

(zie noot 1) menen dat de nationale rechter wèl de mogelijkheid behoudt artikel 86 toe te passen. Bourgeois en Drijber menen echter dat dit de Commissie waarschijnlijk niet meer is toegestaan.

17 Zie bijvoorbeeld Fierstra (noot 1) p. 343.

18 SER, Commissie Concentraties Grote Ondernemingen, advies uitgebracht aan de staatssecretaris van Economische Zaken betreffende de controle op concentraties d.d. 14 december 1989.

Financiering van acquisities

Dr. P. J. J. M. van Loon

1 Inleiding

Het vraagstuk van de financiering van acquisities kan men vanuit verschillende standpunten benaderen: vermogensverschaffers, management respectievelijk eigenaars van overnemende en over te nemen ondernemingen. In deze bijdrage aan de bundel zullen we ons beperken tot een aantal aspecten welke relevant zijn voor het management van de overnemende partij die een actief, in tegenstelling tot een defensief, acquisitiebeleid voert.

Soms zijn financiële aspecten de eigenlijke drijfveer bij acquisities, meestal echter vormen zij te overwinnen barrières om het beoogde overname-doel te realiseren. Uit een oogpunt van financiering zijn dan onder meer de volgende onderwerpen van belang:

de gevolgde overnamestrategie,
deze is onder meer bepalend voor de ter beschikking staande informatie over de te acquireren onderneming (op basis waarvan een aanvaardbare prijs vastgesteld moet worden) en de te benutten financieringsmogelijkheden ((on) vriendelijk bod op aandelen versus op maat gesneden en verzekerde financiering),

de financieringsmogelijkheden,
deels samenhangende met het financiële gewicht en het relatienetwerk van de overnemende partij,

Dr. P. J. J. M. van Loon studeerde en promoveerde aan de Katholieke Universiteit Brabant, is senior adviseur bij Coopers & Lybrand Management Consultants te Utrecht en onder andere lid van de Orde van Organisatiekundigen en -adviseurs.

deels met de mate waarin de vermogensverschaffers kunnen worden overtuigd van het synergetisch effect van de acquisitie,

de (juridische) vorm,

te denken valt hierbij aan de acquisitie van/door coöperaties zoals Melkunie en DMV/Campina begin dit jaar, van stichtingen zoals de NSB-groep overgenomen door de AMEV, en van buitenlandse rechtspersonen, waarbij steeds sprake is van verschillende soorten van eigenaren en uiteenlopende fiscale mogelijkheden waarmee bij het tot stand komen van het contract en de toekomstige financieringsstructuur rekening gehouden moet worden.

Daardoor is iedere acquisitie op zich een unieke operatie en is het interessant om te kijken of daarover vanuit theorie en praktijk algemeen geldende uitspraken te doen zijn. We hebben onze bijdrage aan deze bundel gericht op de bedrijfseconomische aspecten welke bij een fusie relevant zijn voor de verantwoordelijke manager, danwel voor de interne of externe adviseur van de besluitvormers.

Deze uitspraken hebben we in het artikel geclusterd naar drie thema's: het verloop van het acquisitieproces, de waardering van over te nemen onderneming en: de financiële instrumenten welke de onderneming ter beschikking staan om de overname te financieren.

2 Fasen in het fusieproces

Voor een beschrijving van het fusieproces is het van belang te weten in hoeverre sprake is van een onvriendelijke overname of een overname waarbij gestreefd wordt naar overeenstemming met het zittende management over de overnameprijs en het integratieproces (negotiated acquisition).

In het eerste geval wordt meestal een onderscheid gemaakt tussen de oriëntatiefase en het biedingsproces. In het tweede geval wordt door sommigen het traject na de eigen oriëntatie als één geheel beschouwd (Rappaport 1986), anderen onderscheiden daarin een tweetal fasen: die welke leidt tot het uitbrengen van een zoge-

naamde Letter of Intend, en die welke vervolgens leidt tot het uiteindelijke overnamecontract (Earl & Fisher 1986). Tenslotte zijn er schrijvers die meerdere fasen benoemen, meestal te herleiden tot een onderverdeling van eerdergenoemde tweedeling op basis van in de praktijk te onderscheiden subtrajecten om gestelde contracten voor te bereiden (Broertjes & Dekker 1978, Lohr 1981, Ritch 1987).

