



Voorwoord	1
Waardebepaling	
MBO: Verkopen aan een discountprijs?	1-2

Verkoper aan het woord	
Tom Hendriks	2-3
Lijken in de kast	
Horen due diligence en garanties ook bij een MBO?	4

VOORWOORD

Vroeg of laat moet je als bedrijfsleider een opvolger kiezen. Vind je die niet binnen je familie? Dan is een Management Buy Out (MBO) vaak een optie. Dit is een verkoop aan je eigen (voormalige) directie of rechterhand. Bij een MBO duiken evenwel een reeks specifieke vragen of problemen op.

Veel verkopers vrezen bijvoorbeeld dat een faire overnameprijs bij een MBO niet haalbaar is. Dit is niet noodzakelijk het geval: bij een MBO compenseert de kennis van de mogelijke risico's door de koper – minstens gedeeltelijk – de afwezigheid van synergievoordelen. Een alternatieve financieringsvorm, zoals een vendor loan of een gefaseerde overname, kan bovendien de prijs optimaliseren.

Er bestaat soms ook misverstand over het belang van een degelijke due diligence en behoorlijke garanties. Natuurlijk kent de koper de onderneming en weet hij in principe goed wat hij koopt. En toch blijken beide facetten in de praktijk ook bij een MBO belangrijk: vaak weet de rechterhand-koper niet altijd alles. Bovendien zijn een grondig boekenonderzoek en volwaardige garanties essentieel voor derde partijen om financiële middelen ter beschikking te stellen.

We vullen ten slotte zoals altijd de theorie aan met een praktijkgetuigenis. Manager-eigenaar Tom Hendriks van Global Impact vertelt hoe hij samen met zijn broer Kim de verkoop van hun onderneming heeft ervaren. Zij kozen voor een Owners Buy Out, d.i. een MBO die de eigenaar zelf realiseert via een investeringsfonds.

Veel leesplezier met deze M&A Knowhow!

Philippe Craninx
Managing Partner

WAARDEBEPALING

MBO: VERKOPEN AAN EEN DISCOUNTPRIJS?

Vroeg of laat sta je als bedrijfsleider voor de keuze: aan wie laat ik mijn zaak over? Draag ik haar over aan een familielid of geef ik haar in handen van een externe partij? Een van de mogelijkheden is dan een *Management Buy Out* (MBO): een directielid, vaak de rechterhand van de bedrijfsleider-eigenaar, neemt dan de onderneming helemaal of gedeeltelijk over.

De overnemer krijgt daarmee een unieke kans, maar de onderhandelingen tussen koper en verkoper zijn wel buitengewoon delicaat. Hun belangen zijn plots tegenstrijdig. Het directielid – en waarschijnlijk vertrouwenspersoon – onderhandelt dan met zijn huidige werkgever. Mislukt de deal? Dan riskeert hij zijn baan.

De verkoper vraagt zich dan weer af of een MBO hem niet minder opbrengt dan een verkoop aan een externe partij. Maar is dat in de praktijk wel zo? Winx legt uit.

Synergievoordelen en risico-inschatting

Een MBO heeft zijn voordelen voor beide partijen. Het transactieproces gebeurt sneller en discreter dan bij een verkoop aan een externe partij. Het directielid kent de onderneming al door en door, en heeft toegang tot allerlei informatie. Daarom is er vaak maar een beperkte *due diligence* nodig. Anderzijds moet je als verkoper minder garanties verschaffen bij een MBO. U leest daarover meer in de rubriek 'Lijken in de kast'.

Veel factoren beïnvloeden de overnameprijs. Toch wordt die meestal mede bepaald door de synergievoordelen die de overnemer wenst te realiseren, en door zijn inschatting van de opportuniteit en de risico's. Bij een MBO realiseert de

VERVOLG →

PROFESSIONEEL OVERNAMEADVIES

→ VERVOLG

koper weinig of geen synergievoordelen in vergelijking met een strategische partij – en dat kan de prijs drukken. Langs de andere kant kan de prijs net stijgen, omdat de koper-rechterhand de risico's veel genuanceerder kan inschatten. Conclusie: het uiteindelijke effect op de prijs kan beide richtingen uitgaan. In elk geval leidt een MBO duidelijk niet systematisch tot een lagere prijs.

Alternatieve betalingsstructuren

De koper heeft in het geval van een MBO meestal maar beperkte eigen financiële middelen en dus gaat hij op zoek naar interessante financieringsvormen en -voorwaarden. Als verkoper kun je dan een *vendor loan* aanbieden: je verstrekt een lening om zo de overnameprijs gedeeltelijk te financieren. Eigenlijk is die lening een uitgestelde betaling om de koper meer ademruimte te geven. Boven op de klassieke rente kun je eventueel een extra bonus vragen. En zo maximaliseer je de overnameprijs.

Ook het gebruik van een alternatieve structuur, zoals de gefaseerde overname, optimaliseert de overnameprijs voor de verkoper. De koper neemt in dat geval in een eerste fase maar een deel van de aandelen over, wat de financiering van overname vergemakkelijkt. De verkoper schept met die overnametechniek ook vertrouwen: hij blijft gedurende een bepaalde periode aan boord, zodat de overgang soepeler verloopt.

