijfsovernames of investeringen (KPN);
- het tegemoetkomen aan eisen van mededingingsautoriteiten (Buhrmann stoot bestaande office supplies-activiteiten af na overname van de office supplies-activiteiten van Samas);
- het terugdraaien van een miskoop (verkoop Rover door BMW).

Linn en Rozeff beargumenteren dat er uiteindelijk slechts twee geldige redenen zijn om een onderdeel af te stoten: het onderdeel is meer waard in de handen van de koper dan in de handen van de verkoper, of het heeft een nadelig effect op andere (winstgevend) activiteiten van de verkoper.<sup>2</sup>

De genoemde voorbeelden laten zien dat de fusie- en overnamemarkt een grote dynamiek kent. Een belangrijke verschuiving op het concurrentieveld leidt al gauw tot een herijking van de strategie, en als gevolg daarvan tot een beslissing om bedrijfsonderdelen te verkopen. Wanneer men een bedrijfsonderdeel afstoot, wordt aan snelheid vaak ongemerkt een hogere prioriteit gegeven dan aan het behalen van een zo goed mogelijk onderhandelingsresultaat. Met name beursgenoteerde ondernemingen laten immers graag zien dat zij krachtadig werken aan het realiseren van een nieuwe of gewijzigde strategie. Wil men in dergelijke omstan-

digheden zo snel mogelijk een zo goed mogelijk onderhandelingsresultaat (prijs en overige contractvoorwaarden) behalen, dan moet het verkoopproces goed voorbereid en intensief begeleid worden. Het artikel is opgesplitst in twee delen. In dit nummer van *ControllersMagazine* staat de voorbereidende (interne) fase centraal.<sup>3</sup> In het volgende nummer zal worden ingegaan op de externe en de exclusieve fase van een verkoopproces, waarbij onder meer aandacht wordt besteed aan de verkoop via een zogenoemde 'controlled auction'. Een verkoopproces verloopt globaal zoals weergegeven in tabel 1. De in de tabel genoemde fasen worden hierna in meer detail besproken. Hierbij dient u zich evenwel te realiseren dat elk verkoopproces zich op een unieke wijze zal ontwikkelen (hetgeen dit soort processen elke keer weer tot een uitdaging maakt).

### De interne fase

De interne fase staat in het teken van het verkoopgereed maken van een onderneming en het definiëren en documenteren van de verkooppropositie.

Bij kleinere familiebedrijven vraagt het verkoopgereed maken van een onderneming vaak meer tijd dan bij grotere private dan wel publieke ondernemingen. Bij deze laatste bedrijven zijn sommige aspecten van het verkoopgereed vaak onderdeel van de dagelijkse praktijk. Het (her)inrichten van de organisatie of de implementatie van een nieuw

Tabel 1. Het verkoopproces

Fase		Tijdsduur
Intern	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verkoopgereed maken onderneming</li> <li>• Propositie documenteren</li> </ul>	0 - 5 jaar 2 - 3 maanden
Extern	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Onderneming aanbieden in de 'markt'</li> <li>• Intentieovereenkomst uitonderhandelen</li> </ul>	2 - 3 maanden 1 - 2 maanden
Exclusief	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Boekenonderzoek en opstellen van finale contracten</li> </ul>	1 - 2 maanden

aandacht te besteden aan het ontvlechten van weliswaar aan elkaar gelieerde, maar niet bij elkaar passende activiteiten en het optuigen of inzichtelijk maken van financiële rapportages.

Men dient ook kritisch te kijken naar 'potjes' die in het verleden mogelijk zijn gevormd. Terwijl deze potjes bij een familiebedrijf nog wel eens een fiscaal karakter hebben, zijn managers (en hun controllers) bij publieke groepsmaatschappijen vaak meesters in het creëren van potjes die ervoor zorgen dat toch vooral het budget wordt gehaald.

Het opsplitsen, inzichtelijk maken en vervolgens aan de juiste kopers verkopen van gesepareerde activiteiten, leidt in het algemeen tot een beduidend hogere verkoopopbrengst.

