

HET REALISEREN VAN EEN MBO 10 VEEL GESTELDE VRAGEN

Van Oers Corporate Finance heeft jarenlange ervaring in het begeleiden van teams bij het succesvol realiseren van management buy-outs. Op basis van deze ervaring hebben wij een aantal vragen geselecteerd die vaak door management teams worden gesteld en vervolgens antwoorden geformuleerd op deze vragen. Natuurlijk is geen enkele onderneming en geen enkele buy-out situatie gelijk en kunnen uw vragen alleen goed worden beantwoord na een scherpe analyse van uw situatie. Wij nodigen u daarom van harte uit voor een goed gesprek indien u de uitdaging van een buy-out overweegt aan te gaan.

1 | Ik weet dat mijn divisie te koop is of dat mijn bedrijfs-onderdeel beschouwd wordt als non-core. Hoe ga ik om met het moeder-bedrijf?

Het starten en managen van de dialoog en onderhandeling met het moederbedrijf dat zowel verkoper als werkgever is, is ongetwijfeld dé grote uitdaging voor het management. Persoonlijke relaties en belangen maken buy-out onderhandelingen vaak complex. Ook kunnen alternatieve opties van het moederbedrijf, zoals reorganisatie of verkoop aan een concurrent, er de oorzaak van zijn dat management in een positie komt van belangenverstrengeling tussen enerzijds hun verantwoordelijkheden als managers en directeuren en anderzijds hun rol als potentiële kopers. Het is belangrijk dat het managementteam de belangen en opties van het moederbedrijf en de onderhandelingspositie van het buy-out team goed analyseert. Vervolgens kan het moederbedrijf, al dan niet via een adviseur, discreet worden gevraagd of de onderneming te koop is en of er een oriënterend onderzoek kan worden gedaan naar de mogelijkheid van een buy-out. Het is daarbij gebruikelijk tevens toestemming te vragen voor het inhuren van externe adviseurs en te vragen of het moederbedrijf de kosten van het onderzoek voor haar rekening wil nemen. Toestemming van het moederbedrijf is nodig om vertrouwelijke gegevens over de onderneming aan adviseurs te kunnen verschaffen zonder dat in strijd met wettelijke en arbeidscontractuele voorwaarden wordt gehandeld. Een relatief open communicatie over de buy-out plannen met het moederbedrijf kan er ook voor zorgen dat onduidelijkheid bij het moederbedrijf over het proces en de mogelijkheden en onmogelijkheden van een buy-out in een vroeg stadium wordt weggenomen. Goede communicatie zorgt voor een soepel proces en voorkomt dat er tijd en geld wordt verspild aan niet haalbare transacties. Nadat de plannen aan het moederbedrijf kenbaar zijn gemaakt, zal vaak een relatief groot

deel van de communicatie met de moederonderneming via een door het management aangestelde corporate finance adviseur gaan lopen. Het management blijft op de achtergrond wel controle houden over het proces. Deze wijze van opereren vermindert het afbreukrisico voor het buy-out team dat er belang bij heeft de relatie met de moeder zo goed mogelijk te houden. Het maakt het ook gemakkelijker om moeilijke onderwerpen aan te kaarten en maakt duidelijk wanneer het managementteam zich gedraagt als koper in plaats van werknemer.

2 | Ik heb toestemming om door te gaan. Wie moeten er in het buy-out team zitten?

Het buy-out team zal gewoonlijk bestaan uit de algemeen directeur, de financieel directeur en twee tot vier andere directeuren. Een te groot team maakt de besluitvorming gedurende het proces omslachtig en kan onduidelijkheid scheppen ten aanzien van het (strategische) leiderschap en de eindverantwoordelijkheid na de transactie. Het aandelenbezit kan natuurlijk wel onder een bredere groep managers of werknemers worden verspreid. Afhankelijk van het type organisatie en het type werknemers kan dit een aantrekkelijke keuze zijn die kan bijdragen aan een optimale motivatie van medewerkers. Het opzetten van een goed gestructureerde werknemersparticipatie is fiscaal en juridisch complex en professioneel advies is daarom van groot belang.

3 | Ik heb toestemming om door te gaan. Hoe regel ik de benodigde financiering?

Het aanbod aan vermogensverschaffers is groot en zeer divers en de implicaties van alternatieve financieringsstructuren voor het risico en het verwachte rendement van het managementteam zijn niet eenvoudig te doorgronden. Het managementteam zal moeten onderhandelen

