



OVERNAME- EN FUSIEMARKT IS BOOMING

DEAL OR NO DEAL?

Het aantal fusies en overnames bereikte in 2017 het hoogste punt in het afgelopen decennium. De situatie vertoont inmiddels sterke overeenkomsten met die op de Nederlandse huizenmarkt in gewilde steden. Potentiële kandidaten verdringen zich om te koop staande bedrijven en bieden regelmatig tegen elkaar op. Is nu inderdaad hét moment om een bedrijf te koop te zetten of te fuseren? En hoeveel risico moet je als koper nemen?

Onvermijdelijk gevolg van het toenemende animo voor overnames en fusies en de grote hoeveelheid kapitaal op zoek naar rendement: de prijzen stijgen. Soms explosief, zoals in het geval van TenCate Advanced Composites. Een strategische Japanse koper

wil deze producent van materialen voor de vliegtuig- en autoindustrie overnemen voor ruim € 900 miljoen. In 2015 betaalde een drietal investeringsmaatschappijen nog € 714 miljoen voor heel TenCate.

IT EN ONLINE GEWILD

In het mkb is de prijsgroei minder sterk maar ook daar wordt steeds meer betaald. Voor de meest recente periodieke Overname Barometer ondervroeg overnameplatform Brookz 216 fusie- en overnameadvies-

kantoren, samen goed voor ruim 90% van de mkb-overnamemarkt. De respondenten meldden dat de verkoopprijs van Nederlandse mkb-bedrijven blijft stijgen, zij het beperkt. In het laatste halfjaar bedroeg de gemiddelde prijs 4,9 keer de brutowinst (EBITDA, de winst vóór rente, belastingen, afschrijvingen en eventuele afboekingen) tegen 4,8 in de eerste helft van 2017. In de IT- en onlinesector worden momenteel de hoogste prijzen betaald, gemiddeld 6,1 keer de brutowinst. Overnames in gezondheidszorg en farmacie doen er met 6,0 keer nauwelijks voor onder. In de detailhandel daarentegen wordt 'slechts' 3,65 keer de brutowinst betaald. Al is het geen mkb, illustratief in dit verband is de moeizame verkoop van HEMA. Na jarenlang in de etalage te hebben gestaan, dreigt de overname door een Belgische investeringsmaatschappij nu af te ketsen op de houding van franchisenemers bij de verdeling van online inkomsten.

HOOGSTE RAPPORTCIJFER

Brookz-partner Floyd Plettenberg verwacht dat de verkoopprijzen van mkb-bedrijven voorlopig blijven stijgen. "Het aantal transacties is in het afgelopen halfjaar met maar liefst 11% toegenomen. Desondanks is de vraag naar bedrijven nog steeds veel groter dan het aanbod. Om de volgende groep verkopers 'uit hun tent te lokken' zal nog meer betaald moeten worden. Gelukkig hebben zowel kopers als investeerders veel geld op de plank liggen."

De respondenten uit de Overname Barometer zijn eveneens positief. Circa 90% van de adviseurs denkt dat de mkb-overnamemarkt de komende periode stabiel blijft of verder aan zal trekken. Een minderheid van zo'n 10% gaat uit van een verslechtering. Uitgedrukt in een rapportcijfer geven de advieskantoren een 8 voor het verwachte overnameklimaat in de eerste helft van 2018. Dit is het hoogst gemeten rapportcijfer sinds de eerste Overname Barometer in 2015.

SYNERGIEVOORDELEN

Ook in het internationale grootbedrijf staan de seinen vooralsnog voluit op groen. Met 28 vestigingen in Europa, Azië en de Verenigde Staten is advocatenkantoor Allen & Overy betrokken bij veel grensoverschrijdende overnames. Jaarlijks publiceert het kantoor een studie naar actuele internationale marktontwikkelingen. In de meest recente editie wordt nader ingegaan op de twee verschillende soorten overnemende partijen. Allereerst strategische kopers; bedrijven uit

dezelfde sector die bij een overname synergievoordelen denken te kunnen behalen. Dit leidt ertoe dat dergelijke kandidaten normaal gesproken bereid zullen zijn om een hogere prijs te betalen dan private equitypartijen.

