

## DE KUNST VAN FUSIES EN OVERNAMES

Interview Marc Cosaert,  
Marc Guns  
en Werner Huygen

2-3

## EEN MINIMUM AAN POTTENKIJKERS

Een verkoopstraject  
bespoedigen

4

## KREDIETMARKT BEPAALT DE PRIJS

Financiering van M&A

5

## TAXATIE BIJ OVERNAME

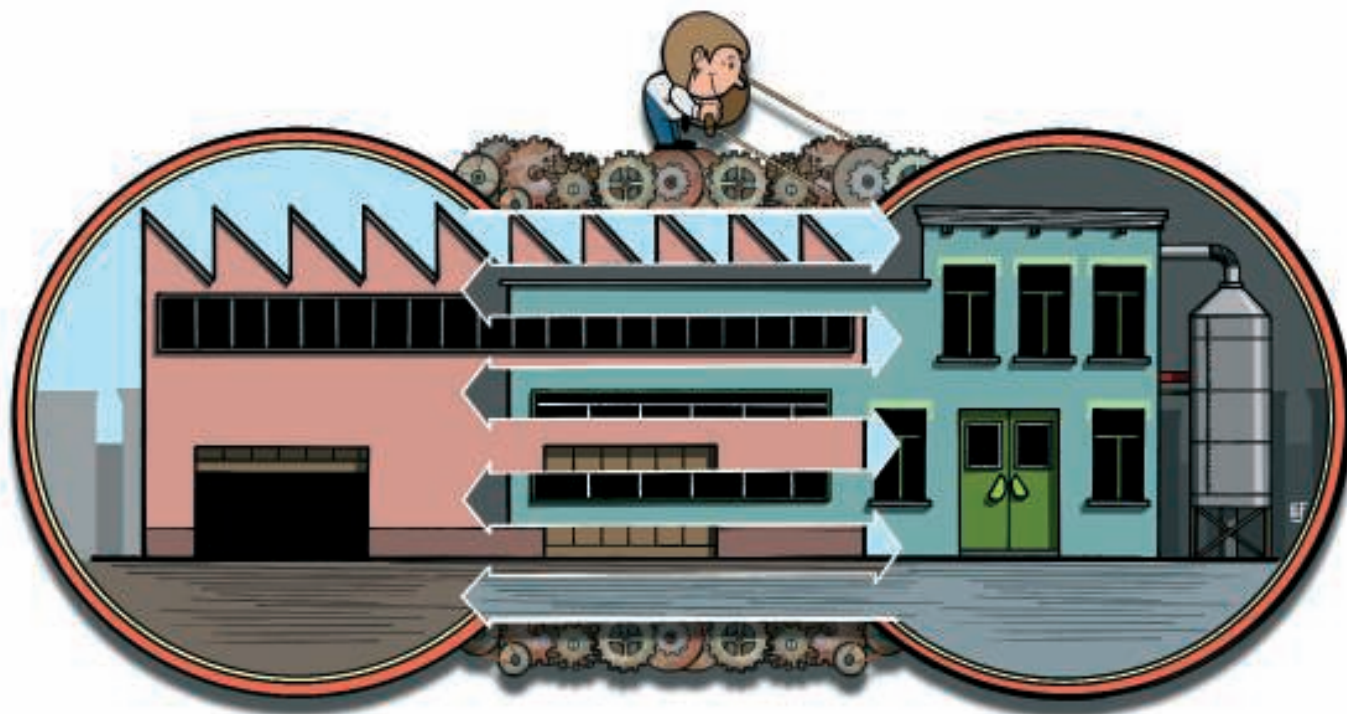
Fiscaliteit van M&A

6

## DE CRUCIALE EERSTE 100 DAGEN

Transactie-integratie

7



ILLUSTRATIE: IEF CLAESSEN

# FUSIES EN OVERNAMEN

## DE WEG NAAR EEN GESLAAGDE TRANSACTIE

EEN BEDRIJF OVERNEMEN OF UW BEDRIJF VERKOPEN IS EEN VAN DE BELANGRIJKSTE BESLISSINGEN DIE EEN ONDERNEMER KAN NEMEN. VOOR ZO'N TRANSACTIE GAAT MEN BEST NIET OVER ÉÉN NACHT IJS, EN IS MEN BETER TERDEGE GEÏNFORMEERD. OM U DOOR DE COMPLEXE M&A-MATERIE TE GIDSSEN, FOCUS DIT DOSSIER OP DE RECENTSTE TRENDS IN DE FUSIE- EN OVERNAMEMARKT. SINDS DE KREDIETCRISIS IS DIE MARKT GRONDIG DOOR ELKAAR GESCHUD. DE PRIVATE-EQUITYSPELERS ZWETEN DOOR HET NIEUWE REALISME VAN DE BANKEN HUN KATER WAT UIT, WAARDOOR STRATEGISCHE OVERNEMERS MEER KANSEN KRIJGEN. VOORAL OP DE BELGISCHE MARKT LIGGEN DE KANSEN VOOR HET GRIJPEN: EEN HELE GENERATIE BEDRIJFSLEIDERS MOET DE KOMENDE JAREN BESLISSEN OVER DE TOEKOMST VAN ZIJN BEDRIJF.

DE SPECIALISTEN VAN ERNST & YOUNG TRANSACTION ADVISORY SERVICES DOEN IN DIT SUPPLEMENT NIET ALLEEN EEN BOEKJE OPEN OVER DE FINANCIËLE EN FISCALE FACETTEN VAN TRANSACTIES, MAAR LEGGEN OOK DE VOOR- EN NADELEN VAN DE VENDOR DUE DILLIGENCE HAARFIJN UIT. KORTOM, VERPLICHTE KOST.



Vragen over  
deze problematiek?  
Wilt u dit dossier  
ook online raadplegen?  
[www.tijd.be/transactie](http://www.tijd.be/transactie)



EDITORIAAL

Marc GUNS - hoofd Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)

**'HET KENMERK VAN DE HUIDIGE TRANSACTIEMARKT IS EEN HOGERE RISICOOVERSIE VAN DE KAPITAAL-VERSCHAFFERS EN IN EERSTE LIJN DE BANKEN.'**

Bedrijven kopen, bedrijven verkopen. Niets lijkt zo gemakkelijk. En toch. Niets is zo moeilijk als een transactie tot een goed einde brengen. Door interne en externe factoren worden vaak bepaalde aspecten over het hoofd gezien tijdens het transactieproces, loopt de transactie spaak door een foutieve aanpak of worden opportuniteiten gemist. De spreekwoordelijke 'kat in de zak' ontardt dan ook relatief gemakkelijk in een (financiële) kater. Een degelijk uitgevoerd zorgvuldigheidsonderzoek of 'due diligence' vermindert alvast de onzekerheden waarmee de mogelijke acquisitie van een onderneming gepaard gaat. Een strak gestuurd verkoopproces verhoogt de kansen op een geslaagde transactie.

