

Ondernemen



vkw

OPINIEBLAD VOOR BESLISSERS

7 / 2007 63e Jaargang • november • Maandblad VKW



Newtec in een nieuwe baan gelanceerd

Serge Van Herck
(ceo Newtec)



Marc Coucke
(OMEGA PHARMA)
Ondernemerschap
voor de huiskamer



Philippe Vlerick
(UCO NV)
Een gezonde
schuldgraad

Een gezonde schuldgraad

FOTO WOUTER VAN VAERENBERGH

"Een gezonde schuldgraad dwingt het management van het bedrijf tot discipline."

Philippe Vlerick (voorzitter UCO nv)



Vlaamse bedrijven hebben de reputatie dat ze heel voorzichtig zijn. Grote gewaagde overnames zoals die waarin Fortis betrokken was, zijn hier eerder uitzonderingen. Onze bedrijven financieren zich bovendien heel conservatief.

Voorzichtigheid is een ding, maar groeien zonder risico gaat ook niet. Het jaarlijks onderzoek van Deloitte Fiduciaire wees in 2007 uit dat onze kmo's zich heel conservatief financieren. Volgens haar Kmo Kompas met een onderzoek naar een representatief staal van 2200 ondernemingen, zou de gemiddelde Belgische kmo de financiële hefboom veel sterker kunnen gebruiken dan hij nu al doet en bijgevolg ook hogere rendementen kunnen realiseren.

Kristo Van Holsbeeck (MNA nv Mergers and Acquisitions, een kantoor gespecialiseerd in de begeleiding van overdracht, overname en groeikapitaal voor bedrijven), zet de voordelen op een rij. "Als een potentiële overnemer van een bedrijf het bedrag kan beperken dat hij zelf hoeft te financieren, verhoogt hij het rendement op zijn geïnvesteerd vermogen. Bovendien daalt zijn risico, doordat hij slechts een kleiner bedrag moet investeren," zo meent Van Holsbeeck. De adviseur bij overnames wijst er ook op dat nogal wat bekwame managers zonder centen dankzij *leveraged deals* een bedrijf kunnen verwerven. "Op die manier worden overnames door het management (MBO) of door een externe persoon met ervaring in het bedrijfsleven (MBI) mogelijk."

Een overnemer kan via een hefboomlening vermijden dat hij een derde aandeelhouder moet betrekken bij

de overname zodat hij vrijer zijn strategie kan bepalen. Ook argumenteert men dikwijls dat af te betalen schulden een stimulans vormen voor de bedrijfsleider-aandeelhouder om goed te blijven presteren.

Netto bedrijfskapitaal

Er zijn uiteraard nadelen verbonden aan leverage en in de huidige context van de kredietcrisis is men er wellicht dubbel gevoelig voor. Het is in elk geval een kwestie van evenwicht, want leverage verhoogt het risico op financiële moeilijkheden of faling wanneer de kasstroom van het bedrijf daalt. Daarom is leverage eerder aangewezen bij bedrijven met een minder cyclische kasstroom.

Een hefboom kan de groei van het bedrijf ook belemmeren doordat vervangings- en of uitbreidingsinvesteringen niet meer gefinancierd kunnen worden. Als overdreven veel schuld wordt opgenomen, gaat alle cashflow immers naar de afbetaling van intresten en schuldaflossing. Dit speelt op zijn beurt de concurrentie in de kaart waardoor het bedrijf het nog moeilijker krijgt. Het is een kritiek die men wel eens opvangt in de pers aan het adres van private equity fondsen. Teveel druk door schulden neemt de motivatie van werknemers en bedrijfsleiding weg. Bovendien werkt de opname van een lening afhankelijkheid van de verschaffer ervan (meestal de bank) in de hand. Daardoor krijgt de ondernemer minder bewegingsvrijheid.

Maar waar ligt het evenwicht? Philippe Vlerick pleit voor een 'gezonde schuldgraad' die zowel avonturen als gemakzucht uitsluit. Men moet op bepaalde even-

Bij de les

Schuld houdt het management scherp en bij de les, zo stelt Philippe Vlerick. Hij is een man die uit ervaring spreekt want deze ondernemer en bestuurder in talrijke bedrijven was persoonlijk betrokken bij diverse Leveraged Buy-Outs (bij UCO, BMT en BESIX). "Het Textielbedrijf UCO was bijvoorbeeld een beursgenoteerd bedrijf waarin ik een minderheidsparticipatie aanhield. Een beursnotering had geen zin meer. De koers van UCO reflecteerde niet meer de echte waarde van het bedrijf. Bijgevolg was de beurs niet meer het geëigende instrument om vers kapitaal aan te trekken en om liquiditeit van het aandeel aan de juiste prijs te waarborgen. Alleen maar de kost bleef over. Delisting drong zich op. Dit was enkel uitvoerbaar voor mij door deels een beroep te doen op vreemde middelen. Via de overname van de deelneming van Cobepa verwierven we een meerderheidsbelang in UCO en waren we verplicht om een openbaar bod uit te brengen. Toen onze deelneming boven de 95% van de aandelen van UCO uitkwam, zijn dan via een 'squeeze-out' de resterende aandelen uit de markt gehaald." (JC)

