

BEGELEIDEN VAN FUSIES EN OVERNAMES

Dat de zakenbankiers van onze PaPra bank ervaring hebben in het op de markt plaatsen van aandelen en obligaties levert een extra troef op voor onze bank. Hun kennis en het vertrouwen dat ze opgebouwd hebben bij onze bedrijfsklanten kunnen ze ook uitspelen op andere momenten. Als bedrijven een fusie of een overname willen doen hebben ze opnieuw experts nodig die hen bijstaan. Die expertise kunnen wij leveren en voor ons is dat niet alleen financieel meegenomen maar ook het prestige van onze zakenbankactiviteiten zal er door toenemen.

WAT ZIJN FUSIES EN OVERNAMES?

Een bedrijf kan op twee manieren groeien: via autonome groei en via gekochte groei. Gekochte groei betekent dat je omzet koopt door een ander bedrijf over te nemen of ermee te fuseren. Dat is de wereld van de zogenaamde M&A's, de mergers & acquisitions of fusies en overnames. Banken spelen er een grote rol in en ook onze bank houdt zich niet afzijdig.

Wanneer twee bedrijven samensmelten, noemt men dat proces in de media meestal een fusie, want een overname kan al eens gevoelig liggen. Intern lijkt het erop dat een bedrijf ophoudt te bestaan omdat het opgaat in een andere, grotere onderneming. Dat een binnenlands bedrijf wordt overgenomen door een

buitenlandse firma kan politiek delicaat liggen. Geen enkele politicus trekt graag naar de kiezer met de stempel dat hij 's lands kroonjuwelen in buitenlandse handen liet gaan. Een fusie impliceert een combinatie van twee gelijkwaardige partners, wat beter oogt dan een grote vis die een kleintje opeet. In de praktijk zijn vele zogenaamde fusies wel degelijk overnames en moet het overgenomen bedrijf zich neerleggen bij wat de dominerende partij dicteert.

Sommige bedrijfjes mikken er net op om overgenomen te worden. Dat zie je zeker in de technologiesector. In enkele jaren tijd kan een start-up miljarden euro's waard worden, waarna een van de grote spelers het bedrijfje opkoopt en de vroegste investeerders ontzagwekkende winsten opstrijken.

Door fusies en overnames doe je je winst en omzet in één klap fors groeien. Kijk naar het verhaal van AB InBev. Voorganger Interbrew ontstond uit een fusie van Piedbœuf en Artois. Toen Interbrew in 2000 naar de beurs trok, was dat vooral om extra kapitaal op te halen en vervolgens te lenen bij banken en op de obligatiemarkt. Met al dat geld kon Interbrew andere brouwerijen overnemen. In het westen, waar Interbrew actief was, was de biermarkt verzadigd, terwijl er in groeilanden meer te verdienen viel. Daar stonden concurrenten echter al sterk. Het zou veel te lang duren om die markten op eigen kracht te veroveren, maar gerichte overnames boden AB InBev de kans om veel sneller te groeien.

Die strategie werkte. Al in 2004 fuseerde Interbrew met het Braziliaanse AmBev. Vier jaar later slokte InBev Anheuser-Busch op. In 2016 was AB InBev de grootste brouwer ter wereld en kocht het de nummer twee: SAB Miller. Bij iedere overname of fusie waren er banken betrokken die goed geld verdienden door de overnemer of de overgenomen partij te adviseren.

Sommige overnames zijn heel strategisch, andere zijn veeleer financieel of zelfs opportunistisch: het krediet staat laag, we hebben veel cash, we hoeven niet te investeren in machines of fabrieken, dus kopen we een ander bedrijf omdat het kan. Of: een bedrijf zit in de problemen, wij kopen het op voor een symbolisch bedrag en maken het weer winstgevend. Zo verwerf je soms relatief goedkoop een bedrijf.

Andere bedrijven overnemen is niet alleen een manier om te groeien, maar ook een gemakkelijke manier om concurrenten uit te schakelen. Vandaar dat de mededingingsautoriteiten in Europa en elders er zo streng op toezien dat fusies en overnames de markt niet verstoren.¹⁴¹ Wanneer het nieuwe bedrijf een te groot marktaandeel zou hebben, kan dat kleinere concurrenten kapot maken en de consumenten meer doen betalen. Ook AB InBev moest daarom regelmatig merken afstoten, zoals Becks en Carling. In 2015 nam Kinopolis de Utopolis-groep over, die zalen had in België, Luxemburg en Nederland. De Belgische Mededingingsautoriteiten maakten bezwaar en Kinopolis moest de vestigingen in Lommel, Aarschot, Mechelen en Turnhout overlaten aan concurrent UGC.