Tijdens een klassieke 'due diligence' merken wij regelmatig dat bedrijven in feite niet 'verkoopklaar' zijn. Het management en/of de aandeelhouders hebben zich op voorhand onvoldoende geïnformeerd over het bedrijfseconomische risicoprofiel van de onderneming, wat tijdens het boekenonderzoek onvermijdelijk tot uiting komt. Dat leidt tot moeilijke onderhandelingen en kan een nadelige invloed hebben op de verwachte verkoopprijs. De verkoper kan die risico's echter tijdig en proactief beheersen en managen door uit eigen beweging een zogenoemde 'Vendor Due Diligence' te initiëren om zodoende zelf bij te kunnen sturen vooraleer hij effectief het transactieproces opstart. De VDD, door onafhankelijke adviseurs uitgevoerd in opdracht van de verkoper, wint dan ook in België steeds meer aan populariteit.

Het kenmerk van de huidige transactiemarkt is een hogere risicooversie van de kapitaalverschaffers en in eerste lijn de banken. Mede door de 'credit crunch' is het nog belangrijker geworden om niet enkel de juiste deal te doen, maar ook om de deal op de goede manier uit te voeren. Een grondige studie van de fiscale mogelijkheden om transactiekosten en financieringslasten maximaal ten laste van de belastbare basis te brengen wordt dan ook belangrijker. Voorafgaand onderzoek en analyse moeten ertoe bijdragen om de meest interessante structuur voor de transactie op te zetten. De Rulingcommissie probeerde onlangs een aanpak te ontwikkelen die moest toelaten de fiscale aftrek van intrestlasten te realiseren door middel van de fiscale consolidatie tussen acquisitievenootschap en verworven onderneming. Recentelijk is de Rulingcommissie jammer genoeg op haar stappen teruggekeerd waardoor we in België weer naar af zijn. Een gemiste kans.

In deze bijlage leggen de specialisten van Ernst & Young uit hoe u al deze aspecten gestructureerd en proactief kunt aanpakken en hoe u de hoogste return realiseert op uw transactie.

Marc Guns

## COLOFON

Een initiatief van:  
Ernst & Young

Een realisatie van:  
Mediafin Publishing

• Marc Guns: hoofd Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)  
• Marc Cosaert: hoofd M&A Advisory & Transaction Integration  
• Tristan Dhondt: directeur M&A Advisory  
• Werner Huygen: hoofd Transaction Tax  
• Christophe Van Gampelaere: senior manager Transaction Integration  
• Nicolas Leest: senior manager Transaction Integration  
• Deniz Ates: senior manager Transaction Integration

Coördinatie: Veronique Soetaert  
Redactie: David Hendrickx  
Lay-out: Mediafin  
Fotograaf: Sofie Van Hoof  
Uitgever: Dieter Haerens

www.ey.com/be • Tel. 09 242 51 11 • Tel. 02 774 91 11

Info? publishing@mediafin.be

DE TIJD

ERNST & YOUNG

# DE KUNST VAN HET BEGELEIDEN VAN FUSIES EN OVERNAMEN

## TRENDS IN TRANSACTIES

FUSIES EN OVERNAMEN IN GOEDE BANEN LEIDEN, IS EEN VAK APART. VAN DUE DILIGENCE OVER ONDERHANDELINGEN TOT DEAL-CLOSING EN INTEGRATIE. WE SPRAKEN MET MARC GUNS, MARC COSAERT EN WERNER HUYGEN. DIE DRIE SPECIALISTEN VAN ERNST & YOUNG TRANSACTION ADVISORY SERVICES DOEN EEN BOEKJE OPEN OVER DE INS EN OUTS VAN M&A.

DOOR DAVID HENDRICKX

**H**oe definieert u fusies en overnames?  
**Guns:** 'Een fusie is het samensmelten van twee of meerdere bedrijven tot één bedrijf, waarbij de oorspronkelijke eigenaars een belang in de nieuw ontstane entiteit behouden. Een acquisitie is de overname van de aandelen van een bedrijf waarbij over het algemeen de eigendom van het bedrijf in nieuwe handen komt. 95 procent van de transacties zijn

zo'n deal blijft traditioneel een deel van de verkopende aandeelhouders of het management van het verkochte bedrijf op post. Indien het management mee participeert, spreekt men van een management buy-out.

Je hebt ook nog de carve-out: bij zo'n transactie gaat het over het afstoten van een specifieke afdeling van een bedrijf of groep. Het verschil met een overname of fusie is dat maar een deel van een bedrijf 'uitgesneden' wordt en dan verkocht. Integratie ten slot-

beuren de onderhandelingen over een koop/verkoop tussen de partijen. Als de partijen een deal genegen zijn, leidt die fase tot het op schrift stellen van de intentie om een transactie door te voeren, de zogenaamde LOI of 'letter of intent'. In die fase wordt dikwijls een zorgvuldigheidsonderzoek (due diligence) geïnitieerd. Die zogenaamde 'buy-side' due diligence gaat dieper in op de financiële, fiscale, sociale, juridische, milieutechnische en commerciële toestand van het doelwit. Een nieuwe trend is dat de verkoper dit zorgvuldigheidsonderzoek voorafgaandelijk aan de dealfase laat uitvoeren door een onafhankelijk adviseur, dan spreken we van een 'vendor due diligence'. Dit onderzoek resulteert in een gedetailleerd rapport over de onderneming, waarin de sterktes en de opportuniteiten, de zwaktes en de risico's in kaart worden gebracht. Na de due diligence vinden verdere onderhandelingen plaats, ditmaal over de modaliteiten van de koop/verkoopovereenkomst. Daarbij wordt niet alleen over de prijs genegotieerd, maar ook over de betaalwijze, verdere betrokkenheid van de verkoper, verklaringen en waarborgen te verstrekken door de verkoper, bijvoorbeeld garanties voor juridische of milieucclaims en zo meer. De laatste fase, na de deal-closing, die vaak wordt onderschat, is de uiteindelijke integratie van de overgenomen activiteiten in de nieuwe structuur.'

**Huygen:** 'Tussendoor, meestal tijdens of kort na het due-diligenceproces, adviseren wij over de fiscale structurering van de transactie. Bij de structurering gaan we op zoek naar een efficiënte schuldstructuur zodat de vrije beschikbare middelen kunnen worden aangewend ter aflossing van schulden en intresten en waarbij idealiter die laatste fiscaal aftrekbaar zijn, en bijgevolg zo weinig mogelijk taxlekken ontstaan.'



