

# Fusie en Overname

K(r)anttekening

Drs. J.G. Groeneveld RA RV

Over fusie en overname doen uiteenlopende verhalen de ronde. De helft mislukt.

Of zelfs 70%. Wie zou in zijn auto stappen met zo'n kans op een ongeval? Toch wordt gefuseerd en overgenomen. Kennelijk omdat het moet. Wat zou het alternatief ook zijn? Autonome groei? Stilstand? Teloorgang?

Strikt genomen is overname iets anders dan fusie. In een transactie van aandelen of activa (en passiva) wordt een onderneming overgedragen aan de nieuwe eigenaar. Momenten waarop dat gebeurt lopen uiteen. Maar bedrijfsopvolging is zo'n moment. Het alternatief? Een langzame dood van de onderneming tezamen met de oude eigenaar. Dat zou jammer zijn in alle gevallen waarin persoonsgebondenheid van de onderneming met de eigenaar niet voorop staat. Gelukkig is dat laatste nogal eens het geval. Voor zover dat niet zo is moet de oude eigenaar juist op dit aspect zijn exit voorbereiden. Dat duurt jaren.

Volgens een oude moraal moet – om aan dit probleem te ontkomen – een kind de kar gaan trekken. Heeft dat kind een keuze? Heeft de oude eigenaar een keuze? Een opvolger hoeft niet te worden gezocht. Zo'n transactie loopt niet via de markt. Waarom dan toch marktconforme voorwaarden? Voor de andere kinderen die niet in het bedrijf hoeven? Pensioenvoorziening is een vorm van persoonsgebondenheid. In tal van gevallen wordt het opvolgende kind geacht die voorziening te bieden. Overname omdat het moet, vanuit de overnemer en vanuit de ondernemer.

Er zijn overnames die veel meer het karakter hebben van fusie, namelijk in al die gevallen waarin het overgenomen bedrijf in een portefeuille terecht komt waarin een relatie met andere aanwezige bedrijven wordt gevormd. Fusie is dan portefeuille-

vorming (concern-vorming) zonder dat daarmee de juridische finesse van fusie wordt gevolgd. Op het scherp van integratie wordt de aard en de intensiteit van de onderlinge relaties bepaald. Hier lijkt een soort van beleidsvrijheid te bestaan. Fusie en overname als mogelijkheid en niet als noodzaak, Maar zo is het niet. Ook hier geldt het motto: "If you can't beat them, join them". Het is één van de verklaringen voor een fusiegolf: de één volgt de ander.

Wat zou het alternatief ook zijn? Autonome groei? Stilstand? Teloorgang?

Arend Clahsen citeert op 20 juli 2005 in Het Financieele Dagblad Geert-Jan van Logtestein (Ernst & Young). Strategische kopers streven naar synergievoordelen. Ook zoeken bedrijven naar expansie in groeiemarkten. Van Logtestein signaleert dat de afgelopen jaren de "private equity"-partijen het tempo en het ritme van de overnamemarkt bepaalden. Dat impliceert dat de strategische overnemers het moesten laten afweten. Het beursklimaat was ongunstig en de strategische overnemers hadden – in de termen van Van Logtestein – hun kasboekje (nog) niet opgeschoond.

"If you can't beat them,  
join them"

Een gunstiger beursklimaat – met hogere beurskoersen – biedt steun als ook de eigen beurskoersen stijgt. Maar de prijs van de overnames zal meestijgen. Het lijkt me niet eenvoudig vooraf aan te geven welke van deze twee factoren het zwaarst zal wegen. Het "opgeschoonde kasboekje" zal berekenen dat

# me: omdat het moet!

de geldhuishouding op orde is. Koers en cashflow zijn zo dus de voorwaarden die overnames mogelijk moeten maken. Dat is op zich geen nieuws, behalve voor degenen die in dit rijtje misschien toch ook nog 'winst' zouden verwachten.

Koers – als uitdrukking van verwachte geldstromen en gepercipieerd risico – geeft inzicht in de oriëntatie van de financiële partijen die ook zelf hun kasboekjes wel op orde zullen hebben gebracht en die ook met hun geldstromen ergens naar toe moeten. In die zin zijn de strategische kopers en de "private equity"-partijen natuurlijk met elkaar verbonden. Nu het private equity eenmaal is georganiseerd, voorziet het in een instrumentarium dat naar keuze kan worden gebruikt voor de overnames waartoe het bedrijfsleven geen kans een concurrerend bod te doen.

## Overname is als survival.

Een overname is tweezijdig. Het succes ervan wordt vaak gemeten vanuit de overnemer. Het zou interessant zijn om het succes ook vanuit de 'target-onderneming' te bekijken. Een overname is het gevolg van de noodzaak aan één van beide kanten en de wens tot overname aan de andere kant. Zodra de noodzaak bestaat aan de kant van de overnemer, zal hij in principe geneigd zijn meer te betalen en/of een hoger risico te nemen. Zijn dat de later als mislukt beschouwde transacties? Indien niet was overgenomen wanneer daartoe wel de noodzaak bestond, zou het alternatief zeer veel ongunstiger hebben kunnen zijn.

Ook de nu aangekondigde fusiegolf zal wel weer tot gevolg hebben dat ruim de helft mislukt. Niet alle mislukkingen zullen het gevolg zijn van alleen de noodzaak tot overname. Overnemen als zodanig is een doornig pad, vol voetnagels en klemmen, valkuilen en strikken. Er zijn verhalen bekend van toeristen die in hun vakantie de Mont Blanc opgaan terwijl het zonnetje schijnt. Zij bedenken niet dat zij voor zo'n expeditie

volstrekt onvoldoende zijn uitgerust. Niet altijd kunnen zij worden gered.

Overname is als survival. Neem goede gidsen. Neem goede voorzorgen. Tref goede voorzieningen. Bestudeer de goede route. Ken de gevaren. Zorg dat je in topconditie bent. En vergeet het verschil tussen offensief en defensief. Bepaal zelf het initiatief. En blijft gericht op het doel. Dan kun je op deze route overleven. ●

### Noten

- 1 Directeur Wingman Business Valuators BV, Dordrecht/Leidschendam.