HET REALISEREN VAN EEN MBO 10 VEEL GESTELDE VRAGEN

met zeer ervaren financiële partijen en hun adviseurs; professioneel corporate finance advies is daarom belangrijk. Een goede (management) adviseur onderhoudt contacten met een breed spectrum aan financiers. De adviseur assisteert het buy-out team bij het uitwerken en effectief presenteren van het business plan en adviseert bij de keuze van eigen vermogensverschaffers (participatiemaatschappijen) en vreemd vermogensverschaffers (banken). De advisering is gericht op het optimaliseren van het transactieresultaat vanuit de belangen van het management. De zoektocht naar financiering of fundraising wordt in de meeste gevallen gestart met het benaderen van de participatiemaatschappijen. De ervaring, onderhandelingspositie en reputatie van deze partijen wordt vervolgens ingezet om te komen tot een optimale bankfinanciering. In een ideale situatie wordt aan meerdere participatiemaatschappijen gevraagd om een financieringsvoorstel te doen. De verschillende partijen zullen vervolgens in overleg met banken en het managementteam een potentiële aankoop prijs vaststellen en een financiële structuur voorstellen. De management adviseur helpt het managementteam bij het selecteren van het beste financieringsaanbod. Naast de aantrekkelijkheid van het financiële pakket zijn ook de klik tussen partijen en het vertrouwen in de samenwerking vanuit strategisch perspectief van belang.

4 | Hoeveel moet het managementteam inleggen?

Het grootste deel van het voor de buy-out benodigde kapitaal wordt ingebracht door de participatiemaatschappij en de bank. Het bedrag dat door het managementteam wordt ingebracht is in de regel relatief gering ten opzichte van de transactiesom. De eigen vermogensverschaffers zullen echter wel eisen dat de investering door het managementteam ten opzichte van hun vermogenspositie in privé groot genoeg is om het management daadwerkelijk aan de investering te committeren. Een jaarsalaris kan uitgangspunt zijn, maar een en ander hangt af van persoonlijke omstandigheden.

5 | Wat moet ik doen om persoonlijke zaken op orde te krijgen?

Voor de financiering van de eigen inbreng is het vaak noodzakelijk aanzienlijke schulden aan te gaan in privé en bijvoorbeeld een tweede

hypothek te nemen op de woning. Met de toegenomen bekendheid van management buy-outs is de beschikbaarheid van persoonlijke financiering toegenomen. Vaak wordt (al dan niet tijdelijke) financiering verstrekt door de bij de transactie betrokken vreemd vermogensverschaffers. Ook wordt in de nieuwe arbeidscontracten van het management vaak rekening gehouden met rentelasten over de schulden in privé.

Het is belangrijk de investering van het management goed te structureren vanuit fiscaal en juridisch oogpunt en tijdig specialistische adviseurs bij dit proces te betrekken. Wat betreft de structurering kan worden gedacht aan het minimaliseren van de belasting over toekomstige (mogelijk hoge) dividenduitkeringen of vermogenswinsten, maar ook aan bescherming van familieleden tegen tegenvallende resultaten door bijvoorbeeld passende verzekering. De corporate finance adviseur kan u wijzen op belangrijke structureringaspecten en introduceren bij ervaren specialisten.

6 | Waarom wordt er een Newco opgericht?

Kort voordat de buy-out wordt afgerond zal het management samen met de institutionele eigen vermogensverschaffer een nieuwe vennootschap (Newco) oprichten. Bij afronding van de transactie zal het eigen en het vreemd vermogen dat opgehaald is om de buy-out te financieren in Newco gestort worden. Newco koopt vervolgens de onderneming van de verkoper. De financiers van Newco zullen gepaste garanties en schadeloosstellingen van de verkoper ten gunste van Newco eisen om daarmee bepaalde risico's te verlagen of uit te sluiten. Het is dus niet zo dat een buy-out voor de verkoper op dit punt aantrekkelijker is dan verkoop aan een derde partij. De participatiemaatschappij zal overigens in veel gevallen tevens bepaalde waarborgen van het management eisen als voorwaarde voor financiering. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan garanties met betrekking tot door het management verstrekte informatie.

7 | Hoe ziet de financieringsstructuur van een buy-out eruit?

De financiering van de transactiesom (koopsom plus transactiekosten) bestaat uit eigen vermogen in te brengen door de participatiemaatschappij

HET REALISEREN VAN EEN MBO 10 VEEL GESTELDE VRAGEN

en het management en vreemd vermogen in te brengen door één of meerdere banken. Voor de hoogte en samenstelling van de vreemd vermogen financiering is de dekkingswaarde van de activa (onroerend goed, wagenpark, voorraden, debiteuren, etcetera) van belang maar ook de verwachte winstgevendheid en kasstromen. Het eigen vermogen wordt vaak ingebracht door middel van twee financieringsinstrumenten:

Gewone aandelen | deze aandelen delen bij verkoop van de onderneming in de overwinst en worden gekenmerkt door een hoog verwacht rendement maar ook een hoger risico.

(Cumulatief) preferente aandelen | of een vergelijkbaar financieringsinstrument zoals een achtergestelde lening met als kenmerken een vast (hoog) rendement. Dit instrument is voorgesteld ten opzichte van gewone aandelen maar achtergesteld ten opzichte van de bankfinanciering.