VEILINGEN

Op dit moment hebben veel investeringsmaatschappijen echter de beschikking over grote hoeveelheden kapitaal waarvoor een rendabele bestemming moet worden gevonden. Dit zorgt er volgens Allen & Overy voor dat private equity in toenemende mate strategische kopers aftroeft. Regelmatig strijden meer potentiële kopers om een overnamekandidaat. Dit leidt ertoe dat verkopen steeds vaker plaatsvinden via een veiling. In de eerste drie maanden van dit jaar trokken private investeerders in bijna de helft van dergelijke veilingen aan het langste eind, aldus het rapport van Allen & Overy. In de vergelijkbare periode vorig jaar was dat nog ruim een derde.

BOMEN EN TEGENWIND

Deze ontwikkeling geeft te denken. Als kopers die geen synergievoordelen kunnen behalen toch het hoogste bod uitbrengen, nemen zij blijkbaar genoegen met een lagere rentabiliteit op het geïnvesteerde vermogen. Zolang de bomen inderdaad richting hemel blijven groeien, hoeft dat geen bezwaar te zijn. Maar wat als de onvermijdelijke economische tegenwind opsteekt of geld minder goedkoop wordt dan nu het geval is? Bij betaalde bedragen van 10 tot soms zelfs 15 keer EBITDA staan kopers dan wel voor een hele forse uitdaging om een overname tot het beoogde succes te maken.

VERKWISTING

Al vele jaren waarschuwt Hans Schenk tegen te hooggespannen verwachtingen. De hoogleraar aan de Universiteit Utrecht deed uitgebreid onderzoek naar de effecten van fusies en overnames. De conclusies stemmen niet vrolijk. In zo'n 75% van de gevallen levert een fusie of overname niets op of wordt zelfs economische waarde vernietigd. Slechts in 25 procent van de gevallen is sprake van hogere productiviteit of meer rendement. "Verreweg de meeste fusies en overnames zijn dus verkwisting van geld, energie en tijd – of erger," meldde Schenk in een interview ter gelegenheid van zijn recente afscheid als Kroonlid op de SER-site. "Op maatschappelijk niveau zijn de gevolgen soms zo ernstig dat er een recessie of een crisis mee in het zadel kan worden geholpen."

'WAT ALS DE ONVERMIJDELIJKE ECONOMISCHE TEGENWIND OPSTEEKT OF GELD MINDER GOEDKOOP WORDT?'

DRUK VAN AANDEELHOUDERS

De uitkomsten van onderzoeken over de effecten mogen bekend worden verondersteld. Waarom zijn fusies en overnames dan toch aan de orde van de dag en blijven de betaalde bedragen stijgen? Als bedrijven op overnamepad gaan, neemt bij concurrenten vaak de druk van aandeelhouders toe om dit voorbeeld te volgen. Bang als ze zijn om de boot te missen. De overnamerally die daarvoor ontstaat, kan ertoe leiden dat beoogde bedrijven minder zorgvuldig worden onderzocht. Al teveel voorbehoud zorgt ervoor dat een gewilde overnamekandidaat kiest voor een andere koper. *Due diligence* wordt vaak eerder een formaliteit dan een doorslaggevende factor bij de beslissing *deal* of *no deal*.

ROZE BRIL

Verder blijkt dat bestuurders de resultaten van de "eigen" fusies en overnames door een roze bril bekijken. Voor een Engels onderzoek van KPMG zijn 700 fusies onderzocht. Terwijl maar liefst 83% ervan als een mislukking moet worden beschouwd, is 85% van de betrokken bestuurders toch heel tevreden. Cognitieve dissonantiereductie wellicht. Hoe dan ook, dit veelal onterechte positieve oordeel leidt waarschijnlijk niet tot terughoudendheid bij een eventuele volgende fusie of overname.

ANTICYCLISCH OVERNEMEN

Timing is alles. In een interview op de site van RTL Z wijst hoogleraar Hans Schenk op de golf van fusies en overnames tussen 1995 en 2000. Hier is uitvoerig onderzoek naar gedaan. Het blijkt dat overnames in 1995 – aan het prille begin van de golf – wel degelijk flink wat waarde creëerden. Een jaar later was de balans al negatief terwijl de daaropvolgende jaren de waardevernietiging steeds verder toenam. "Je kunt je beter maar niet aan een overname wagen," stelt Schenk. "De meeste leveren niets op. Maar als je dan toch wilt overnemen, doe dat dan in een periode dat bijna niemand anders daarmee bezig is."