### Verwijder overtollig vet

Het onroerend goed waarvan een bedrijfs onderdeel gebruikmaakt, wordt vaak intern (van een onroerend-goed-BV verbonden aan de moedermaatschappij) of extern gehuurd. Mocht dit niet zo zijn, dan

## Het is belangrijk dat de verkoper gedurende het verkoopproces regelmatig in de huid van de potentiële koper kruipt

financieel systeem zijn bij uitstek de momenten om bewust rekening te houden met de mogelijkheid dat een onderdeel vroeg of laat wordt verkocht. Door het onderbrengen van activiteiten in een separate BV, voorkomt men bijvoorbeeld dat bij een eventuele verkoop in plaats van de aandelen de activa moeten worden geleverd, en dat over de goodwill met de fiscus moet worden afgerekend. Het is belangrijk dat de verkoper gedurende het gehele verkoopproces regelmatig in de huid van de potentiële koper kruipt. Ook aan het begin van het proces, wanneer de beslissing om te verkopen nog maar net is genomen. Dan komen bijvoorbeeld al gauw de volgende vragen naar voren: is de logische kopersgroep geïnteresseerd in de gehele entiteit die moet worden verkocht, of zal opsplitsen tot een betere verkoopbaarheid (en hogere opbrengst) leiden? En heeft de te verkopen onderneming een inzichtelijk financieel verleden, zodat een houdbaar en voorspelbaar winstniveau kan worden vastgesteld?

Vaak blijkt dat men er verstandig aan doet om

is het verstandig om na te gaan of waarde kan worden gecreëerd door (delen van) het onroerend goed te verkopen en vervolgens de voor de uitvoering en ontwikkeling van het bedrijf strikt noodzakelijke activa terug te huren. Stille reserves en overtollige activa kunnen op deze wijze (op termijn) voor een extra opbrengst zorgen, terwijl het winstgenererend vermogen van het te verkopen bedrijf niet of nauwelijks wordt aangetast. Bovendien krijgt men voor onroerend goed als onderdeel van een bedrijfsverkoop vaak een minder goede prijs, omdat kopers over het algemeen meer interesse hebben voor de business dan voor de bakstenen.

Ongeacht of het onroerend goed in eigendom wordt gehouden, is het aan te bevelen om grond en gebouwen er verzorgd uit te laten zien. Het schoonmaken en schoonhouden van bedrijfsgebouwen en terreinen, het geven van een lijke verf of het laten vernieuwen van vloeren en zonweringen zijn slechts enkele voorbeelden van verbeteringen, die tegen relatief geringe kosten kunnen worden >>

uitgevoerd. Deze kosten verdient men later dubbel en dwars terug, doordat de positievere indruk die een potentiële koper aan de onderneming overhoudt zich onbewust vaak vertaalt in een hoger bod. Een onderneming is doorgaans moeilijk te verkopen als het voor de koper niet duidelijk is of hij na de transactie kan rekenen op het topmanagement en de belangrijkste functionarissen. Het is daarom van belang dat de verkoper zich van de medewerking van deze personen verzekert. Het is niet ongebruikelijk om hierbij een bonusregeling te treffen, waarbij men uitbetaling van de bonus bijvoorbeeld kan koppelen aan het (loyaal) verlenen van medewerking aan het verkoopproces, aan de verkoopopbrengst en aan de intentie om aan te blijven gedurende een bepaalde periode na de verkoop.

### Koopargumenten

Het bedrijf dient zo 'mooi en sterk' mogelijk in de markt te worden gezet. De voorbereidingen vinden plaats in de fase van het definiëren en documenteren van de propositie. Er wordt een informatie-memorandum geschreven, een waardeanalyse uitgevoerd en een 'long list' van mogelijk geïnteresseerde partijen opgesteld. Het belangrijkste doel van het memorandum is

(eventueel na een toelichting) een indicatief bod te doen.

