

## EDITORIAAL

Een succesvolle overname in onzekere economische tijden is zo al geen sinecure. En die onzekerheid maakt een correcte waardebeoordeling van immateriële vaste activa nog moeilijker. Tegelijk zijn die omstandigheden een extra kans voor alerte ondernemers, al is professionele begeleiding meer dan ooit essentieel. Winx richt zich in dit nieuwe nummer van M&A Knowhow daarom specifiek op de niet-tastbare waarde en activa van een onderneming.

Goodwill of 'de meerprijs die de overnemer moet betalen voor een onderneming boven op haar intrinsieke waarde' is moeilijk te vatten en al helemaal niet gemakkelijk te berekenen. Toch blijft het een reële waarde, ook wanneer omzet en marges in slechtere economische tijden onder druk staan. In principe berekent u de goodwill op basis van de extra winsten die de onderneming realiseert, dankzij haar immateriële activa. Hierbij neemt u zeker ook de risicofactoren in uw berekening op. Vandaag worden deze risico's natuurlijk hoger geschat dan in tijden van hoogconjunctuur.

Immateriële vaste activa zijn ontastbare activa die niet altijd op de balans van de onderneming verschijnen. Voorbeelden daarvan zijn merken, exclusieve afnamecontracten of (betaalde) goodwill. Due diligence en een sluitende overeenkomst aangevuld met uitwinningmaatregelen zijn uitstekende instrumenten om de waarde van de duidelijk identificeerbare activa in te schatten en veilig te stellen. Maar de goodwill of 'het samenspel van organisatie, procedures en mensen in een onderneming' is niet te vatten met een financiële of juridische analyse. Alleen een goed uitgewerkt en breed gedragen post-acquisitieplan kan de waarde ervan veilig stellen.

De ABMT-groep is het beste bewijs dat een overname in tijden van crisis geen nadeel hoeft te zijn. Gedelegeerd bestuurder Jan Larosse vertelt over de bewuste keuze om zijn bedrijf in tweeën te splitsen en de onderdelen afzonderlijk te verkopen. Een strategie die een reële meerwaarde betekende en ABMT in staat stelde ook in 2009 heel competitief te blijven.

Veel leesplezier met deze M&A Knowhow!

Philippe Craninx  
Bestuurder

## WAARDEBEPALING

### WAT IS GOODWILL?

De economische crisis. Ze houdt ons al enkele maanden in de ban en beïnvloedt elk onderdeel van onze economie. Overnameprijzen staan onder druk, ook omdat ondernemers én bankiers risico's veel voorzichtiger inschatten. Goodwill is daarbij ondertussen een beruchte term geworden. Kranten berichten volop over grote bedrijven die enorme bedragen aan goodwill afschrijven – meestal op recente overnames. Berucht ook omdat goodwill moeilijk te kwantificeren is. De term betekent letterlijk 'welwillendheid' en staat voor de meerprijs die de overnemer betaalt voor een onderneming of een bedrijfsafdeling, boven op de intrinsieke waarde ervan. Maar wat maakt een bedrijf nu meer waard dan de optelsom van zijn activa min haar schulden? En heeft goodwill eigenlijk nog wel waarde in een slabakkende economie?

### Goodwill in de praktijk

Een goed begrip van de oorsprong van goodwill, geeft een antwoord op die vraag. Goodwill heeft drie bronnen. Ten eerste zijn er immateriële vaste activa waarvan de waarde onvoldoende op de balans tot uitdrukking is gebracht. Voor de hand liggende voorbeelden zijn een octrooi waarvoor het bedrijf royalty's int of – al dan niet exclusieve afnamecontracten – voor populaire producten. Ook vaste en aantrekkelijk geprijsde leveringscontracten zijn vrij courante vormen van goodwill. Of sterke merknamen waarin bedrijven jarenlang investeerden – via marketing of verkoopsinspanningen – maar waarvan het effect alleen in de kosten terug te vinden is.