We volgen in deze paragraaf de indeling van Lohr, welke hij heeft opgesteld op basis van een literatuurstudie in het Duitse taalgebied over vriendelijke overnames. Het interessante van zijn indeling is dat deze is gebaseerd op te onderscheiden niveaus van informatie en kennis bij het management van de acquirerende onderneming. Daardoor vormt deze indeling een goed aanknopingspunt voor een inventarisatie van wat in iedere fase van de financiële functie (en dito informatie) wordt verwacht.

Initiëring

Daarmee geeft Lohr de fase aan van het zoeken naar mogelijkheden voor groei van de onderneming, zowel intern (investeren) als extern (acquireren). Dit is een continu doorgaand proces waarin bij tijd en wijle de acquisitie van een concreet bedrijf als aantrekkelijk wordt beoordeeld en besloten wordt deze optie nader uit te werken. Vooruitlopend op het verdere beslissingstraject worden intern al flankerende maatregelen genomen, zoals het uitstellen van investeringen en het aanpassen van de personeelsplanning.

In dat kader dient de financiële functie in deze fase de noodzakelijke financiële manoeuvreer ruimte op te bouwen.

Vorbereiding

Vanaf deze fase ontstaat het besluitvormingstraject het continu doorgaande plannings- en informatieverwervingsproces. In deze fase wordt additionele informatie over de onderneming en haar omgeving ingewonnen (meestal gestructureerd opgevraagd aan de hand van check lists). Op financieel gebied betreft dit een eerste waardering van de over te nemen onderneming, op basis van beschikbare jaarrekeningen, progno-

ses en beursgegevens en een inschatting van de synergetische effecten en de risico's van de overname. Op basis van deze waardering wordt de maximaal te betalen prijs vastgesteld.

Het eerste contact met de over te nemen partij wordt gelegd en indien deze instemt met verdere besprekingen gaat de volgende fase in.

Concretisering

Eerder verkregen externe gegevens en berekeningen worden waar nodig aangepast aan door de over te nemen partij te leveren vertrouwelijke informatie (zowel over het verleden als met betrekking tot toekomstplannen). De waardering wordt verder onderbouwd dan wel bijgesteld. Wettelijke en fiscale voorschriften en verplichtingen worden in kaart gebracht. Soms leidt dit in deze fase op financieel terrein al tot overeenstemming over de overnameprijs, soms slechts over de te hanteren procedure bij de waardebepaling.

Uiteindelijk mondt deze zogenaamde due diligence fase uit in een Letter of Intend (Verbindlichsheidserklärung). Daarbij spreken partijen wederzijds het voornemen uit de onderhandelingen in te gaan met als doel de overname tot stand te brengen. De verkopende partij belooft vertrouwelijke interne bedrijfsinformatie, welke van nut is voor het tot stand komen van de overeenkomst, beschikbaar te stellen en de kopende partij belooft deze informatie absoluut vertrouwelijk te behandelen. Verder wordt een stappenplan met tijdschema afgesproken om tot het definitieve contract te komen. Voor de financiële functie is het daarbij van belang te letten op de timing ten opzichte van belangrijke data als het einde van het boekjaar, het tijdstip van de aandeelhoudersvergadering en de verschijningsdata van tussentijdse rapportages.

Het einde van dit stadium wordt gemarkeerd door het publiekelijk bekendmaken van de voorgenomen overname aan de diverse stakeholders (SER, aandeelhouders, werknemers, financiers, (grote) afnemers en leveranciers en dergelijke).

Onderhandeling

Diverse teams van eigen specialisten, eventueel ondersteund door externe adviseurs en deskun-

digen van de over te nemen onderneming, werken in deze fase aan een nadere detaillering van de bedrijfsdiagnose in al haar facetten ten behoeve van de inhoud van de definitieve overeenkomst. Dit proces staat meestal onder leiding van de toekomstige general manager van de te acquireren onderneming.

De nadere onderbouwing van de waardering van de over te nemen onderneming is daarbij een belangrijk financieel onderwerp. Waarderingsgrondslagen moeten worden geanalyseerd, balansgegevens vergeleken met feitelijk aanwezige installaties en voorraden, marketing-, investerings- en productieplannen doorgelicht op de haalbaarheid ervan. De consequenties van de prognoses (en het voorgenomen dividendbeleid) voor de waarde/koers van de aandelen zullen moeten worden ingeschat. Er zal uit dien hoofde regelmatig overleg noodzakelijk zijn tussen het financieel-economisch management van beide organisaties, al dan niet ondersteund door externe adviseurs zoals accountant en adviseurs op technisch-, management-, fiscaal- en juridisch terrein.