- Het document verstrekt meestal meer informatie over de markt en de sector dan een businessplan. Dit helpt bijvoorbeeld participatiemaatschappijen of kopers van buiten de sector bij hun initiële afweging.
- Het is in deze fase (nog) niet nodig om gevoelige informatie over bijvoorbeeld klanten en leveranciers te verstrekken.
- Voorkom dat bij het opstellen te veel mensen hun input moeten of willen geven. Dit vertraagt het proces onnodig.
- De mogelijkheid bestaat dat de lezer slechts zeer weinig tijd kan of wil besteden aan het lezen van het document. Zorg daarom voor een positief en scherp geformuleerde 'executive summary'.



## Een waardering kan nog zo uitgebreid en professioneel worden uitgevoerd, uiteindelijk is het de markt die de prijs van een onderneming bepaalt

dat potentiële kopers in staat worden gesteld uit te maken of de onderneming een geschikte overnamemogelijkheid vormt. Het memorandum omvat naast een uitgebreide beschrijving van de onderneming, onder meer de belangrijkste koopargumenten voor de kopende partij en de verkoopprocedure. Alhoewel een memorandum nauwkeurig moet worden opgesteld, dient het met name als verkoopdocument, waarin de potentie van de onderneming wordt beschreven. Het memorandum is geen prospectus, en behoeft als zodanig dus niet door advocaten en accountants te worden goedgekeurd. Maar besef wel: majeure afwijkingen tussen het memorandum en de werkelijke staat van de onderneming zullen kopers in een later stadium van het verkoopproces afschrikken. Dit leidt vrijwel zeker tot heronderhandeling van de prijs. Enkele tips voor het opstellen van het memorandum:

- Geen enkele koper neemt de uiteindelijke koopbeslissing op basis van het memorandum. Het memorandum dient 'slechts' om de koper ervan te overtuigen aan de onderhandelingstafel plaats te nemen en moet hem in staat stellen om

- Kijk naar het memorandum met de ogen van de kopende partij: geeft het een goede beschrijving van de onderneming en nodigt het uit tot lezen?
- Zorg voor een rustige, prettig leesbare en zakelijke layout. Plaatjes zijn goed, maar maak er geen kermis van. Voeg liever de bedrijfsbrochure toe.
- De financiële paragraaf dient inzicht te geven in het houdbare winstniveau van de onderneming, gecorrigeerd voor bijvoorbeeld eenmalige en buitengewone kosten of baten, of kosten en opbrengsten die zich onder een nieuwe eigenaar niet zullen voordoen. Denk hierbij aan eenmalige extra afschrijvingen, in het geval van de verkoop van vaste activa, maar ook aan gealloceerde holdingkosten. In deze paragraaf kan ook worden uiteengezet hoe 'intercompany'-diensten in de toekomst kunnen worden afgewikkeld.
- Wanneer een winstverwachting wordt uitgesproken, zorg dan dat deze kan worden waargemaakt



FOTO: FOTOSTOCK

krijgt vaak de meeste aandacht van de koper. Interesse wordt gewekt door bijvoorbeeld toegang tot of groeimogelijkheden in de Nederlandse of Europese markt ('market entry premium'), mogelijke (overhead-)besparingen binnen een groep, ervaring van het management (bijvoorbeeld op het gebied van reorganisaties of groei door overnames), merknamen die op andere markten kunnen worden geïntroduceerd en unieke technische, technologische of researchmogelijkheden.

### Waardegevoel

Bij de waardeanalyse is de *Discounted Cash Flow*-methode (DCF) nog steeds de meest gebruikte waarderingsmethode. Door een DCF-waarderingsmodel op te stellen en als denkmodel te gebruiken, wordt men gedwongen na te denken en uitspraken te doen over onder meer de mogelijkheden (en onmogelijkheden) van de onderneming, de consistentie van de gehanteerde aannames en een mogelijk te realiseren overnameprijs.

De waardering start met de berekening van de zogenoemde 'stand-alone'-waarde van de onderneming, maar kan worden aangevuld met de berekening van de waarde van uiteenlopende (en vaak per koper verschillende) synergie-mogelijkheden. Zo ontstaat een 'value staircase'.