FOTO: SOFIE VAN HOOF

**'BIJ DE STRUCTURERING GAAN WE OP ZOEK NAAR EEN EFFICIËNTE SCHULDSTRUCTUUR ZODAT DE VRIJE BESCHIKBARE MIDDELEN KUNNEN WORDEN AANGEWEND TER AFLOSSING VAN SCHULDEN.'**

WERNER HUYGEN

overnames. Een asset deal is de overname van specifieke activa en passiva, of een bedrijfstak.'

### Zijn er verschillende soorten overnemers?

**Huygen:** 'Je hebt twee soorten: financiële partners die kapitaal inbrengen en de expansie van de groep ondersteunen, en industriële partners, die vaak actief zijn in dezelfde business en zo een strategische meerwaarde kunnen realiseren. In de huidige markt, na de 'credit crunch', zijn de industriële acquisities weer de koplopers, maar nog niet zo lang geleden was dat wel anders.'

**Guns:** 'In het geval van een financiële partner, spreekt men van een private-equitydeal. Bij

te is het proces waarbij de overnemer de overgenomen activiteiten inpast in zijn bestaande activiteiten.'

### In welke stappen verloopt een transactie?

**Cosaert:** 'Elke transactie is verschillend, maar er zijn wel fases die in elke transactie terugkomen. Ten eerste: de strategische fase waarbij de overnemer of overlater nagaat welke strategische optie het best is voor zijn bedrijf: groei via overnames, interne groei, partnerschap, alliantie of verkoop. Ten tweede is er de marketingfase. Daarbij wordt de juiste overnemer geïdentificeerd en de target voorgesteld. In de derde fase, de dealfase, ge-



FOTO: SOFIE VAN HOOF

### Waarom zou u als verkoper betalen voor een vendor due diligence?

**Guns:** 'Dat heeft te maken met het onder controle houden van het verkoopproces. Als je verkoopt, zal elke potentiële koper via een gedetailleerd onderzoek van de boeken een due diligence willen uitvoeren. In plaats van die allemaal toelating te geven, laat je dat onderzoek beter eenmaal door een onafhankelijke specialist verrichten, die ook het vertrouwen van de potentiële kopers heeft. Bovendien wordt het vendor due-diligencerapport, en de bijkomende verantwoordelijkheden, uiteindelijk gericht aan de koper, wat de onafhankelijkheid waarborgt.'

**Cosaert:** 'Een bijkomend voordeel is dat je als verkoper zicht krijgt op de risico's voor je het rapport aan derden bezorgt, zodat proactief kan worden gehandeld. Bovendien kan het resultaat van het onderzoek aan diverse partijen tegelijk worden verstrekt, zonder iemand te bevoordelen. Meer kandidaat-kopers kunnen bovendien de prijs wat opdrijven.'

**Guns:** 'Spijtig is wel dat de vendor due diligence in België nog te weinig ingang gebeurt.'

ger kwamen formules zoals bullet loans - waarbij je de hoofdsom van een lening pas aan het einde van de looptijd aflost - frequent voor. Nu moet je weer elke maand of elk kwartaal aflossen. Om het eenvoudig te zeggen: de bereidheid van financiële instellingen om risico te nemen, is afgenomen.'

**Huygen:** 'Al die factoren hebben geleid tot minder transacties, vooral dan door private-equityhuizen. Dat staat niet in de weg dat die nog steeds zeer aanzien-

en het vreemd vermogen - de hoogte in. De gemiddelde vermogenskosten die een investeerder als vuistregel hanteert om zijn return op een investering te berekenen, gaan dus ook stijgen. Dat heeft een directe impact op de prijs en leidt bijgevolg tot een daling.'

### Geldt dat ook voor de Belgische markt?

**Guns:** 'In mindere mate. Zoals gesteld, zijn de grotere transacties met een ondernemingswaarde van ruim een half miljard euro grotendeels uit de markt. Maar onze lokale, kleinere private-equityfondsen, zoals Waterland, GIMV en Fortis Private Equity, zijn zeker zo actief als vorig jaar. Ook wij begeleiden niet minder deals dan een jaar geleden. Maar het zijn dus wel andere deals: veel vaker met strategische partners, minder vaak financiële.'

**Cosaert:** 'Een andere trend in België is het groeiende aantal familiebedrijven die een verkoop overwegen. We staan voor een cruciale generatiewissel. Dat houdt in dat nieuwe generaties zich steeds meer de vraag stellen of ze de nodige ambitie en vaardigheden hebben om het familiebedrijf te leiden, of dat het moment is aangebroken om de familieactiviteiten te laten opgaan in een grotere groep.'

**Huygen:** 'De groeiende globalisering heeft ook een impact op de Belgische M&A-markt. Het internationale karakter van ondernemingen groeit. Belgische ondernemingen zijn een onderdeel van een internationaal concern of hebben zelf buitenlandse dochterondernemingen. Daardoor kan een deal niet in één land worden afgewikkeld. Meestal werken we dan ook met internationale teams op een deal. Dienstverleners zoals EY dienen dan ook internationaal sterk te staan en geïntegreerd samen te werken. EY volgt die tendens, door zelf zijn nationale lidfirma's

verder te integreren. De markt legt die ontwikkeling op aan EY. Een ander gegeven in de internationale markt is de consolidatie op industrie-niveau.'

**Cosaert:** 'Die consolidatiegolf hebben we al in veel doch nog lang niet in alle segmenten gezien. In automotive heeft een significante consolidatie plaatsgevonden, waarvan sommigen nu alweer aan het out-carven zijn, zoals Daimler-Chrysler en Ford. In retail is dat ook zo. Verdere consolidatie in België zal vooral

brengen van het operationele inkomen van de target. Sinds midden vorig jaar bestudeert de rulingcommissie het dossier van postacquisitiefusies. Ze heeft daarover uitgebreid overleg gepleegd met fiscale kringen. Er zijn zelfs zogenaamde pre-filingmeetings over actuele dossiers geweest. In zakelijke milieus is door die aanpak de verwachting gewekt dat dit initiatief op enkele details na een 'done deal' was. Er bestaat onze inziens ook een internationaal wettelijk kader dat toelaat flexibeler om te gaan met postacquisitiefusies dan wat vandaag gebeurt. Spijtig genoeg heeft de rulingcommissie op 15 mei beslist voorlopig niet verder te gaan met de ontwikkeling van die policy. Bovendien wordt de kans dat zo'n policy er op middellange termijn komt minimaal ingeschat. Erg spijtig. Het resultaat is dat België internationaal gezichtsverlies lijdt en dat we Europees ook veel minder concurrentieel zijn op de overname-markt. Een Belgische acquisitie wordt dan immers fiscaal, en dus economisch, duurder. Misschien komt de oplossing wel uit de hoek waaruit zij zou moeten komen: in haar regeringsverklaring



FOTO: SOFIE VAN HOOF

**'EEN BIJKOMEND VOORDEEL IS DAT JE ALS VERKOPER ZICHT KRIJGT OP DE RISICO'S VOOR JE HET RAPPORT AAN DERDEN BEZORGT, ZODAT PROACTIEF KAN WORDEN GEHANDELD.'**

MARC COSAERT

### Hoe is de temperatuur op de markt voor fusies en overnames?

**Cosaert:** 'Sinds augustus woedt de kredietcrisis. Dat heeft veel veranderd. Een goede graadmeter voor de prijs van de transactie is de 'multiple', letterlijk 'veelvoud'. Dat is het aantal malen de grootte van de vrije kasstroom die voor een overname wordt betaald. Als je 6 miljoen betaalt om een bedrijf met een kasstroom van 1 miljoen over te nemen, dan spreken wij over een multiple van 6. Wel, de gemiddelde multiple is behoorlijk gedaald sinds de kredietcrisis.'