Het resultaat van dit alles is een voldoende nauwkeurige schatting van de directe en de indirecte opbrengstwaarde (inclusief synergie-effecten) van de over te nemen onderneming als onder- en bovengrens voor de definitieve prijsbepaling.

Als aanvulling op Lohr zij vermeld dat in de praktijk in dit stadium ook wordt uitgewerkt hoe de overname het beste kan worden gefinancierd. Naast de wijze waarop de prijs aan de huidige aandeelhouders zal worden uitbetaald (bijvoorbeeld: in contanten of in aandelen in de overnemende onderneming) wordt op basis van een geconsolideerd beeld na overname bepaald op welke wijze de vermogensbehoefte het beste kan worden gerealiseerd, mede in het kader van de gewenste risico-afdekking in de rente-, valuta- en liquiditeits sfeer.

Deze fase eindigt met het tekenen van het definitieve acquisitiecontract, waarbij meestal voor een aantal nog niet overzienbare risico's voorbehouden worden gemaakt.

Integratie

In deze vijfde fase mondt het acquisitieproces

weer uit in de normale gang van zaken van de onderneming: het overgenomen bedrijf is onderdeel geworden van de nieuwe onderneming. In het begin van deze fase liggen er voor het financieel-economische management nog een aantal belangrijke taken.

In aanvulling op Lohr kan vermeld worden dat de (financiële) managementrapportage tussen de overgenomen onderneming en de directie vorm wordt gegeven, idealiter in overleg tussen de betrokken managers (Izeboud & Van Loon, 1991) met een duidelijke koppeling aan de planning die aan het overnamecontract ten grondslag ligt.

In sommige gevallen wordt ook de financieel-economische functie gereorganiseerd uit hoofde van synergievoordelen. Dit kan leiden tot een verandering in de aansturing van geldstromen (bijvoorbeeld: centralisatie treasuryfunctie) en een regeling van de vakinhoudelijke controle en/of coördinatie tussen directie en overgenomen onderneming (aansturing controller, uniformering en inbedding administratie, plaats administratieve organisatie en interne controle).

Naarmate acquisities minder tot de routine van de managementactiviteiten behoren, en dus sprake is van door de specifieke situatie bepaalde problemen, wordt voor bovengenoemde informatie- en reorganisatieproblemen meer gebruik gemaakt van externe deskundigen als organisatieadviseurs en accountants. Hoewel niet specifiek betrekking hebbend op acquisities, geeft Van Bruggen, 1987, een aardig inzicht in de mogelijke ondersteuning door externe deskundigen. Ook circuleren in de praktijk check-lists waarvan de complexiteit vaak vraagt om deskundige begeleiding bij het hanteren ervan (Krekel en anderen 1977).

Uit bovenstaande beschrijving van een (gestandaardiseerd) acquisitieproces moge blijken dat in alle stadia financiële en financieel-economische aspecten aan de orde zijn, samen te vatten onder de thema's: waardering, financiering, managementinformatie en organisatie. In het kader van dit MAB-nummer zullen wij ons in het vervolg van onze bijdrage vooral concentreren op de eerstgenoemde twee thema's. Voor de laatstgenoemde

twee onderwerpen verwijzen wij naar het reeds geciteerde artikel van Izeboud & Van Loon, 1991 over de structuur van financieel-economische managementinformatie respectievelijk naar het in het voorjaar te verschijnen FINEM-rapport over de functie van de treasurer, waarin een aantal gedachten en ervaringen van de schrijver zijn opgenomen over de organisatie van de financieel-economische functie (Flens en anderen 1991).

3 De waardering

Zoals we in de vorige paragraaf hebben gezien, speelt het waarderingsprobleem van activa en vermogen in haast iedere fase van het acquisitieproces. Aanvankelijk kan de waardering alleen gebaseerd worden op voorhanden externe gegevens, met name jaarverslagen en koersgegevens. In een later stadium, wanneer toegang is gegeven tot intern binnen de over te nemen organisatie aanwezige informatie, kan tevens gebruik gemaakt worden van know how over de specifieke bedrijfssituatie en de verwachte ontwikkelingen daarin.

Weliswaar nemen daarmee de gedetailleerdheid en de betrouwbaarheid van de gegevens toe, de principes waarop de waardering berust, veranderen echter niet. Bovendien is in dat stadium meestal reeds een richtprijs afgegeven of overeengekomen waaraan op basis van meer gedetailleerde gegevens, anders dan nieuwe feiten van een strategisch belang, nauwelijks te tornen valt.