Andere overnametechnieken zijn bijvoorbeeld de earn-out-regeling, en de MBO met een participatiemaatschappij.

Conlusie:

Verkopen aan je rechterhand heeft voor- en nadelen. Als verkoper waarborg je met de verkoop aan je rechterhand niet alleen de continuïteit van de onderneming, maar beperk je ook de garanties. Logisch, want je koper en rechterhand kent de onderneming al heel goed. Het transactieproces is bovendien korter en discreter dan de verkoop aan een derde partij.

Op het eerste gezicht verwacht je als verkoper een lagere prijs. Want er zijn maar weinig synergievoordelen die de koper bij een MBO kan realiseren in vergelijking met een strategische koper. Maar omdat je rechterhand de risico's veel beter kan inschatten dan een externe partij, is dat in de praktijk niet altijd het geval.

De verkoper kan bovendien de overnameprijs optimaliseren via alternatieve financieringsvormen, zoals een *vendor loan*, of een alternatieve overnamestructuur zoals de gefaseerde overname. •

VERKOPERAAN HET WOORD

TOM HENDRIKX INTERVIEW

**“Verkocht aan onszelf
en klaar voor de groei”**



Tom en Kim Hendrikkx leiden samen Global Impact, een relatief jong textielbedrijf dat op tien jaar tijd een explosieve groei kende. Het was niet altijd evident om dat in goede banen te leiden, ook al omdat hun business een groot werkkapitaal vereist. “En toch is het ons gelukt: door de taken goed te verdelen, en door recent een financiële partner aan te trekken die zorgt voor financiële zuurstof en extra kennis.” Tom Hendrikkx vertelt.

Hoe is Global Impact ontstaan en wat zijn jullie troeven?

Tom Hendrikkx: “Het verhaal start ruim dertig jaar geleden toen mijn vader begon met de invoer van panty's uit Italië. Mijn broer Kim en ik zijn dan in 1997 min of meer in zijn voetsporen getreden. Gesteund door zijn ervaring en kennis, hebben we toen een eigen business voor import van sokken, ondergoed

en nachtmode opgestart. Wij richten ons in hoofdzaak op grote distributie- en retailketens in de modesector.

In 2000 zijn we verhuisd naar onze huidige kantoren in Genk. Sindsdien is Global Impact sterk gegroeid. We sloten onder andere licentieovereenkomsten af met Studio 100 en Walt Disney, en bouwden een uitgebreid netwerk van leveranciers uit, bijvoorbeeld in China. Het werden belangrijke troeven die meteen ook onze groei verklaren.

Last but not least kiezen wij onze fabrikant altijd met het oog op de bestelling en geven we hem uitdrukkelijk de opdracht met welbepaalde naalden, cilinders of garens te werken. Zo leveren wij producten af die perfect beantwoorden aan de gevraagde afwerking en kwaliteit.”

Je leidt Global Impact samen met je broer. Twee kapiteins aan boord van één schip?

“Zo kan je het wel stellen, ja. En dat werkt perfect, omdat ieder van ons zich bezighoudt met de dingen die hem het meest interesseren of die hij het beste kent. Kim legt zich toe op het commerciële luik en een deel van het aankoopbeleid. En ik probeer vooral intern de zaken in goede banen te leiden in verband met design, human resources en financiën”, schetst Tom Hendrixx.

Jullie overwogen op een bepaald ogenblik om het bedrijf te verkopen. En toch zijn jullie hier nog allebei aan de slag?

Tom Hendrixx knikt: “Klopt. Kijk, eigenlijk vonden we ons nog te jong om nu al uit Global Impact te stappen. We zitten nog vol ambitie en hebben te veel ideeën die we per se willen realiseren. Maar er waren wel twee zaken waarover we ons zorgen maakten. Global Impact kende enerzijds een spectaculaire groei die we willen behouden. Vandaag halen we al een omzet van bijna vijftien miljoen euro. Anderzijds werd de behoefte aan heel veel werkkapitaal ook al snel duidelijk: als de goederen vertrekken bij onze leveranciers in Azië moet er boter bij de vis zijn! Zo moesten we op zoek gaan naar een oplossing: ofwel alles verkopen ofwel extern kapitaal aantrekken. We hebben op dat ogenblik Winx Dealmakers onder de arm genomen. Na overleg met partner Koen Cools bleek uiteindelijk dat een financiële partij wellicht de ideale oplossing was voor onze specifieke omstandigheden. Zo konden wij onze financiële toekomst veiligstellen én toch betrokken blijven bij het bedrijf, via een substantiële participatie in de nieuwe holding boven Global Impact. Het was een ideaal scenario voor ons, zo’n *Owners Buy Out*. In het investeringsfonds E-Capital II, beheerd door E-Capital

Equity Management, vonden we dan de ideale partner. Dat beschikt niet alleen over het kapitaal, maar ook over de nodige expertise bij zijn beheerders en aandeelhouders. En dat is essentieel om onze Europese groei te verzekeren.”