Zorg ervoor dat meerdere scenario's en gevoeligheden worden doorgerekend. Rond de waardeanalyse af met gegevens over de marktwaarde van beursgenoteerde ondernemingen die actief zijn in dezelfde sector, en met gegevens over vergelijkbare acquisities van recente datum ('market comparables'). Let wel: een waardering kan nog zo uitgebreid en professioneel worden uitgevoerd, uiteindelijk is het de

markt die de prijs van de onderneming bepaalt. In deze fase is het vooral van belang dat op basis van realistische aannames een waardegevoel ontstaat. Stel alvorens de markt in te gaan een minimumprijs vast, waaronder de onderneming niet wordt verkocht. En zorg er vervolgens voor dat de prijs van de onderneming tot stand komt in een (via de juiste verkoopprocedure) zo goed mogelijk gecreëerde en geïnformeerde markt (gevormd door de juiste kopersgroepen).

### Kruisbestuiving

Een 'longlist' kan meer partijen bevatten dan slechts de meest voor de hand liggende strate- >>

tijdens de verdere duur (vaak nog vele maanden) van het proces. Niets is 'dodelijker' dan maandelijks te moeten rapporteren dat de verwachting niet is uitgekomen. In het gunstigste geval leidt dit tot een grote uitgestelde betaling ('earn-out') of extra garanties. Maar waarschijnlijker is dat de prijs naar beneden wordt bijgesteld.

- Vermijd onnodige details of schijnnaauwkeurigheid. Geef cijfers bijvoorbeeld in duizendtallen of miljoenen, in plaats van tot twee cijfers achter de komma.
- Neem een 'disclaimer' op in het memorandum. De paragraaf waarin de potentie en toekomstverwachting van de onderneming wordt beschreven,

gische partijen. Via gerichte research kunnen minder evidente, maar mogelijk zeer interessante kopers(groepen) worden getraceerd.

Screen ook de portfoliobedrijven van financiële partijen ('private equity'-fondsen). De laatste jaren zijn deze partijen steeds vaker in staat gebleken om strategische kopers in biedingprocessen af te troeven. De tijd dat financiële partijen alleen minderheidsbelangen kochten, ligt ver achter ons. Veel financiële kopers hanteren tegenwoordig een actieve 'buy and build'-strategie. In combinatie met een financiële partij kan naast het zittende managementteam (*management buy-out*) ook extern management een interessante koper zijn (*management buy-in*).

De opgestelde 'longlist' heeft een hoog 'brainstormgehalte'. Deze lijst wordt uiteindelijk ingeperkt tot een 'shortlist', waarop de partijen staan die daadwerkelijk worden benaderd.

Voor het definiëren en documenteren van de propositie kan men vaak terugvallen op reeds bestaande strategische plannen, marktonderzoeken en overige documentatie. Toch is het van belang om in het kader van een verkoopproces zoveel mogelijk vanaf 'scratch' te beginnen bij het nadenken over de propositie. Zorg voor een goede kruis-

bestuiving tussen de verschillende subprocessen. Researchinformatie over marktpartijen gebruikt men vaak bij het formuleren van de 'key acquisition criteria' in het memorandum, maar ook omgekeerd. Deze informatie komt vervolgens ook goed van pas bij de waardeanalyse, met name bij het onderbouwen en berekenen van synergievoor- delen. Een goede waardeanalyse draagt ook weer bij tot een beter onderbouwde financiële paragraaf en een realistische 'forecast'.

Een evenwichtige verkooppropositie, goed gedocumenteerd in een memorandum en toegeschreven op de juiste kopersgroepen, vormen de bouwstenen voor de volgende fase van het verkoopproces: de externe fase. Hierin worden op discrete wijze kopers benaderd en keuzes gemaakt over de verkoopprocedure en de te volgen onderhandelingsstrategie. In deel 2 van dit artikel wordt ingegaan op de externe en de exclusieve fase van het verkoopproces. <<

### Noten

- 1 Houlihan Lokey Howard and Zukin. Mergerstat Review, various years.
- 2 Linn, Scott C. and Rozeff, Michael S. "The corporate sell-off", *Midla Corporate Finance Journal*, 2. Summer 1984. pp. 17-26.
- 3 Zie ook boekbespreking op pag. 57 van dit nummer.