Het vermogen van een bedrijf om met zijn eigen middelen buitengewone winsten – in het jargon 'superwinsten' – te genereren is een tweede belangrijke bron van goodwill. Het is eigenlijk de essentie van goed zakendoen en bijvoorbeeld gebaseerd op goede procedures, een uitgebouwde structuur en een reputatie of visie.

[ vervolg op pagina 2 ]

#### INHOUD

<b>Editoriaal</b> .....	1
<b>Waardebepaling</b>	
Wat is goodwill? .....	1-2
<b>Klant aan het woord</b>	
Jan Larosse, afgevaardigd bestuurder van ABMT .....	2-3
<b>Lijken in de kast</b>	
Immateriële vaste activa .....	4



[ vervolg van pagina 1 ]

Partijen kunnen goodwill ten slotte ook baseren op hun inschatting van de synergievoordelen die de koper verwacht te realiseren. Dat is de gevaarlijkste categorie van goodwill, omdat de koper een voorafname betaalt van de toegevoegde waarde die hij zelf nog moet leveren. En die waarde is per definitie onzeker.

Elke bron van goodwill vereist een eigen waarderingsaanpak. Een vaste royaltystroom op een octrooi dat al een hele tijd bestaat, is eenvoudiger te becijferen dan een pas afgesloten exclusieve distributieovereenkomst van een nieuw product. Toch is er altijd één rode draad bij elke waardering: de inschatting en de berekening van de extra winsten die de onderneming uit de onderliggende bron en de risicofactor van die winsten haalt. Vervolgens bepalen we de actuele waarde van die toekomstige superwinsten.

Goodwill wordt nogal eens – kort door de bocht – berekend door de verwachte superwinsten van de volgende vier of vijf jaar te disconteren aan de normale gewogen gemiddelde kapitaalkost of WACC van de onderneming. De superwinsten zijn dan gelijk aan de verwachte winst over die periode, min het normale vereiste rendement op het (gecorrigeerde) eigen vermogen van de vennootschap.

In de financiële logica is de goodwill die wordt betaald voor toekomstige synergie trouwens geen waarde van het overgenomen bedrijf, maar een surplus dat om strategische redenen wordt betaald. Op zich ook al een boeiende discussie.

Uit onze analyse blijkt ook dat er niet altijd sprake is van goodwill, omdat de berekening kan uitkomen op een negatief resultaat: de badwill. Dat is in het bijzonder het geval als de verwachte winsten van het bedrijf lager zijn dan het vereiste rendement op zijn eigen vermogen. De oorzaak kan bijvoorbeeld liggen bij een inefficiënte beleidsvoering, maar badwill is soms ook sectorgebonden. Bedrijven in sectoren met een hoog kapitaalsbeslag lopen bijvoorbeeld een groot risico op badwill.

## Conclusie

Goodwill is moeilijk te kwantificeren, maar vertegenwoordigt niettemin een reële waarde. In onzekere tijden met een verhoogde risico-inschatting, wordt ze systematisch (te) laag geschat. In optimistische periodes van hoogconjunctuur scoort ze (te) hoog. Dat verklaart trouwens meteen waarom het waardepatroon van ondernemingen over de jaren heen zo grillig verloopt.

Eén ding is zeker: ga voorzichtig om met goodwill. Want sommige bronnen ervan zijn kwetsbaarder dan materiële vaste activa en bovendien minder eenvoudig afzonderlijk te verhandelen. Bepaalde vormen – zoals een goede organisatie – zijn zelfs helemaal niet verkoopbaar.

U leest meer over de gevaren van immateriële vaste activa in de rubriek 'Lijken in de kast'.