Jullie werden bijgestaan door Winx Dealmakers. Hoe heeft u deze tussenkomst ervaren en op welke manier hebben ze het proces beïnvloed?

Tom Hendrixx: “We leerden jullie kennen via een bevriend jurist, Lieven Bogaert van Advocom. Hij bracht ons in contact met Koen Cools die ons door de hele transactie heen loodste. We doorliepen daarbij alle stappen. Allemaal heel professioneel en volgens de regels van de kunst. Het begon met een correcte waardebeoordeling en de redactie van een informatie-memorandum. Koen selecteerde samen met ons mogelijke investeerders, begeleidde ons bij de onderhandelingen met de geïnteresseerde partijen en hielp ons ten slotte de transactie af te ronden. Natuurlijk heeft ook Lieven Bogaert een rol gespeeld bij het juridische luik van de transactie met E-Capital II. In elk geval: ik houd een heel goed gevoel over aan onze samenwerking. •



LIJKEN IN DE KAST

HOREN DUE DILIGENCE EN GARANTIES OOK BIJ EEN MBO?

Het feit dat de koper geacht wordt de onderneming goed te kennen, is in vergelijking met een verkoop aan een externe partij, een van de grote voordelen van een MBO. De overname kan daardoor discreter verlopen en in de meeste gevallen is maar een beperkt boekenonderzoek of *due diligence* nodig. En dat versnelt dan weer het transactieproces.

Anderzijds wil je als verkoper bij een MBO minder garanties geven in de overnameovereenkomst. Dat kun je gemakkelijk verantwoorden: de koper is zijn rechterhand en behoort daarom de onderneming al grondig te kennen. Hij is meestal zelfs mee verantwoordelijk voor het bedrijfsbeleid.

Toch zijn in de praktijk die zaken niet altijd vanzelfsprekend. We lichten toe waarom *due diligence* en garanties in een MBO van belang blijven.

Due diligence

Op het eerste gezicht leidt een MBO dus naar een beperkte *due diligence* en een verkort transactieproces. Maar dat is niet altijd het geval.

Zo is de koper in grotere ondernemingen niet altijd op de hoogte van alle essentiële ontwikkelingen. Het boekenonderzoek is dus, afhankelijk van zijn functie, voornamelijk gericht op de zaken die hij minder goed kent. Bij kleinere ondernemingen is de koper vaak de rechterhand van de bedrijfsleider en dus wel veel breder betrokken bij het bedrijfsbeheer. Maar dergelijke kopers hebben dikwijls net weinig financiële middelen. In de meeste gevallen doen ze dan ook een beroep op een bank, een financiële partner of een *private equity*verschaffer. Een gedegen *due diligence*-onderzoek is dan zeker aan de orde: die externe partijen eisen namelijk een onafhankelijk document om de risico's van de onderneming in te schatten, vóór ze geld ter beschikking stellen.

Het belang van een *due diligence* mag je overigens nooit onderschatten. Al te vaak vallen er tijdens het boekenonderzoek nog enkele lijken uit de kast en dat kan de onderhandelingen tussen koper en verkoper aanzienlijk bemoeilijken. Springen de onderhandelingen dan toch af, dan staat mogelijk de goede relatie tussen de bedrijfsleider en zijn rechterhand op het spel, met alle gevolgen van dien.

Garanties

Omdat je rechterhand zo nauw betrokken is bij je onderneming, ben je als verkoper bij een MBO minder geneigd garanties en vrijwaringen te geven. Ze zijn ook minder noodzakelijk. Je rechterhand is namelijk mee verantwoordelijk voor de beleidsvoering.

Daarnaast bestaat theoretisch de mogelijkheid dat de koper bepaalde informatie met het oog op de overname achterhoudt. Als verkoper kom je dan bedrogen uit als je bepaalde garanties geeft. En dat wil je uiteraard voorkomen.

Anderzijds gelden hier dezelfde overwegingen als bij de *due diligence*. Externe partijen die financiële middelen aanbrengen, zullen voldoende garanties eisen om hun risico's in te dekken.

Conclusie

Op het eerste gezicht moet je de boeken bij een MBO minder grondig onderzoeken dan bij een klassieke overname. Maar de realiteit is genuanceerder.

Het gebeurt maar al te vaak dat er tijdens een *due diligence* nog lijken uit de kast vallen, ook al denkt de rechterhand alles te weten. Anderzijds eisen externe partijen zoals banken, financiële partners of *private equity*fondsen een degelijke *due diligence*. Zo krijgen zij een beter beeld van de onderneming en kunnen ze de risico's inschatten voor ze het project financieren.

De verkoper wil anderzijds ook de garanties en vrijwaringen in de overnameovereenkomst beperken. De koper kent in de meeste gevallen de onderneming heel goed en de verkoper wil hem dan ook mee aansprakelijk stellen voor de beleidsvoering. •

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

WINX CAPITAL HOUSE

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

www.winx.be