**Guns:** 'Wat ook gewijzigd is door de kredietcrisis, is de structuur van financiering. Vroe-

lijke kapitalen ophalen, al zijn ze terughoudender geworden voor ze in een transactie te stappen.'

**Guns:** 'Specifiek de grote transacties, gesponsord door private-equityhuizen, die een ondernemingswaarde van 500 miljoen euro overtreffen, komen minder voor. Die leveraged buy-outs, waarbij men zeer grote hoeveelheden vreemd vermogen aantrekt, zijn het sterkst gedaald als gevolg van de kredietcrisis.'

### Omdat de vermogenskosten zijn toegenomen?

**Cosaert:** 'Je kan het ook zo zien, ja. Door de lagere risicobereidheid van banken gaan ook de kosten van het totale vermogen - de gewogen kosten van het eigen



FOTO: SOFIE VAN HOOF

**'OOK WIJ BEGELEIDEN NIET MINDER DEALS DAN EEN JAAR GELEDEN. MAAR HET ZIJN DUS WEL ANDERE DEALS: VEEL VAKER MET STRATEGISCHE PARTNERS, MINDER VAAK FINANCIËLE.'**

MARC GUNS

gebeuren in sectoren waar nog steeds veel spelers kleinschalig elkaar beconcurreren. Drukkerijen, food-processing, metaal en alles wat met bouw te maken heeft, is nog aan consolidatie toe.'

### Hoe zit het met de fiscaliteit van M&A in België?

**Huygen:** 'Bijna overal in de Europese Unie bestaat een regeling van fiscale consolidatie. Dat komt erop neer dat moeder- en dochterondernemingen als één entiteit worden beschouwd voor fiscale doeleinden. Voor btw-doeleinden kan dat al in België, voor directe belastingen niet. Fiscale consolidatie maakt het bij een overname mogelijk de financieringskosten ten laste te

stelt de regering het aspect van fiscale consolidatie te zullen onderzoeken. Onderzoek daartoe is al meermaals gebeurd, maar verder is het nooit gekomen. Maar opgelet, we zijn wel erg blij dat er een rulingcommissie is. Die heeft tot nog toe goed werk verricht, al blijft er nog werk aan de winkel. Wat we graag zouden zien, is een rulingcommissie die ook korter op de bal kan spelen bij M&A-deals, zoals dat in Nederland en Luxemburg al het geval is. In die landen verloopt het rullingproces informeler. In België verloopt er (te) veel tijd tussen het eerste contact en de beslissing, terwijl in een M&A-omgeving precies snelheid van handeling cruciaal is.'

# OVERNAME MET EEN MINIMUM AAN POTTENKIJKERS

## DE VENDOR DUE DILIGENCE: EEN BONDGENOOT VOOR KOPER EN VERKOPER

FUSIES EN OVERNAMES ZITTEN DE LAATSTE JAREN IN DE LIFT. ENERZIJDSPITSEN BEDRIJVEN MET UITEENLOPENDE ACTIVITEITEN ZICH VAKER TOE OP HUN KERNACTIVITEITEN EN STOTEN ZE DAAROM ANDERE (NIET-KERN)ACTIVITEITEN AF. ANDERZIJDSPITSEN GROEIT DE BELANGSTELLING VAN FINANCIËLE INVESTEERDERS, DE ZOGENOEMDE PRIVATE-EQUITYHUIZEN, OP DE FUSIE- EN OVERNAMEMARKT. GEVOLG IS NIET ALLEEN DAT HET AANTAL TRANSACTIES TOENEEMT, MAAR OOK DAT KOPERS EN VERKOPERS PROFESSIONELER WORDEN. DAT 'VENDOR DUE DILIGENCE' (VDD), HET ZORGVULDIGHEIDSONDERZOEK GEÏNITIEERD DOOR DE VERKOPER, OOK IN ONS LAND AAN POPULARITEIT WINT, IS DAAR EEN VOORBEELD VAN.