## KLANT AAN HET WOORD

### JAN LAROSSE

AFGEVAARDIGD BESTUURDER VAN ABMT

### “VERKOOP IN TWEE STAPPEN CREËERT MEERWAARDE”

Jan Larosse – afgevaardigd bestuurder van het Hamse bouwbedrijf ABMT – rondde in 2008 de overname van zijn bedrijf af. Dat gebeurde bewust in twee stappen omdat er geen enkel Belgisch bedrijf actief was in de twee grote bedrijfsactiviteiten van de groep: bouw en technisch onderhoud. “Dus besloten we, op advies van Winx, eerst de onderhoudsgroep TO&S te verkopen en nadien de rest van het bedrijf. Een goede zet die ons heel wat meerwaarde heeft opgeleverd”, zegt Larosse. Hij vertelt over de overname van zijn bedrijf en zijn aanpak van de economische crisis.

### Wat doet ABMT, hoe groot is het bedrijf en wat is jullie ambitie?

Jan Larosse: “ABMT staat voor ‘Algemene Bouw- en Milieutechnieken’ en is een bouwbedrijf dat ontstond uit het vroegere AB&S in Tessenderlo dat vooral bouwde voor de groep Tessenderlo Chemie. AB&S is vanuit die basis gegroeid naar een gediversifieerde groep met vier verschillende werkmatschappijen: AB&S, MT&S, TO&S en ABMT Wallonië in Luik. Wij draaien op dit ogenblik – na de afsplitsing van TO&S – een omzet van 15 miljoen euro en stellen 70 mensen tewerk. Maar daar blijft het voor ons niet bij: wij gaan voor een omzet van 25 miljoen euro binnen een termijn van enkele jaren. Dat willen we doen door ons marktaandeel in de zorgsector uit te breiden en door onze activiteiten in de provincie Luik op te voeren.



## KLANT AAN HET WOORD

### **Dat is een extra uitdaging voor een bedrijf dat de laatste jaren volop in beweging was. Welke waren de belangrijkste mijlpalen?**

Jan Larosse: “Die veranderingen hebben juist onze groei mogelijk gemaakt! De eerste mijlpaal was 2007 toen we Van Welkenhuyzen NV overnamen. We wilden zo kleinere bouwprojecten, wegeniswerken en groenaanlegprojecten binnenhalen. En dat is perfect gelukt. Begin 2008 hebben we dan onze afdeling Technisch Onderhoud en Services (TO&S) verkocht aan de multinational ISS om ons verder te kunnen concentreren op onze kernactiviteiten: bouw en milieu. Later in 2008 zijn we dan zelf overgenomen door de bouwgroep Verelst uit Putte.”

### **Waarom hebben jullie ABMT eigenlijk verkocht? En waarom in twee stappen?**

“Het was tijd voor een wissel aan de top en bovendien wilden mijn twee vennoten – Ludo Verbraeken en Lode Vekemans – uit de onderneming stappen. Oorspronkelijk hadden we inderdaad het idee om ABMT als één pakket te verkopen. Voor ons was de bedrijfsgroep één geïntegreerd geheel en die synergie juist een grote troef”, schetst Jan Larosse. Uiteindelijk draaide het anders uit. “Winx Dealmakers analyseerde de situatie en adviseerde om de bouwgroep en TO&S afzonderlijk te verkopen.

Uit hun analyse bleek namelijk dat er weinig of geen grote groepen actief waren in beide domeinen. Bovendien wees Winx erop dat we een hogere strategische premie konden realiseren met een afzonderlijke verkoop. Inderdaad logisch omdat beide kopers dan grotere synergie konden realiseren. En ten slotte was een gesplitste verkoop de beste garantie voor de toekomst van de afzonderlijke divisies, omdat we ze elk in een gespecialiseerde grote groep onderbrachten. En zo vond TO&S zijn weg naar ISS en maakt ABMT sindsdien deel uit van de bouwgroep Verelst. Ere wie ere toekomt: Winx Dealmakers heeft beide transacties perfect begeleid en was tijdens het hele proces een grote steun voor aandeelhouders en management.”