Een fusie kan niet alleen de markt verstoren, maar ook de eigen werking van het nieuwe fusiebedrijf. Een echte fusie is zelfs vrij riskant. Uit studies blijkt dat 70 tot 90 procent van de transacties niet opbrengt wat ervan verwacht wordt. Vaak vernietigen fusies zelfs ronduit waarde.¹⁴² Bij de aankondiging van een fusie of overname wordt al eens gezegd dat de transactie zal leiden tot onmiddellijke kostenbesparingen en andere efficiëntiewinsten. 'Eén plus één is drie!' Maar dat kan tegenvallen, want de fusie leidt niet zelden tot een botsing van culturen en zelfs tot slechtere prestaties dan voorheen. Eén plus één blijkt dan zelfs niet eens twee.

Binnen een fusiebedrijf kan een deel van het personeel het gevoel hebben dat het werd geannexeerd. Medewerkers bieden weerstand wanneer het nieuwe management hun vertrouwde manier van werken afvoert. Om een fusie te doen slagen is het cultuurverschil daarom beter niet te groot. Het nieuwe bedrijf moet zo snel mogelijk een gemeenschappelijke identiteit vinden, zodat de neuzen in dezelfde richting staan. Bij een botsing van culturen schiet het fusiebedrijf zichzelf in de voet.¹⁴³

Een overname moet worden goedgekeurd door de autoriteiten en zeker door de aandeelhouders. In eerste instantie moeten de aandeelhouders van het overnamedoelwit akkoord gaan: van hen wordt verwacht dat ze hun aandelen verkopen aan de overnemer. Bij een aanzienlijke overname moeten ook de aandeelhouders van de overnemer hun fiat geven. Zo'n overname kan immers leiden tot een kapitaalverhoging en dus tot verwatering van het aandeel.

Er zijn zowel vriendschappelijke als vijandige overnames. Gebeurt de overname tegen de wil van het management of de raad van bestuur, dan spreken we van een vijandige overname (poging). Zo wilde de Italiaanse zakenman Carlo de Benedetti begin 1988 de Generale Maatschappij van België overnemen. Daar kwam heel veel protest tegen, het Belgische establishment ging in het verweer. De uitkomst was dat het Franse Suez de grootste holding van ons land overnam. Dat werd dan een 'vriendschappelijke overname' genoemd, al verdween de Generale Maatschappij evengoed.

Als je een bedrijf wilt overnemen, is het aangewezen om eerst met het management, de raad van bestuur en de belangrijkste aandeelhouders te spreken. Als een grote aandeelhoudersfamilie tegen is, begin je er beter niet aan. De kans dat je dan 50 procent van de aandelen of stemrechten verwerft is klein, tenzij het aandeelhouderschap versnipperd is en de free float, het aantal beschikbare aandelen op de beurs, hoog is.

Voor een overname moet je ook financiering vinden. Daar ging het mis bij Fortis, dat een groot deel van ABN Amro kocht zonder dat het daar eigenlijk geld voor had. Fortis ging ervan uit dat het altijd wel geld zou vinden. En toen brak de kredietcrisis uit. Krediet werd schaars en duur. Het gevolg? Fortis ging zelf ten onder en kon slechts op de valreep worden gered. Het is nu een deel van de Franse groep BNP Paribas.

HOE VERLOOPT HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES?

Fusies komen nooit zomaar uit de lucht vallen, daar wordt lang op voorhand op gebroed. Het proces neemt al gauw een half jaar in beslag, soms zelfs verschillende jaren.

Een bedrijf dat op overnamepad wil trekken, moet zich ten eerste afvragen of dat wel een goed idee is en ten tweede welke strategie het wil volgen. Kan het meer geld verdienen met een overname? Hoe dan wel? Het bedrijf laat zich daarbij adviseren en vaak zijn die adviseurs de bankier van het bedrijf. Zowel bij een corporate bank als een zakenbank zitten er specialisten die kunnen wijzen op de voor- en nadelen van een fusie of overname. Doordat de corporate bank geld leent, kent zij het bedrijf relatief goed. Zij adviseert of en hoe een overname waarde kan creëren en voor dat advies stelt de bank een gepeperde factuur op.