De hoofdsom van de investering wordt bij verkoop terugbetaald uit de opbrengsten voordat gewone aandeelhouders worden uitbetaald. De participatiemaatschappij investeert in een mix van gewone aandelen en preferente aandelen. De verhouding van vreemd en eigen vermogen en de mix van gewone aandelen en preferente aandelen wordt zo gekozen dat indien de winstprognoses van de onderneming worden gerealiseerd een rendement van 20% of hoger wordt behaald. Hogere rendementen worden behaald bij succesvolle acquisities of snellere autonome winstgroei dan gebudgetteerd. Het management investeert uitsluitend in gewone aandelen.

Deze wijze van structureren biedt het management de mogelijkheid tegen een relatief lage inbreng een aantrekkelijk aandelenbelang te verwerven met de kans op een hoog rendement, maar ook met een hoger risico dan de investering van de participatiemaatschappij (deze hebben immers ook geïnvesteerd in vastrentende preferente aandelen of achtergestelde leningen met een vast rendement). Voordeel van deze structuur voor participatie-maatschappij is dat het management optimaal wordt gestimuleerd om de waarde van de onderneming te vergroten.

8 | Ik deel de zeggenschap met een participatiemaatschappij. Zullen zij geen controle over de onderneming willen hebben?

In veel gevallen zal de participatiemaatschappij een meerderheidsbelang nemen in het aandelenkapitaal. Een veelgehoorde bezorgdheid van managers is dat zij na een buy-out niet meer vrij zijn in het managen van de onderneming en dat de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse beslissingen uit hun handen genomen wordt en aan nieuwe financiers wordt gegeven. Deze zorg is begrijpelijk, echter is vaak eerder het tegenovergestelde het geval. Binnen het raamwerk van het met de participatiemaatschappij vooraf afgestemde ondernemingsplan krijgt het management van de financiële aandeelhouder vaak meer vrijheden dan het had in de context van een moederorganisatie.

De primaire rol van de participatiemaatschappij is de ondersteuning van het managementteam en de onderneming op het gebied van strategische beslissingen en financiering. Zij mengen zich niet in de dagelijkse aansturing van de onderneming, maar kijken wel op enige afstand mee. De inhoud en procedures voor managementinformatie worden vooraf overeengekomen en invloed of sturing wordt gewoonlijk uitgeoefend via een passende vertegenwoordiging bijvoorbeeld in de Raad van Commissarissen of de Raad van Advies van de onderneming.

9 | Hoe lang duurt het voordat de deal is afgerond?

Zoals de meeste fusie en overname transacties, worden management buy-outs afgerond onder strakke deadlines om te zorgen dat de financiering op tijd beschikbaar is en alle contractdocumentatie gereed is. Voordat deze afrondingsfase bereikt wordt, is er vaak een lange weg begaan. Veel buy-outs worden gekarakteriseerd door een evolutie van een aantal maanden waarin de discussies met de verkoper vaak onvoorspelbare kanten op kunnen gaan voordat overeenstemming over een deal wordt bereikt.

Over het algemeen versnelt het proces zodra de verkoper een bod of transactievoorstel van management voorwaardelijk accepteert. Dit is vaak het begin van gedetailleerd werk van de professionele adviseurs waaronder het opmaken van juridische documentatie, overeenkomen van de financiële structuur en het uitvoeren van due diligence

HET REALISEREN VAN EEN MBO 10 VEEL GESTELDE VRAGEN

onderzoek door accountants op verzoek van financiers. Deze fase neemt veelal één of twee maanden in beslag, maar kan ook langer duren. Soms zal het moederbedrijf de prijs van het te verkopen bedrijfsonderdeel willen testen bij derde partijen, voordat toestemming wordt gegeven voor gedetailleerde buy-out onderhandelingen. In de huidige markt wordt vaak het instrument van de veiling gehanteerd om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren; dit in plaats van een onderhandse verkoop aan het management. In dit geval is het management één van de mogelijke kopers, maar wel een koper met een bijzondere, krachtige onderhandelingspositie.

Vraag 10 | Wat gaat deze deal kosten en hoe betaal ik de honoraria van adviseurs?

De transactiekosten bij buy-outs bestaan enerzijds uit provisies van vreemd en eigen vermogensverschaffers en anderzijds uit advieskosten van corporate finance adviseurs, due diligence kosten en honoraria van onder meer fiscalisten en advocaten. De kosten van een buy-out zijn in de regel aanzienlijk en bedragen bij een gemiddelde transactie vaak 5% van de dealwaarde. De kosten komen voor rekening van Newco, waar zij onderdeel zijn van de totaal te financieren transactiesom. Het management team draagt als gevolg daarvan slechts bij in de transactiekosten naar rato van haar aandeel in het ingebrachte eigen vermogen.

Indien de deal niet doorgaat, is het niet ongebruikelijk dat de verkoper de kosten van de management adviseurs voor haar rekening neemt; dit moet natuurlijk wel vooraf overeengekomen zijn. Verder zal voor de honorering van onder meer de corporate finance adviseur vaak een geheel of gedeeltelijke succes fee afspraak zijn gemaakt. Advieskosten gemaakt door financiers zullen in de regel voor rekening van deze partijen zelf zijn.