### **Hoe kijken jullie nu terug op beide transacties?**

Jan Larosse: “We zijn héél tevreden: uit de praktijk blijkt dat onze strategie de juiste was. De deal met Verelst zorgt voor bijkomende groeimogelijkheden. En de extra knowhow komt ons goed van pas. Bovendien is de slagkracht van de Bel-

gisch-Nederlandse investeringsmaatschappij Bencis – voor 60% aandeelhouder van Verelst – een grote troef. Peter Van Hout, die al een hele tijd voor ABMT werkte, is nu ook aandeelhouder. Onze gezamenlijke ervaring en kennis zullen een belangrijke rol spelen in de verdere ontwikkeling van ABMT. Een uitspraak doen over TO&S is moeilijker omdat ik daar geen operationele rol meer heb. Danny Kusters – de vroegere algemene directeur van TO&S die de overstap naar ISS meemaakte – vertelt me wel dat zowel ISS als de medewerkers van TO&S tevreden zijn over de transactie. 2008 was blijkaar ook voor TO&S een heel goed jaar!”

### **Hoe merken jullie dat het crisis is? En welke strategie stellen jullie daartegenover?**

Jan Larosse: “Wij merken dat onze klanten nog wel willen investeren maar dat de crisis hen toch terughoudender maakt. Wij willen hen dan over de streep trekken met onze kennis en flexibiliteit, en met marktconforme verkoopprijzen gestoeld op een nauwgezette kostprijsberekening. De klant gaat tegenwoordig ook helemaal voor ‘bouwen zonder zorgen’ dus zorgen we voor een heel flexibele planning van de werven. Wij hebben tenslotte een heel brede actieradius. En dat is in crisistijden een groot voordeel: wanneer het wat slechter gaat in de ene tak, leggen we de nadruk op andere specialisaties.”

#### **Over ABMT**

ABMT of Algemene Bouw- en Milieutechnieken legt zich toe op projecten in de burgerlijke bouwkunde, industriebouw, appartementsbouw, en de renovatie en nieuwbouw van tankstations. De groep bestaat uit drie vennootschappen AB&S, MT&S, en ABMT Wallonië, zette in 2008 een omzet neer van 15 miljoen euro, en stelt 70 werknemers tewerk.

#### **Over Jan Larosse**

Jan Larosse werd geboren in 1965 en studeerde in 1988 af als landbouwkundig ingenieur aan de Gentse Universiteit. In 1995 behaalde hij het diploma van bedrijfskundig ingenieur aan VLERIK. Hij is gedelegeerd bestuurder van de ABMT-groep sinds 2002.



## LIJKEN IN DE KAST

### IMMATERIËLE VASTE ACTIVA

Immateriële vaste activa zijn vaste activa die niet tastbaar zijn, maar die (soms) toch op de balans van de onderneming verschijnen. Voorbeelden van immateriële vaste activa zijn goodwill, octrooien of andere soortgelijke rechten. Ook kosten voor onderzoek en ontwikkeling zijn immateriële vaste activa. De balanswaarde van dergelijke activa is historisch bepaald. Sommige immateriële vaste activa, zoals exclusieve afnamecontracten, vaste leveringscontracten of merken, staan zelfs helemaal niet op de balans. Toch vertegenwoordigen ze vaak een heel belangrijk deel van de overnameprijs, zoals u leest in de rubriek 'waardebepaling'. Ze betekenen dus ook meteen een reëel risico op belangrijke minwaarden.