Welk soort onderneming is een geschikte overnameprooi? Dat kan een sectorgenoot zijn die bijna exact hetzelfde doet, maar evengoed een toeleverancier. Zinksmelter Nyrstar leek in 2009 een gouden zet te doen door zinkmijnen over te nemen en zich zo te verzekeren van de aanvoer van zink. Het bedrijf stak zichzelf echter

te diep in de schulden, terwijl de opbrengsten van de mijnen te laag bleven. In 2016 stootte Nyrstar de mijnbouwactiviteiten weer af, met forse verliezen als gevolg. Sindsdien gaat het enkel bergaf met het bedrijf.

Als je weet welke strategie je wilt volgen, moet je enkele criteria bekijken. Hoeveel winst moet je bedrijf maken? Heeft het andere bedrijf niet te veel schulden? Waar heeft het vestigingen? Je kunt bekijken welke delen je na de overname weer kunt verkopen – al zijn bedrijven niet altijd netjes uit elkaar te trekken. Vandaar dat fusies vaak een proces van maanden en jaren zijn en dat er zoveel adviseurs bij worden betrokken.

De derde stap is dat je, samen met je adviseurs, op zoek gaat naar concrete overnamedoelwitten. Welk bedrijf staat te koop of waar kun je een verkoop forceren? Je stelt een lijstje op.

De vierde stap is dat je effectief belt of gaat praten met de bedrijven die je eventueel wilt overnemen. De M&A-specialist van je bank gaat mogelijk mee op gesprek. Zulke mensen zijn immers koppelaars: zij brengen partijen tezamen.

Als het klikt tussen twee bedrijven – vaak gaat het zelfs over een persoonlijke band tussen twee CEO's – breekt de volgende fase aan en worden de concrete cijfers bekeken. Hoeveel krediet heeft het bedrijf uitstaan? Welke klanten heeft het in zijn portefeuille? Zijn dat nieuwe klanten voor de overnemer of zitten er veel gezamenlijke klanten tussen? Dat alles moet gebeuren op een basis van vertrouwen.

Ook vertrouwelijkheid is ontzettend belangrijk: zeker bij beursgenoteerde ondernemingen moeten zulke gesprekken geheim blijven. Als zo'n aftastende fase bekend geraakt, gaat het aandeel van het over te nemen bedrijf enorm stijgen en dan mislukt de overname. Bij niet-beursgenoteerde ondernemingen kunnen voorbarige geruchten leiden tot onrust bij klanten en leveranciers. Zelfs

al werken enkele honderden mensen aan de voorbereiding van een fusie, er mag over dat hele proces niet worden gecommuniceerd. In alle documenten over de transactie staan schuilnamen.

Als de overnemer oordeelt dat een overname zinvol is, wordt er gesproken over de prijs. De koper wil niet te veel betalen, terwijl de aandeelhouders van de overgenomen partij net een aantrekkelijke premie bovenop de beurskoers verlangen. Het management van het overgenomen bedrijf zit echter niet te wachten op een hoge prijs, want dan moeten besparingen die hoge prijs verantwoorden en dat is niet prettig. Onderhandelingen moeten dus leiden tot een juiste prijs, één die een vriendschappelijke fusie doet slagen.

Soms stranden overnamegesprekken op de prijs. In dat geval blijft een vijandig bod altijd mogelijk. De CEO mag bang zijn dat hij zijn job verliest, maar mogelijk voelen de aandeelhouders er wel iets voor om hun aandelen met een flinke winst te verkopen.

Het management van een overnamedoelwit moet zich ook afvragen of het zinvol is om zelfstandig door te gaan. Zo weigerde Yahoo in 2008 een fenomenaal overnamebod van Microsoft. Het management vond 44,6 miljard dollar te weinig en ging er niet op in. Sindsdien bereikte de koers van Yahoo nooit meer het niveau van toen – het ging alleen maar bergaf met de firma. Ook Agfa-Gevaert heeft al enkele keren een overname geweigerd, maar ziet zijn aandeel stelselmatig zakken in waarde. Zelfstandig blijven is dus niet altijd beter. Soms ben je te klein en kan een bedrijf zich net versterken via een fusie.

Wanneer twee bedrijven overeenstemming vinden over een fusie of een overname, dan hebben ze de keuze: lanceert de overnemer meteen een bod of onderzoekt hij eerst de boeken? Dat boekenonderzoek heet due diligence, Engels voor ‘gepaste zorgvuldigheid’. Meestal gebeurt dat niet echt grondig – denk aan de perikelen van Perrigo met Omega Pharma. Na de overname beweerde

het management van Perrigo dat de boeken van Omega Pharma niet klopten. Soms vallen er na de overname inderdaad lijken – soms zelfs hele kerkhoven – uit de kast.