De financiële waardering wordt in de praktijk vanuit twee uitersten benaderd: wat zijn de huidige bezittingen van de onderneming waard (liquidatie- respectievelijk intrinsieke waarde) en: welk inkomen kan ik met de onderneming genereren (indirecte opbrengstwaarde).

Voor geen van beide benaderingen is de balans respectievelijk de resultatenrekening uit de jaarrekening zonder meer te gebruiken. Enerzijds hangt dit samen met aanpassingen die nodig zijn op de wijze waarop activa ten behoeve van de jaarrekening zijn gewaardeerd, anderzijds met het feit dat uit historische cijfers weliswaar trends gehaald kunnen worden die zich in het verleden

hebben voorgedaan, doch dat het nog de vraag is of deze trends zich in de toekomst voort zullen zetten.

Een voorbeeld van zo'n niet adequate waardering: voert de onderneming haar vaste activa tegen historische waarde op de balans op, dan zou de opbrengst bij liquidatie wel eens hoger kunnen liggen dan de boekwaarde op de balans. Anderzijds kunnen opgevoerde goodwill en gekapitaliseerde researchkosten gevoeglijk geschrapt worden indien men de liquidatie-opbrengst vast wil stellen.

Als ondergrens voor de acquisitieprijs hanteert men veelal de liquidatiewaarde. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat de te genereren inkomsten zo laag zullen zijn dat directe verkoop meer op zal leveren. Toekomstscenario's en daaruit af te leiden resultaatverwachtingen zijn dan nutteloos: men hoeft zich slechts bezig te houden met de inschatting van de verkoopwaarde van de aanwezige activa. Ofschoon het uit onderhandelings-oogpunt zinvol is deze liquidatiewaarde te weten, staat de daarachter liggende vooronderstelling haaks op het oogmerk van de meeste acquisities om juist rendabele activiteiten over te nemen en te continueren.

Er is echter nog een tweede situatie mogelijk waarin een potentiële koper minder geïnteresseerd is in de toekomstige opbrengsten maar zich beperkt tot het inschatten van de huidige waarde van het activa complex. Dat is in het geval de koper van zin is een bepaalde markt te betreden en voor de keuze staat daartoe zelf een organisatie op te bouwen en activa aan te trekken dan wel een bestaand bedrijf over te nemen en dit in die richting om te bouwen. In dat geval is het relevant naar de intrinsieke waarde van de onderneming te kijken, zijnde de somma die het kost om een gelijkwaardig activacomplex tegen huidige marktprijzen in te richten. Toekomstige opbrengsten zijn dan minder relevant omdat de acquireur van zins is het bedrijf voor andere markten en/of produkten in te gaan zetten. De vervangingswaarde vormt dan een indicatie van de bovengrens van een overeen te komen prijs. Immers, zou de prijs belangrijk hoger worden dan is het goedkoper om de activa op de markt te kopen en zelf de organisatie in te richten.

Bij beide benaderingen dient men zich te realiseren dat het waarderingsprobleem niet ophoudt bij de waardering van de activazijde van de balans. Men zal ook moeten analyseren welke schulden aan de passivakant overgenomen kunnen/moeten worden en in hoeverre de op de balans paraiserende waarde de feitelijke vervangingswaarde weergeeft: indien bijvoorbeeld een laagrentende (ten opzichte van de huidige rentevoet) lening overgenomen kan worden, is de contante waarde van rente + aflossingsverplichting lager dan de nominale schuld en verhoogt dit de waarde van het eigen vermogen (Bouma, 1980).

Vanuit een theoretisch oogpunt bezien, is een waardering op basis van toekomstige opbrengsten superieur aan een op basis van aanwezige activa, als men tenminste met de acquisitie tot doel heeft in de toekomst opbrengsten te genereren. Theoretisch zou het dan ook juist zijn deze toekomstige cashflows in kaart te brengen en deze vervolgens contant te maken. Zoals we echter in de vorige paragraaf hebben gezien, kan de daartoe benodigde informatie eerst in een later stadium (of geheel niet bij onvriendelijke overnames) worden verkregen en dient men zich op jaarverslagcijfers te baseren.