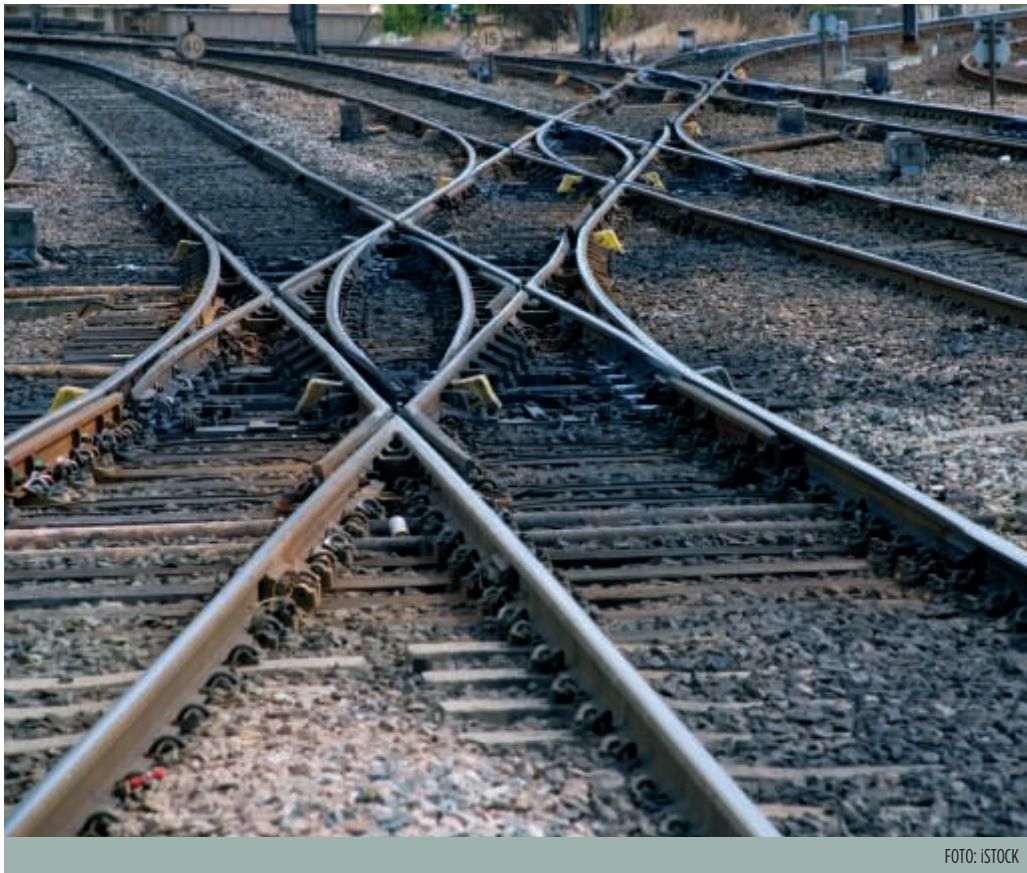


FOTO: ISTOCK

**B**ij een VDD lijkt het alsof het normale verkoopproces omgekeerd wordt benaderd. Het is namelijk de verkopende partij zelf die daarbij het initiatief neemt, eventueel aangestuurd door haar M&A-adviseur, om een zorgvuldigheidsonderzoek te laten uitvoeren door een onafhankelijke deskundige. De bedoeling is om een rapport op te stellen dat een bedrijfseconomisch accuraat beeld geeft van de te koop aangeboden onderneming en haar risicoprofiel. Een degelijk zorgvuldigheidsonderzoek verstrekt zekerheid over het verleden en gaat, waar mogelijk, in op de te verwachten toekomstige ontwikkeling van de vennootschap. De meest voorkomende vorm van VDD is de financiële 'Due Diligence', desgevallend aangevuld met onderwerpen als fiscaliteit, pensioen, milieu en juridische, commerciële- of operationele aspecten. Het op basis van dit on-

de echt geïnteresseerden overblijven (korte lijst of shortlist).

De onafhankelijkheid van het rapport wordt verzekerd omdat het finale rapport aan de uiteindelijke koper wordt gecedeerd. Dat betekent dat de aansprakelijkheid van de VDD-adviseur voor de kwaliteit van het geleverde werk wordt overgedragen van de verkoper aan de koper.

### MINDER SLAPELOZE NACHTEN

De voordelen van een dergelijk instrument zijn ons inziens talrijk voor alle partijen. De verkoper verkrijgt onder meer inzicht in eventuele risicogebieden die het verkoopproces negatief kunnen beïnvloeden, waardoor hij tijdig en proactief kan bijsturen. Bovendien vermijdt hij dat alle kandidaat-kopers een uitgebreid team van onderzoekers op het bedrijf 'loslaten', wat vaak als erg stresserend wordt ervaren, veel tijd eist van het management en zelfs de dagelijkse gang van zaken in de onderneming kan verstoren.

Ook potentiële kopers doen hun voordeel met een VDD. Zij krijgen snel en gestructureerd inzicht in de belangrijkste kenmerken van de onderneming zonder zelf een uitvoerig boekenonderzoek te moeten uitvoeren. Als een kandidaat dan na analyse van het rapport toch nog bijkomend onderzoek wenst uit te voeren, kan dat veel gericht, beperkter in tijd en met minder middelen worden uitgevoerd.

Een evenmin te verwaarlozen aspect is het feit dat een VDD het gehele verkooptraject aanzienlijk bespoedigt. Als het proces te lang aansleept, kan dat de bedrijfsactiviteiten negatief beïnvloeden. Bovendien kan de verkoper zich met de hulp van zijn adviseurs beter wapenen tegen de 'lastige' vragen van potentiële kopers. Ervaren overnemers van bedrijven slepen vaak (minder gunstige) herinneringen aan problemen uit voorgaande acquisities met zich mee en de aanwezigheid van een objectief, zorgvuldig en gestructureerd rapport geeft vertrouwen en onderstreept de professionaliteit van de aanbieder. Die laatste behoudt bovendien meer controle over het gehele transactieproces, waardoor het makkelijker kan worden geanticipeerd en waardoor het proces veel efficiënter zal verlopen. Kortom: minder slapeloze nachten voor de ondernemer.

### 'VENDOR DUE DILIGENCE

#### BESPOEDIGT HET HELE

#### VERKOOPSTRAJECT.'

derzoek opgestelde uitgebreide rapport kan bijvoorbeeld gedurende een veiling (de 'auction') ter beschikking worden gesteld aan potentiële kopers, zonder daarbij exclusiviteit toe te kennen aan één partij. Daarbij kan de verkoper tevens afwegen of hij alle informatie onmiddellijk of eventueel zonder uiterst vertrouwelijke bedrijfsinformatie aan alle kandidaten (lange lijst of longlist) ter beschikking stelt, dan wel of hij de beschikbare informatie gefaseerd vrijgeeft naarmate enkel

## De 10 voordelen van 'vendor due diligence'

1. Verhoogt het inzicht van de verkoper zodat die beter de issues, sterktes en risico's van zijn onderneming kan inschatten. Dat resulteert in een betere controle van het proces, zowel juridisch als commercieel.
2. Grotere competitie tussen bidders is mogelijk, aangezien het rapport aan meerdere partijen tegelijk kan worden verstrekt zonder exclusiviteit.
3. Kan leiden tot identificatie van verborgen waarde, mogelijk zelfs niet als dusdanig bekend bij de verkopende partij.
4. Geeft de verkoper een sterkere onderhandelingspositie, aangezien bij het verstrekken van het volledige beeld van de onderneming zowel de positieve als negatieve aspecten worden belicht en potentiële kopers daarmee in hun bieding rekening kunnen houden. Geen excuses of munitie achteraf!
5. Geeft de verkoper inzicht in het soort vragen die mogelijke kandidaat-kopers zullen stellen tijdens het verkoopproces en daardoor kan hij zich daarop beter voorbereiden.
6. Geeft de mogelijkheid om in een vroegtijdig stadium de ideale dealstructuur op te zetten, zowel voor de koper als de verkoper, waarbij fiscaliteit een belangrijke rol speelt.
7. Beperkt de ontregeling van de organisatie, aangezien er slechts één 'due diligence team' aan de slag gaat.
8. Beperkt de afrondingsprocedure aangezien een belangrijk deel van de bevindingen al kunnen worden meegenomen in de eerste versie van de koop-verkoopovereenkomsten.
9. Voorkomt het verlies aan 'momentum' gedurende het verkoopproces, vermits kopers zelf geen uitgebreide 'Due Diligence' hoeven uit te voeren (nadat de bieding is geaccepteerd).
10. Voorkomt discussie over de koopsom, aangezien potentiële kopers in een vroeg stadium een adequaat en volledig beeld van de onderneming krijgen, waardoor het aantal opschortende voorwaarden in de LOI kunnen worden beperkt.