Warren Buffett, ’s werelds bekendste belegger, weet dat due diligence niet onfeilbaar is en daarom besteedt hij er liever niet te veel tijd en geld aan. ‘Met het geld dat ik zo uitspaar, heb ik een aardige buffer voor het geval het toch fout gaat.’¹⁴⁴

Buffett heeft gelijk. Op 14 augustus 2019 publiceerde Financial Times de vergoeding die JP Morgan Chase kon verwachten als adviseur van botoxproducent Allergan. Zodra de verkoop van Allergan aan farmagroep AbbVie rond was, een transactie van 63 miljard dollar, zou de zakenbank voor haar advies een bedrag van 123 miljoen dollar ontvangen. Dat is de hoogste som die ooit werd betaald voor advies van een zakenbank. Het vorige record stond op naam van Morgan Stanley. Die bank kreeg als adviseur van Monsanto 120 miljoen dollar toen Bayer het bedrijf kocht. Onze PaPra Bank zal misschien maar een fractie verdienen van die bedragen, maar het is een te mooie activiteit om over te laten aan onze concurrenten.

Zelfs als de aandeelhouders het bod aanvaarden, de autoriteiten hun fiat geven én de boeken er goed uitzien, kan een overname nog altijd uitdraaien op een sisser. Bijvoorbeeld wanneer de aandelenmarkt keldert.

Als de beurs geen roet in het eten gooit, moet het overnemende bedrijf op zoek naar financiering. Vaak vraagt een bedrijf dan een overbruggingskrediet aan bij de bank, die het bedrijf ruim de tijd geeft om op zoek te gaan naar andere financieringsbronnen, zoals nieuwe aandelen (kapitaalverhoging), een verkoop van delen van het bedrijf, een obligatie-uitgifte of een banklening. Bij elk van die mogelijkheden kan onze bank commissies opstrijken voor haar advies.

Als de overname rond is, begint het moeilijkste werk voor de bedrijfsleiding: de twee bedrijven integreren. Belangrijk daarbij is de naam. Vaak is het een combinatie van de twee, waarbij de tweede naam na verloop van tijd vervaagt. Een volledig nieuwe naam kan de gevoeligheden over een overname wegnemen.

Toen Gaz de France en Suez in 2008 fuseerden, heette het nieuwe bedrijf aanvankelijk GDF Suez. In 2015 werd de naam veranderd naar Engie. Ook het Belgische energiebedrijf Electrabel, dat al in handen was van Suez, kreeg toen een nieuwe naam: Engie Electrabel. Wellicht zal het merk Electrabel na verloop van tijd verdwijnen, zoals je mag hopen dat ook BNP Paribas Fortis ooit een elegantere en kortere naam krijgt.

Overnemers moeten erover waken dat ze zich niet vergalopperen. Wanneer een overname er te mooi uitziet om waar te zien, schuilen er dikwijls forse adders onder het gras. Begin 2019 kocht de CEO van Blokker zijn bedrijf over van de stichtende familie – ze gaven hem er zelfs nog 250 miljoen euro bovenop. Sommige bedrijven worden verkocht voor een symbolische euro. Doorgaans betekent zo'n deal dat de overnemer nog een fenomenaal bedrag moet investeren of dat het bedrijf meer cash opvreet dan het oplevert. Of het heeft zoveel schulden dat het nog lang duurt voor je zelf geld verdient. Op die manier kan een cadeautje een erg zware last worden.

De Britse Rover-groep was een tijdlang in handen van BMW, maar bleek uiteindelijk een zware verliespost. De Duitsers scheurden de groep daarom uit elkaar. Ze behielden merken als Mini en verkochten Land Rover aan Ford. Rover zelf werd in 2000 overgenomen door voormalige dealers. Ze kregen zelfs nog geld van BMW – de overnameprijs bedroeg amper 10 pond. Maar het was

een verloren zaak: amper vijf jaar later verdween het merk Rover definitief. Bij al die transacties rekenden banken wel vergoedingen aan voor hun advies.

WELKE ROL SPEELT DE BANK IN HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES?