Zeer gebruikelijk daarbij is om de koers/winst-verhouding van vergelijkbare, ter beurse genoteerde ondernemingen te bepalen en op basis daarvan en een, al dan niet voor trendmatige ontwikkelingen gecorrigeerd, recent winstcijfer een waarde-indicatie af te geven. Aangezien aandelenkoersen waarden aangeven van stukjes eigendom die te klein zijn om daarmee de onderneming te beheersen, zullen deze koersen bij een bod verhoogd moeten worden met een premie als waardering voor het in handen krijgen van een meerderheidsaandeel in het eigen vermogen. Een tweede argument voor een waardering hoger dan de (afgeleide) beurswaarde ligt in het feit dat bij acquisitie sprake moet zijn van synergetische voordelen, waarvan een gedeelte aan de bestaande eigenaren uitbetaald moet worden, willen ze tot de verkoop overgehaald kunnen worden. Volgens sommige onderzoekers is het zelfs zo dat het voordeel van de synergie achteraf

geheel bij de vroegere eigenaren terecht blijkt te zijn gekomen (Cooke 1986, Moerland 1989). Hoewel er verschillende theoretische bedenkingen tegen de koers/winstmethode zijn in te brengen (zie bijvoorbeeld Bouma 1980), heeft zij de charme van een quasi objectieve, want aan beurswaardering en goedgekeurde jaarrekening gekoppelde, methode hetgeen overeenstemming tussen partijen over de totstandkoming van een prijs kan vergemakkelijken respectievelijk quasi objectief kan onderbouwen (Reis & Cory 1987).

Bij de meeste vriendelijke overnames kan echter een cash flow prognose gemaakt worden op basis van beschikbaar komende interne gegevens over de ondernemingsplannen en mede op basis van verwachte synergieëffecten. De daaruit af te leiden contante waarde (na overeenstemming over de te hanteren disconteringsvoet) is zowel theoretisch als praktisch een betere maatstaf. Theoretisch omdat deze expliciet gebaseerd is op door de acquisitie te verwerven inkomsten, praktisch omdat deze maatstaf geënt is op ondernemingen die in overleg tussen partijen zijn op- en bijgesteld, waardoor een relatie gelegd kan worden tussen de te betalen prijs en de prestaties die het toekomstig management van de te overnemen onderneming dient te behalen.

Zoals hierboven reeds impliciet is gesteld, is het de functie van het waardebegrip om een baken te vormen bij de onderhandelingen over de definitieve overnameprijs. Naast de economische aspecten spelen andere aspecten in het onderhandelingsspel een rol, zoals de macht van het zittend management (is het eigenaar, heeft het een concurrentiebeding?), de opstelling van de vakbonden en dergelijke, maar ook, en dit vormt een verbinding naar de volgende paragraaf: de wijze waarop de prijs betaald gaat worden: contant of in termijnen, wel of niet afhankelijk gemaakt van toekomstige winsten, al dan niet met toezeggingen over de financiering van groeiplannen (Berger & Sears 1987).

4 De financiering

Het accent van de financiële problematiek ver-

schuift naar gelang de fase van het acquisitieproces waarin de onderneming verkeert. Parallel aan de in paragraaf 2 beschreven initiëeringsfase zal het financieel management zich bezighouden met het inrichten van de vermogensstructuur op zodanige wijze dat deze zoveel mogelijk faciliterend (in plaats van belemmerend) werkt voor eventuele acquisitiebeslissingen. We bevinden ons hier in het strategisch domein van de ondernemingsfinanciering waar het gaat om optimale toegankelijkheid tot financieringsbronnen, gewenst risicoprofiel, flexibiliteit van de vermogensstructuur en beheersing van de financieringskosten (na aftrek van belastingen). Dit alles geplaatst in het strategisch perspectief waarnaar het management van de onderneming streeft (Clarke 1988).

In de volgende drie fasen van voorbereiding tot en met onderhandeling ligt een specifiek acquisitieobject op tafel dat gefinancierd moet worden. We komen dan op het terrein van wat wel financial engineering genoemd wordt: het samenstellen en aantrekken van de optimale portefeuille van financiële instrumenten om de acquisitie te financieren. In de praktijk spelen bij de keuze van de financiële instrumenten naast financieel-economische met name fiscale en jaarverslaggevingsaspecten, welke simultaan in beschouwing genomen moeten worden om zo goed mogelijk aan de belangen van koper en verkoper tegemoet te kunnen komen. Op de fiscale en berichtgevingsaspecten zal in het kader van dit artikel niet verder worden ingegaan, behoudens hier en daar een onvermijdelijke verwijzing naar raakvlakken met de financieel-economische problematiek.