**Marc Guns**  
hoofd Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)  
Ernst & Young

# DE KREDIETMARKT BEPAALT DE PRIJS

DE FINANCIERING VAN FUSIES EN OVERNAMEN IS REALISTISCHER GEWORDEN

BANKEN WAREN LANGE TIJD ERG OPTIMISTISCH OVER DE ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN EN LEKEN BEREID OM AGRESSIEVE FINANCIERINGSPAKKETTEN VOOR OVERNAMEN OP TAFEL TE LEGGEN. DAT TIJDPERK IS NU ACHTER DE RUG. HOE VERLOOPT DE FINANCIERING VAN EEN FUSIE OF EEN OVERNAME IN DE HUIDIGE MARKT VAN KRAPPERE KREDIETVERLENING? EN WAT IS HET EFFECT VAN DE MARKTOMSTANDIGHEDEN OP DE PRIJS VAN OVERNAMEN?

**E**en goed voorbeeld van de oververhitting zien we in de 'stapled finance'-formules: ondernemingen werden te koop aangeboden met een financieringspakket eraan vast. De banken namen gretig grote risico's omdat de hoge rentemarges hun grote winsten beloofden. Het hele systeem was zo ontworpen dat banken zo ongeveer risicokapitaal verschafden aan bijna bancaire tarieven. Zo waren ook 'bulletleningen' gebruikelijk, waarbij overnamekredieten verschaft werden, die geen jaarlijkse aflossingen vroegen, maar de betaling uitstelden tot op het einde van de rit. Overnemers maakten daar dankbaar gebruik van om hun dealstructuur en hun winsten te optimaliseren. Het risico dat de banken namen, werd verdoezeld omdat ze grote leningen vaak konden syndiceren bij an-

dere banken. Zo speelden financiële instellingen de hete aardappel aan elkaar door. Maar de kredietcrisis schudde de bankiers hardhandig wakker uit hun mooie dromen. De banken voelen zich nu opnieuw genoodzaakt op een realistische manier om te gaan met risico. Kredietverleningen met een hogere risicograad worden dan ook weer, net als vanouds, argwanend onder de loep genomen. Die gewijzigde houding heeft **drie belangrijke gevolgen op de werking van de overnamemarkt:**

**1.** De hoeveelheid schuld die voor een individuele transactie toegestaan wordt, gaat omlaag, omwille van de toenemende risico-aversie en omwille van een voorzigtigere houding ten opzichte van de economische vooruitzichten. Schuld legt immers vaste



FOTO: ISTOCK

terugbetalingsverplichtingen op. Of het nu gaat om een financiële overnemer, waarbij de kasstromen van het overnamedoelwit wordt aangewend voor de betaling van de overnameschuld, dan wel om een strategische overnemer, in een

onzeker economisch klimaat wordt omzichtiger omgesprongen met kredietverschaffing. Daardoor neemt het aandeel eigen vermogen bij een transactie toe, terwijl de hoeveelheid vreemd vermogen afneemt.

**2.** De totale hoeveelheid nieuwe kredieten is gedaald door de liquiditeitsproblemen die de kredietcrisis bij verschillende banken veroorzaakte. De kredietverschaffers moeten omzichtiger omspringen met hun beperkte liquiditeiten. Bovendien gaan banken minder snel grote bedragen volledig onderschrijven omdat ze moeilijkheden ondervinden om de leningen te syndiceren

**3.** De voorwaarden van de kredietverlening worden stringenter: hogere marges, strengere afspraken over de aflossingsverplichtingen, meer zekerheden, kortere aflossingstermijnen. Het wordt dus duurder om vreemd vermogen aan te trekken.

Bij overnames die fors met schulden gefinancierd worden, heeft de kredietcrisis een grotere

**'SINDE DE KREDIETCRISIS**

**WORDEN KREDIET-**

**VERLENINGEN MET EEN**

**HOGERE RISICOGRAAD**

**WEER ARGWANEND ONDER**

**DE LOEP GENOMEN.'**

impact op de waardering. Een alternatieve manier om dat te bekijken, is het gebruik door financiële partners van schuld in buy-outs. Die constructie haalt vaak de helft van de vereiste return op eigen vermogen door het gebruik van goedkope leningen. In de mate dat ze minder dat hefboomeffect benutten en kredieten duurder worden, zal de return op eigen vermogen dalen.

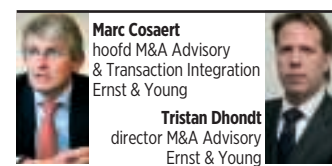
In de realiteit zien we een verschil tussen grote transacties en small cap- en mid-cap transacties:

■ **Grote overnames** (groter dan 250 miljoen euro) worden doorgaans zeer agressief gefinancierd. Om een deal te kunnen winnen in een hyperconcurrentiële omgeving moet de koper een agressieve overname-financieringsstructuur hebben om toch het nodige rendement op eigen vermogen te behalen. Het spreekt voor zich dat dit segment momenteel het hardst getroffen wordt. In het Verenigd Koninkrijk heeft dit recent geleid tot een gemiddelde prijsdaling van 14 procent voor private-equity-deals en een daling van het transactievolume met 15 procent. Die daling is het belang-

rijkste in de grote deals. In dat segment vonden er slechts 8 transacties plaats in het eerste kwartaal 2008, ten opzichte van 20 in dezelfde periode in 2007. In de Verenigde Staten is het beeld gelijkaardig. De dealvolumes in het laatste kwartaal van 2008 waren voor private equity de laagste in vier jaar.

Op de Belgische markt zien we vanuit onze praktijkervaring een gelijkaardig fenomeen. Buy-outs van een orde van grootte als die van Ontex, Balta, Taminco en Partners In Lighting, die agressief gefinancierd en geprijsd waren, komen minder frequent voor.

■ Het **small- en midcap**-segment wordt minder geraakt door de kredietcrisis, omdat de financieringsstructuren minder agressief zijn en de bedragen die ermee gepaard gaan gemakkelijker te financieren zijn. In dat segment zien we zowel vanwege de kant van transactieadviseurs, als langs de kant van de investeerders dat de markt gezond blijft. Over het algemeen kunnen we de gevolgen van de kredietcrisis positief noemen. Doordat er meer realiteitszin gekomen is, worden er minder vaak gekke prijzen betaald. De markt voor fusies en overnames heeft een gezonde correctie ondergaan.