De banken kennen de partijen die te koop staan. Ze weten bijvoorbeeld wanneer een groot conglomeraat niet meer geïnteresseerd is in een bepaalde afdeling, terwijl ze ook weten dat een ander bedrijf net op zoek is naar zo'n afdeling. In zo'n geval is een deal mogelijk. De bank kan die twee bedrijven samenbrengen en zo aan beide kanten snoepen.

Een klant van de bank kan ook zeggen dat hij wil groeien of actief wil worden in een bepaald land. Een analist van de bank zoekt vervolgens uit of er interessante bedrijven te koop staan in die regio. In het beste geval vindt hij effectief enkele interessante overnameprooien. Als de klant een commissie op tafel legt, maakt de bank hun namen bekend. Bedrijven willen betalen voor zulke informatie, want zelf op zoek gaan kost veel tijd en een bank heeft daar meer ervaring in. Daarnaast weet de bank het best hoe je zo'n deal financiert en hoe je de financiering spreidt tussen een kapitaalverhoging, bankleningen en obligaties.

Sommige banken kunnen een mooie track record in fusies voorleggen, bijvoorbeeld wanneer ze al meermaals hebben gezorgd voor een fusie waarbij één plus één effectief drie was. Er zijn ook banken die zich specialiseerden in een bepaalde sector of in enkele sectoren – zeker als zij een specifiek segment van de markt financieren, hebben ze veel kennis in huis over die sector. Wanneer er

een overnamegolf aanbreekt, weet de bank welke bedrijven ideale partners zouden zijn. Zo kan zij haar kennis en ervaring te gelde maken.

Als een bank enkele succesvolle M&A's heeft afgerond, verdiende ze daar niet alleen geld aan, maar bouwde ze ook een sterke reputatie op. Daardoor kan ze nog meer geld verdienen – zolang ze haar handen niet verbrandt aan een fusie die onmiddellijk mislukt.

Moet ook een jonge bank zich op die markt storten? Enige bescheidenheid en voorzichtigheid zijn gepast, want de concurrenten zijn mastodonten die het klappen van de zweep kennen. Tegelijk zijn de commissies vaak te mooi om te laten liggen. Overnames begeleiden kan leuk zijn als bijverdienste voor de afdeling corporate banking, maar dat betekent niet dat je je daar volop op moet focussen. Dat kan zelfs gevaarlijk zijn, want soms valt er helemaal niets te verdienen met M&A's, terwijl je kosten wel ophopen.

JAAR	OVERNEMER	OVERNAME-DOELWIT	OVERNAME-BEDRAG (IN BIJJOEN DOLLAR)	OVERNAME-BEDRAG (IN BIJJOEN EURO)
1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,7	204,7
2000	America Online Inc	Time Warner	164,7	160,7
2014	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,2	100,5
2007	Shareholders (Spin out)	Philip Morris Intl Inc	107,6	68,1
2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	101,5	92,3
2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,2	71,3
1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,6	85,3

Tabel 6: De zeven grootste overnames ooit¹⁴⁵

HOOFDSTUK 13 PRIVATE EQUITY

De zakenbankiers van onze PaPra bank kunnen bedrijven op heel wat cruciale momenten bijstaan en mooie commissielonen voor onze bank verdienen. Maar dat betekent niet dat we altijd langs de zijlijn moeten blijven staan. We kunnen ook een actievare rol opnemen en zelf investeren in bedrijven. Door die private equity activiteit gaan we zelf mede-eigenaar worden van bedrijven, wat uiteraard risicovol is, maar hopelijk kunnen we daar een hoog rendement mee behalen als het bedrijf later kan verkocht worden of de stap naar de beurs zet.

WAT IS PRIVATE EQUITY?

De term private equity (PE) is verwarrend, want hij lijkt op private banking en dat is iets helemaal anders. Private equity gaat over aandelen zonder beursnotering. Van de vele miljoenen bedrijven ter wereld zijn er slechts 43.000 beursgenoteerd. De overgrote meerderheid van de aandelen wordt niet openbaar verhandeld en hoewel die markt gigantisch is, blijft hij goeddeels verborgen voor het grote publiek.¹⁴⁶

Bij bedrijven die niet op de beurs genoteerd staan, breken soms geweldige ruzies uit tussen familiale aandeelhouders. Denk bijvoorbeeld aan iemand die zijn broer uitkoopt voor de helft van de prijs die hij aan zijn zus betaalde. Puur economisch kun je zoiets perfect verdedigen – een aandeel kan op relatief korte tijd veel meer