Contante betaling

Meer dan de helft van alle acquisities wordt contant betaald, zo blijkt uit diverse onderzoeken (zie bijvoorbeeld Slusser & Riggs, 1987). Voor de verkopende partij de meest veilige weg van betalen: handje contantje, echter met als gevolg dat de opbrengst in het betreffende jaar belastbaar is en dat verder geen invloed meer kan worden uitgeoefend op het beleid van de nieuwe organisatie, noch geprofiteerd kan worden van eventuele niet bij de overdracht meegenomen synergie-effecten.

ten. Voor de kopende partij bestaat het nadeel uit het ogenblikkelijke beslag op de liquide middelen, de voordelen uit de eenvoudige betaalprocedure, het feit dat zij verder geen (financiële) verplichtingen meer aan de oude eigenaars heeft noch last heeft van hun invloed via stemrecht op basis van aandelenpakketten welke anders ter betaling zouden zijn aangeboden. Na de fusie kan dan altijd nog een aandelenemissie gedaan worden waarbij een 'betere' spreiding van het eigendom kan worden gerealiseerd, zij het tegen hogere kosten. De belastingdruk voor de verkoper en de liquiditeitsklem bij de koper kunnen verlicht worden door overeen te komen dat de betaling, eventueel verhoogd met rente, gespreid over enige jaren plaats zal vinden.

Betaling in aandelen

De tweede financieringswijze is betaling door ruil van aandelen in de oude tegen aandelen in de nieuwe onderneming. Ten opzichte van contante betaling zijn de gevolgen na het realiseren van de fusie gecompliceerd en van langdurige aard. We willen hier een aantal financieel-economische aspecten noemen die bij de afweging een rol kunnen spelen.

Ten opzichte van de betaling in contanten heeft deze methode voor de koper als voordelen dat geen beslag gelegd wordt op de liquide middelen of op diens leencapaciteit en, in het geval het zittend (en blijvend) management van de overgenomen onderneming tevens (mede) eigenaar is, dat dit management baat heeft bij een goede winstgevendheid na de fusie. Bovendien wordt door de resultaatafhankelijke beloning een gedeelte van het risico van de fusie afgewenteld op de nieuwe aandeelhouders.

Voor de verkopende partij kan als voordeel van aandelenruil gelden dat zij via haar stemrecht invloed blijft houden in de gefuseerde onderneming en deelt in de toekomstige winsten. De nadelen zijn voor haar echter de onzekerheid over de waarde-ontwikkeling van de aandelen (soms zelfs al tijdens de fusiebesprekingen) en, bij niet ter beurse genoteerde ondernemingen, de verhandelbaarheid ervan.

Indien sprake is van een relatief grote uitbreiding van het uitstaande aandelenkapitaal zijn er nog andere aspecten waar rekening mee gehouden moet worden. De pakketten kunnen, indien daarover geen afspraken gemaakt zijn, in een snel tempo op de markt aangeboden worden waardoor de koers onder druk komt te staan. Verder krijgen de oude eigenaren via hun grote aandelenpakket een relatief belangrijke invloed op het beleid en indien zo'n invloed (impliciterend een zogenaamde reverse take over) ongewenst is, kan de overnemende partij proberen de transactie te financieren met het aanbieden van preferente aandelen zonder stemrecht. Voor de verkopers hebben deze het voordeel van een gegarandeerd rendement, tenminste zolang de gefuseerde onderneming blijft bestaan. De geringe verhandelbaarheid ervan kan worden vergroot door ze op termijn converteerbaar te stellen in gewone aandelen.

Een tweede nadeel van aandelenruil voor de kopende partij, dat met name speelt bij beursfondsen, kan zijn dat bij ruil verwatering van de winst per aandeel optreedt. Dit is met name mogelijk als de omwisselingsverhouding gebaseerd is op de verhouding tussen de marktwaarden van beide ondernemingen voor de fusie en de over te nemen onderneming een relatief hogere koers/winst verhouding kent. Deze verwatering kan bestreden worden door de overname gedeeltelijk in contanten of in obligaties te betalen zoals Oldelft dit jaar deed bij haar bod op Enraf-Nonius (voor meer technische details zie: Bouma, 1980).