**Marc Cosaert**  
hoofd M&A Advisory  
& Transaction Integration  
Ernst & Young

**Tristan Dhondt**  
director M&A Advisory  
Ernst & Young

# TAXATIE BIJ OVERNAME VAN BEDRIJFSTAK

VERKOOP VAN AANDELEN, ASSET-DEAL OF EEN TUSSENOPLOSSING



FOTO: ISTOCK

HET GEBEURT VAAK DAT EEN KMO OF EEN MULTINATIONAL EEN DIVISIE WIL VERKOPEN, BIJVOORBEELD OMDAT DIE DIVISIE GEEN DEEL MEER UITMAAKT VAN DE KERNACTIVITEITEN. JURIDISCHE EN FISCALE OVERWEGINGEN VORMEN EEN BELANGRIJKE LEIDRAAD IN HET STRUCTUREREN VAN DE TRANSACTIE. DE TWEE BELANGRIJKSTE MOGELIJKHEDEN ZIJN DE VERKOOP VAN AANDELEN EN DE VERKOOP VAN ACTIVA EN PASSIVA. MAAR ER IS OOK EEN TUSSENOPLOSSING.

**A**ls de af te stoten divisie verzelfstandigd is in een afzonderlijke rechtspersoon, kan de verkoper ervoor kiezen de aandelen over te dragen. Is de verkoper een vennootschap en realiseert hij bij die verkoop een meerwaarde, dan zal die meerwaarde in principe belastingvrij zijn. Hetzelfde principe geldt als de verkoper een natuurlijke persoon is.

Voor de koper daarentegen biedt een aandelenverkoop soms niet het beste antwoord. Het valt niet uit te sluiten dat de vennootschap in het verleden een activiteit heeft ontplooid of deelgenomen heeft aan een transactie die in de toekomst mogelijk tot een risico kan leiden. Denken we maar aan het risico van een rechtzaak wegens het niet-respecteren van de milieuwetgeving of van andere juridische bepalingen.

Tevens kan de verkoper de financieringskosten die gepaard gaan met de aankoop van de aan-

delen, niet ten laste brengen van de vennootschap die hij gekocht heeft. Evenmin is gekochte 'goodwill' boekhoudkundig en fiscaal afschrijfbaar. Ook wordt de boekwaarde van de activa en passiva van de gekochte vennootschap niet verhoogd. Toekomstige afschrijvingen kunnen dus niet gebeuren op de marktwaarde van de activa.

## DE ASSET-DEAL

Meer complex wordt het wanneer de divisie juridisch deel uitmaakt van een vennootschap die ook andere activiteiten heeft. Een zeldzame keer wordt ervoor gekozen om de aandelen van de hand te doen, en bepaalde divisies terug te kopen, een zogenaamde carve-out. In de meeste gevallen echter biedt een aandelentransactie geen soelaas. De verkoper moet in die omstandigheden activa en passiva van de hand doen. Dat noemt men een asset-deal.

In de Belgische markt hebben kopers een uitgesproken voorkeur voor de rechtstreekse aankoop van activa en passiva van een andere vennootschap. Zo'n assetdeal laat hen toe de gekochte goodwill alsook de activa en de passiva in de boeken op te nemen tegen de aanschafwaarde en om op die waarde af te schrijven. De koper kan ook de financieringskosten -zoals de rente en de transactiekosten- die gepaard gaan met de overname van de ac-

**'IN DE BELGISCHE MARKT HEBBEN KOPERS EEN UITGESPROKEN VOORKEUR VOOR DE RECHTSTREEKSE AANKOOP VAN ACTIVA EN PASSIVA VAN EEN ANDERE VENNOOTSCHAP.'**

## TUSSENWEG

Toch is het ook voor een verkoper-vennootschap niet uitgesloten een bedrijfstak te verkopen zonder te moeten afrekenen op de latente meerwaarden die op de bedrijfstak rusten. De betrokken divisie kan immers, voorafgaand aan de verkoop, via inbreng of gedeeltelijke splitsing afgezonderd worden in een nieuw opgerichte vennootschap met toepassing van een regime van fiscale neutraliteit. Vervolgens kunnen de houders van de nieuw uitgegeven aandelen deze verkopen aan een derde. De aldus gerealiseerde meerwaarde op aandelen is vrijgesteld van belastingen.

Het risico bestaat echter dat de fiscus die inbreng van activa en passiva in een nieuwe vennootschap, gevolgd door een verkoop van aandelen, herkwalificeert in een rechtstreekse verkoop van de activa zelf. Het gevolg zou zijn dat de verkoper wel degelijk op de meerwaarde wordt belast.

## RULING

De Rulingcommissie ontwikkelde onlangs een aanpak die toelaat soepeler om te gaan met dat soort transacties. Als de partijen kunnen aantonen dat een uitstel van belastingheffing in hoofde van de verkoper gezien de omstandigheden kan worden verantwoord, kan de Rulingcommissie de fiscale neutraliteit van de inbreng of partiële splitsing wél toestaan. In ruil vraagt de Commissie dat de verkoper niet vrij beschikt over de verkoopsprijs van de aandelen, maar daarentegen het engagement opneemt om de volledige verkoopprijs rechtstreeks of via een dochteronderneming, in België of in Europa, te herbeleggen in lichamelijke, onlichamelijke of financiële vaste activa die hij dan gedurende minstens drie jaar moet aanhouden. Uitzonderlijk werd toegestaan dat de verkoopprijs wordt aangewend voor schuldafbouw (binnen een beperkte termijn te rekenen vanaf de datum van de verkoop van de aandelen). Daarnaast moet de koper bereid zijn te investeren in de gekochte divisie en voldoende waarborgen bieden om de tewerkstelling te handhaven. Maar er is nog onduidelijkheid over de sanctie als de voorwaarde niet wordt nageleefd door de verkoper.

Voor de koper zijn er echter mogelijk ook nadelen verbonden aan een asset-deal: zo vormen de registratierechten bij overdracht van onroerend goed vaak echte kosten voor de koper. De koper kan in sommige gevallen zelfs medeaansprakelijk zijn voor de fiscale schulden van de verkoper. Maar ook hier is in een procedure voorzien om die aansprakelijkheid te vermijden.

Voor de verkoper daarentegen is een verkoop van activa en passiva fiscaal gezien vaak minder gunstig. Een vennootschapverkoper die een meerwaarde realiseert op de overgedragen activa, zal daarover 34 procent belasting verschuldigd zijn. Slechts uitzonderlijk kan hij die belastingdruk of uitstellen. Is de verkoper een fysiek persoon, dan kan het marginaal belastingtarief tot boven 50 procent oplopen.



**Werner Huygen**  
hoofd Transaction Tax  
Ernst & Young

# DE CRUCIALE EERSTE HONDERD DAGEN

FUSIES EN SPLITSINGEN VEILIG EN GEZOND TER WERELD BRENGEN



FOTO: ISTOCK

GROTER EN STERKER, OF NET MEER GEFOCUST EN WINSTGEVEND: FUSIES EN SPLITSINGEN ZIJN TWEE TYPES TRANSACTIES DIE EEN ONDERNEMING DE KANS BIEDEN OP RELATIEF KORTE TERMIJN STRATEGISCH SUCCES TE BOEKEN. DE OPPORTUNITEITEN ZIJN ENORM, MAAR DE RISICO'S ZIJN ER NIET MINDER OM. WEINIG PROJECTEN ZIJN ZO COMPLEX ALS EEN INTEGRATIE OF EEN CARVE-OUT, EN WEINIG DEALS ZIJN ZO MOEILIK GEZOND TER WERELD TE BRENGEN.