#### Due Diligence

Een koper onderzoekt tijdens een due diligence vaak uitgebreid de juistheid en volledigheid van de cijfers, en alle juridische en fiscale valkuilen. Ook de staat en waarde van materiële activa, zoals gebouwen, voorraden of vorderingen, neemt hij zorgvuldig onder de loep. Daarnaast passeren ook opvallende immateriële vaste activa de revue. Bijvoorbeeld de eigendom van het merk of overeenkomsten. Een ervaren koper schenkt ten slotte ook aandacht aan ontbrekende kosten of activa: gebruikte software zonder licentie of het gebruik van externe knowhow bijvoorbeeld. Wij gaan hier niet verder in op de gebruikelijke beschermingsmaatregelen voor deze categorie van activa. Die bestaan traditioneel uit een goede due diligence aangevuld met een sluitende overeenkomst en dito uitwinningmaatregelen bij inbreuk op de afgesproken garanties.

#### Goodwill

Het grootste immateriële vast actief is meestal het samenspel van organisatie, procedures en mensen, dat zorgt voor de 'superwinsten' van een onderneming (zie het artikel over goodwill). Die interactie is heel moeilijk te omschrijven en dus meestal écht ontastbaar. Juist daarom zijn mogelijke risico's hier het moeilijkst op te sporen en op te lossen. Het onderscheid tussen die risico's en de gevolgen van een slecht overnamemanagement is in de praktijk trouwens niet altijd even gemakkelijk.

Hoe kunt u deze risico's dan het beste indekken? Een ervaren advocaat zorgt ongetwijfeld voor een prima niet-concurrentiebeding in de overnameovereenkomst. Dat dekt alvast de immateriële waarde van de kennis, de bestaande relaties en de banden met het personeel die de verkoper belichaamt.

Een verdere stap is een diepgaande analyse van de (immateriële) succesfactoren van de overgenomen onderneming. Welke sleutelfiguren maken het verschil en wat motiveert het personeel? En welke marktpositie zorgt voor een daadwerkelijk prijsverschil of een hoger verkoopssucces? Eens u deze heeft geïdentificeerd, moet u ze vooral behouden. Door

sleutelfiguren voortaan loyaal aan u te binden en het personeel ook na de overname te motiveren met extra kansen en mogelijkheden. Ook de marktpositie van de onderneming wilt u bestendigen en verstevigen. Het gaat hier in de eerste plaats om het operationele management van de onderneming en dat overstijgt de juridische of financiële dimensie van de overname.

Ervaren industriële overnamespecialisten pleiten dan ook altijd vurig voor een gedetailleerd en breed gedragen post-acquisitieplan. Dat concentreert zich in eerste instantie op het behoud van de bestaande goodwill – en niet op de integratie en synergie van beide ondernemingen. Of om de term goodwill eens anders te gebruiken: op de voortgezette creatie van goodwill bij het management, personeel en klanten van de overgenomen onderneming na de closing. Want dát realiseert de (meer)waarde voor de overnemer.

#### Conclusie

Het belangrijkste deel van de overnameprijs is vaak immaterieel en wordt onvoldoende in kaart gebracht. De echte goodwill is het ontastbare samenspel van organisatie, procedures en mensen binnen een onderneming. Het echte risico is meestal eerder een managementprobleem na overname, en dus niet juridisch of financieel. Dat belet natuurlijk niet dat zowel due diligence als een sluitende overeenkomst en uitwinningmaatregelen, noodzakelijk zijn voor de immateriële vaste activa die wél duidelijk identificeerbaar zijn.

### WINX DEALMAKERS



Winx Dealmakers is een onafhankelijk advieskantoor gespecialiseerd in professioneel overnameadvies voor de KMO. We begeleiden eigenaars/bedrijfsleiders vanaf de beslissing tot verkoop van de KMO tot en met de realisatie van de gewenste transactie.

[www.dealmakers.be](http://www.dealmakers.be)

### WINX CAPITAL HOUSE

Winx Capital House is het zusterbedrijf van Winx Dealmakers en is gespecialiseerd in Corporate Finance met internationale slagkracht: begeleiding bij internationale fusies en overnames, Management Buy Out en financiële strategie.

[www.winx.be](http://www.winx.be)