Vreemd vermogen van oude eigenaars

Daarmee komen we op de derde groep financiële instrumenten: vreemd vermogen, bijvoorbeeld in de vorm van lang- en kortlopende leningen en obligaties. Door het niet of nauwelijks resultaatafhankelijke karakter van de vergoeding voor beschikbaarstelling zijn vermogensverschaffers, i.c. de eigenaar van de overgenomen onderneming, bereid met een lager percentage genoeg te nemen. Bovendien is deze vergoeding fiscaal aftrekbaar zodat daarmee eerdergenoemde hefboomwerking langs twee kanten wordt versterkt. De bereidheid van de vorige eigenaar om deze

financiële titels als betaalmiddel te accepteren hangt af van het vertrouwen dat hij heeft in de toekomstplannen gemaakt door de nieuwe eigenaren. Ook is het mogelijk dat aan de oude eigenaren bepaalde zekerheden in ruil voor de verstrekte lening worden verschaft. In de praktijk ziet men acquisities gerealiseerd worden die grotendeels met leningen van de oude eigenaren zijn gefinancierd: een andere vorm van reverse acquisitions.

Door de obligaties aan te bieden als converteerbaar in gewone aandelen, na verloop van tijd en tegen een hogere koers dan de huidige, introduceert de overnemende partij een financieel instrument dat zowel voor hem als voor de oude eigenaren een aantal interessante eigenschappen bezit: de overnemende partij heeft gedurende een zekere tijd de beschikking over relatief goedkoop vermogen en het zal tot een geringer aantal te plaatsen aandelen leiden dan wanneer de acquisities door aandelenruil was gefinancierd. Voor de overgenomen partij betekent het dat zij, naast een gegarandeerde vergoeding, uitzicht heeft op een aflossing in aandelen hetgeen fiscaal interessant kan zijn.

Vreemd vermogen van derden

Ook kan de onderneming voor een specifieke acquisitie bij derden geld lenen om dit vervolgens te gebruiken voor de aankoop van de kandidaat-onderneming.

Het afgelopen decennium heeft in dit kader een toenemend gebruik te zien gegeven van met 'mezzanine finance' aangeduide financiële instrumenten, welke een tussenvorm zijn tussen eigen en vreemd vermogen, zoals (converteerbare) achtergestelde leningen, (converteerbare) preferente aandelen en vast- of variabel rentende leningen met opties of warrants. Deze instrumenten worden door vermogensverschaffers met name ter beschikking gesteld om acquisities mogelijk te maken van financieel gezonde bedrijven door ondernemingen die daartoe bij gegeven eigen vermogen een tekortschietende leencapaciteit hebben.

Uiteraard kunnen acquisities ook gefinancierd worden door een combinatie van bovengenoemde financiële instrumenten.

De financiering kan zijn vorm reeds krijgen tijdens het fusieproces, bijvoorbeeld in de vorm van leningen met als onderpand de activa van het over te nemen bedrijf (senior debt) of hoogrentende leningen zonder onderpand (junk bonds). Soms echter past de onderneming in fasen haar vermogensstructuur aan aan de nieuwe situatie na de fusie, bijvoorbeeld: eerst aandelenruil gecombineerd met een obligatie ter financiering van de fusie, dan herkapitalisatie om de koersdaling ten gevolge van het verwateringseffect te bestrijden en vervolgens, in een later stadium, een emissie om de aflossing van de obligatie te financieren.

Verder is het mogelijk dat de overnemende partij uit het oogpunt van reductie van onzekerheid of ter stimulering van het blijvende management bedingt dat (een gedeelte van) de betalingen gekoppeld worden (c.q. wordt) aan het halen van een vooraf overeengekomen rentabiliteitseis met de overgenomen onderneming.

Tenslotte kan de onderneming zowel voor als na de fusie door een toegesneden treasury beleid niet gewenste valuta- en renterisico's afdekken met een keur van financiële hedging-instrumenten. Het zou het kader van dit artikel te boven gaan om deze hier verder te bespreken.

De (planning van de) financiering houdt dus meestal niet op bij het moment waarop de acquisitie wordt afgerond. Soms dienen in het natraject nog een aantal corporate finance acties voorzien te worden. In ieder geval dient het financiële beheer in de gefuseerde onderneming vooraf geregeld te worden. Dat betekent een nieuw ontwerp van de organisatie van de financiële functie: welke taken moeten waar en met welke bevoegdheden worden gedaan, door wie zullen de verschillende functies worden bemand, hoe gaan plannings- en besluitvormingsprocedures lopen, op welke wijze wordt de financiële performance van organisatieonderdelen en haar managers gemeten en besproken? Dat betekent verder een allocatie van middelen voor de eerste post-fusie periode, waarin binnen de nieuwe organisatie de besluitvormingsprocessen nog hun beslag moeten krijgen.