**V**reemd genoeg speelt een belangrijk deel van het integratie- of carve-outproces zich af in de periode van de eerste honderd dagen voor het voltooien van de transactie (day 1). Aandacht voor knelpunten besteedt men best al tijdens de fase van een transactie waarin men de boeken onderzoekt of zelfs eerder, om de risico's van de deal te beperken en de kans op succes te verhogen.

## INTEGRATIES

Bij de integratie van een overgenomen bedrijf of bedrijfsafdeling is het cruciaal dat het management een zeer duidelijk beeld heeft van het doel van de fusie alvorens de deal te sluiten. Men moet de integratie afstem-

men op die visie voor de toekomst. Daarbij stelt men afgeleide doelen voorop en gaat men proactief de verwachtingen van de organisatie en diverse belanghebbenden managen. Het is

## 'VAAK IS HET MANAGEMENT

### MOE VAN DE LANGE WEG

### NAAR DE ONDERTEKENING

### VAN DE VERKOOPS-

### OVEREENKOMST,

### HOEWEL HET ZWARE WERK

### DAN NOG NIET GEDAAN IS.'

daarbij van groot belang dat het nieuwe organogram snel wordt uitgetekend en ieders taken en verantwoordelijkheden duidelijk worden omschreven. Tijdens het proces moeten beslissingen genomen worden op basis van feiten, niet op basis van emotie. Harde noten kraakt men daarbij beter meteen. Anders dreigen de betrokkenen - zowel intern als extern - hun eigen versie in te vullen, die dan een eigen leven gaat leiden in de organisatie. Neem dus het voortouw en communiceer zelf de 'enige juiste' versie.

## CARVE-OUTS

Men spreekt over een carve-out als een activiteit of een productlijn intern afgescheiden

## Zes sleutels voor een succesvolle transactie

1. Verlies uw klanten, prospects en strategische relaties niet uit het oog tijdens de transactie.
2. Waarborg de continuïteit in het bedrijf en betrek uw sleutelpersoneel bij de uitvoering. Communiceer regelmatig intern en extern.
3. Elke ondernemingscultuur is verschillend en bedrijfseigen. Onderschat het belang daarvan niet tijdens het overnameproces.
4. Pak onmiddellijk de werkings- en organisatiestructuur van de Newco aan en bewaak zorgvuldig het uitvoeren van de planning.
5. Maak van identificatie en doelgerichte realisatie van synergieën uw topprioriteit.
6. Garandeer de continuïteit van financiële en operationele systemen en rapportering over de prestatie van de onderneming.

wordt, of als een volledige bedrijfstak of business unit wordt afgestoten. Zo'n afsplitsing heeft zijn eigen, specifieke uitdagingen en valkuilen. Er zijn twee mogelijkheden. Ofwel gaat de nieuwe unit geheel zelfstandig opereren, zoals bij een beursgang of bij een overname door een financiële partner, de zogenaamde private equity. Ofwel kan ze geïntegreerd worden in de bestaande structuur van de overnemer, die dan voor zijn strategische rol 'strategic investor' genoemd wordt. In dit geval gaat de carve-out uit de moederonderneming het best hand in hand met de integratie in de overnemer.

## DE WEG NAAR SUCCES

Bedrijven hebben dikwijls niet de kennis of de mankracht in huis om met een goede methodologie en systematiek aan de slag te gaan om een overname succesvol te maken. Nochtans zijn net die methodologie, discipline en planmatige aanpak nodig om snel de vruchten van de investering te plukken. Idealiter weet men heel goed wat men met de transactie wil bereiken en begint men tijdig met de voorbereidende werken. De focus ligt daarbij op de identificatie van de synergieën, die de winst op de transactie moeten opleveren. Bij een carve-out is het bovendien een kwestie van tijdige en zorgvuldige identificatie van functionaliteiten van het moederbedrijf waar de business unit nog een tijdlang gebruik van wil maken enerzijds, en van zones waar er onmiddellijk een onafhankelijke en permanente oplossing kan bedacht worden anderzijds.

Het parcours voor de realisatie van die synergieën wordt in de fase voor de ondertekening van de verkoopovereenkomst nauwkeurig weergegeven in de integratie- of carve-outplannen. Die worden traditioneel onder-

verdeeld in plannen voor de aanloop naar 'day 1' en plannen voor de eerste honderd dagen die daarop volgen. De plannen bevatten de taken van verschillende deelgebieden (sales & marketing, procurement, accounting) en de mijlpalen waaraan het succes wordt afgetoetst.

## CHAMPAGNE

Day 1 is een feit. De kurken hebben geknald. De overname is in theorie geschied, maar de eerstkomende honderd dagen zijn van cruciaal belang. De transactieteams worden in hun weg naar succes gedurende die tijd bijgestaan door een overkoepelend orgaan met een compleet overzicht over het proces. Zodoende kan dit 'integration management office' (IMO) of 'carve-out management office' (CMO) elk team met raad en daad bijstaan en knelpunten tijdig verhelpen. Het IMO of CMO speelt dan ook een cruciale rol in de structurering en de bewaking van het verloop van het transactieproces. Het mag dan ook geen verrassing zijn dat de rol van de transactiemanager een complexe en vaak nagenoeg voltijdse bezigheid is.

Dankzij een goede structuur en opvolging groeien de kansen op een geslaagde transactie exponentieel. Tegen de tijd dat de integratie of carve-out compleet is, staat de nieuwe onderneming stevig op haar poten.



**Christophe Van Gampelaere**  
senior manager Transaction  
Integration  
Ernst & Young



**Nicolas Leest**  
senior manager Transaction  
Integration  
Ernst & Young



**Deniz Ates**  
senior manager Transaction  
Integration  
Ernst & Young

A photograph of two male athletes in mid-air, jumping over hurdles on a red running track. The athlete in the foreground is wearing a white tank top and green shorts, with his right leg extended forward and a blue and yellow spiked shoe visible. The athlete in the background is wearing a white tank top and orange shorts. A yellow diagonal graphic element is present on the right side of the image.

## Een race is het zeker. De vraag is: gaat u winnen?

Als u achter een deal aanloopt, moet u snel uit de startblokken komen en goed gefocust blijven. Of het nu gaat om een fusie, acquisitie, strategisch partnership, desinvestering, aandelenemissie of herstructurering: meer dan 7.000 Ernst & Young experts wereldwijd staan u met de nodige raad bij om de juiste deal af te sluiten, op het juiste moment en tegen de juiste prijs. Als u als eerste wilt finishen, surf naar [www.ey.com/be](http://www.ey.com/be)