5 Samenvatting

Iedere acquisitie is een uniek proces waarvan ook de financiering op maat gesneden moet worden. Om toch een aantal algemene lijnen voor het financieel management van een acquisitie aan te kunnen geven is uitgegaan van de positie van een overnemende onderneming in een acquisitie waarvan in onderling overleg tussen partijen overeenstemming over het bod en de voorwaarden wordt nagestreefd (friendly take over, negotiated acquisition).

In zo'n proces is een aantal fasen te onderscheiden waarin de beschikbare informatie over de overnamekandidaat steeds omvangrijker wordt, zodat de financieel-economische activiteiten steeds fijner kunnen worden afgestemd. Meestal zal echter reeds in een vroegtijdig stadium een prijsindicatie dienen te worden afgegeven, waarbij financieel-economische calculaties wel belangrijk maar niet doorslaggevend kunnen zijn vanwege de globaliteit van de financiële informatie en vanwege de andere aspecten welke een rol van betekenis spelen in het beoordelen van de aantrekkelijkheid van de kandidaat-onderneming.

Naast het waarderingsvraagstuk vormt het financieringsvraagstuk een belangrijke taak voor het financieel-economische management. Het fundament daarvan wordt gevormd door de financiële strategie, gericht op een optimale inrichting van de vermogensstructuur en het financiële netwerk van de onderneming ter ondersteuning van het acquisitieproces. Binnen deze financiële mogelijkheden wordt per acquisitie een financieringsplan opgesteld. De daarbij te hanteren financiële instrumenten zijn in een viertal basisgroepen geïntroduceerd met hun, vanuit het acquisitieproces bekeken, belangrijkste kenmerken.

Na het realiseren van de financiering van de overname houdt de taak van het financiële management niet op. Allereerst zijn er de financiële transacties welke op korte of lange termijn gepland moeten worden om de uiteindelijk gewenste ver-

mogensstructuur te realiseren. Verder dient een plan de campagne opgesteld en geïmplementeerd te worden voor de organisatie van de financiële functie en het financiële beheer na de fusie.

Literatuur

- Berger, P. E., en P. Sears, Mergers and acquisitions, in: Chimerine, L. e.a. (eds) *Handbook for raising capital*, Dow-Jones Irwin, 1987.
- Bouma, J. L., *Leerboek der Bedrijfseconomie, deel II*, 2e druk, Delwel Uitgeverij B.V., 1980.
- Broertjes, J., en H. Dekker (red), *Bedrijfseconomische problemen bij een samenvoeging van ondernemingen*, NIVE/FINEM, 1978.
- Bruggen, P. van, e.a., *De praktijk van de buy-out, handleiding voor het verzelfstandigen van ondernemingen en bedrijfsactiviteiten*, Samson, 1987.
- Clarke, C. J., Using finance for competitive advantage, *Long Range Planning*, jrg. 21, nr. 2, 1988.
- Cooke, T., *Mergers and acquisitions*, Blackwell, 1986.
- Earl, P., en F. G. Fisher III, *International mergers and acquisitions*, Euromoney, 1986.
- Izeboud, C., en P. van Loon, Het financiële besturingssysteem, *Financieel Handboek voor het bedrijf*, Van der Wolk, voorjaar 1991.
- Flens, M., A. Klaasen, P. van Loon (red), *De functie van de treasurer*, FINEM-rapport voor een ronde-tafelconferentie, voorjaar 1991.
- Krekel, N., C. van der Bijl, E. van der Schoot, *Fusiemanagement, integratie van bedrijven bij overname en fusie*, Samson, 1977.
- Lohr, H., *Heuristiken als Entscheidungshilfe beim Unternehmenserwerb unter besonderer Berücksichtigung eines Intuitiver Zahlengerüsts*, Hohenheim, 1981.
- Moerland, P., De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg. 63 nr. 5, 1989.
- Rappaport, A., *Creating shareholder value, the new standard for business performance*, Mac Millan, 1986.
- Reis, J. P., en C. R. Cory, The fine art of valuation, in: Rock, I. en L. Milton (eds), *The mergers and acquisitions handbook*, McGraw Hill, 1987.
- Ritch, H. L., Pursuing acquisition candidates, in: Rock, I. en L. Milton (eds), *The mergers and acquisitions handbook*, McGraw Hill, 1987.
- Slusser, W. P., R. Riggs, Payment modes and acquisition currencies, in: Rock, I. en L. Milton (eds), *The mergers and acquisitions handbook*, McGraw Hill, 1987.