wichten letten, ook als men op het overnamepad gaat. Philippe Vlerick: "Door het overgenomen bedrijf te zeer met schulden te belasten kan de werking en het groeipotentieel ervan te zeer bezwaard worden. Het bedrijf mag met andere woorden geen schim worden van zichzelf." De ondernemer en voorzitter van UCO nv, maar ook bestuurder in vele andere ondernemingen, vindt anderzijds dat "een bedrijf ook niet mag baden in gemakzucht door een teveel aan kapitaal

ven naar maximaal rendement van de buy-outfondsen naar Angelsaksisch model. Die verleiden daarbij ook vaak het zittende management om als aandeelhouder het spel mee te spelen. Op lange termijn echter kan een dergelijk 'overleveraged' bedrijf niet tot volle ontplooiing komen, wat noch het management, noch de medewerkers, noch cliënten en leveranciers, dus ook de aandeelhouders niet ten goede komt. Dit is dan echter geen zorg meer voor het agressieve buy-out fonds

■ EEN CYCLISCH BEDRIJF IN EEN HOOGCONJUNCTUUR OVERNEMEN MET EEN HOGE HEFBOOM IS DUS EEN RECEPT DAT NA HET ETEN KWALIIK KAN OPRISPEN ■

Kristo Van Holsbeeck (MNA)



waardoor aspecten zoals een degelijk voorraadbeheer en een goede opvolging van de debiteuren, kortom een goed beheer van het netto bedrijfskapitaal, in het gedrang zouden komen. Een gezonde schuldgraad dwingt het management van het bedrijf tot discipline, tot nadenken en handelen, omdat de speelruimte minder groot wordt en beleidsfouten het resultaat sneller in het rood duwen."

Overleverage

Sedert de hypotheekcrisis en de daarbij ontstane onrust op de financiële markten, is de waardering bij overname van bedrijven volgens Vlerick weer op een realistisch niveau aan het komen. De soms te hoge prijzen die voor bedrijven werden betaald waren vaak het resultaat van de mogelijkheid om overdreven leverage op de target te kunnen leggen. Vlerick: "Bepaalde buy-out fondsen dachten enkel aan de grote procentuele meerwaarden die ze op korte termijn beoogden op het door hen ingezette beperkte kapitaal indien ze het bedrijf weer konden doorverkopen. Wij als industriële investeerders zetten ons af tegen het kortzichtige stre-

dat ondertussen de zure appel aan een andere partij heeft doorgegeven."

Voor Vlerick moet de schuldgraad van het bedrijf ten opzichte van de EBITDA laag zijn om in aanmerking te komen voor 'leverage'. Een gezonde verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen dient gerespecteerd te worden. Vlerick: "Tenslotte moet het ook technisch-juridisch mogelijk zijn om de schuld op dat niveau te leggen waar de intresten afgezet kunnen worden tegenover de belastbare inkomsten van de overgenomen activiteit. Een bedrijf dat een overname wil doen, kan die groeikans veel eerder realiseren als het een beroep doet op een hefboom of 'leverage' via een lening om minder eigen middelen te moeten investeren."

Wat is gezond?

Maar wat is een gezonde schuldgraad voor uw bedrijf? Elke ondernemer kan relatief eenvoudig berekenen wat de draagkracht is aan de hand van een formule. Kristo Van Holsbeeck (MNA) wijst erop dat hij daarbij wel rekening moet houden met een verschil in fiscale

behandeling van enerzijds het geleende kapitaal en anderzijds de intrest. "Intresten zijn in principe fiscaal aftrekbaar, terugbetaling van kapitaal niet. Daarom dient een fiscale correctie te gebeuren zodat rekening wordt gehouden met het feit dat de winst pas na belasting kan gebruikt worden om het kapitaal terug te betalen."

Bij overnametransacties wordt dikwijls het kapitaal in vaste schijven terugbetaald zodat enkel intrest op het nog openstaande deel van de lening verschuldigd is. Van Holsbeeck: "Voor de eenvoud houden we ook geen rekening met dividendbelasting. Volgende formule geeft dan weer hoe de jaarlijkse beschikbare cashflow (CF) wordt besteed:

$$L \times i + \frac{L}{(1-t) \times n} = \text{beschikbare cashflow vóór belasting (CF)}$$

L = te lenen bedrag

i = intrestvoet lening

t = belastingsvoet

n = de looptijd van de lening in jaren.

Uit de bovenstaande formule kan het te lenen bedrag (L) worden afgeleid:

$$L = \frac{CF}{i + \frac{1}{(1-t) \times n}}$$

Een voorbeeld:

Stel $i = 5\%$, $t = 34\%$, $n = 7$ jaar en $CF = \text{€ } 100$

$$L = \frac{\text{€ } 100}{0,05 + \frac{1}{(1-0,34) \times 7}} = \text{€ } 375,30$$

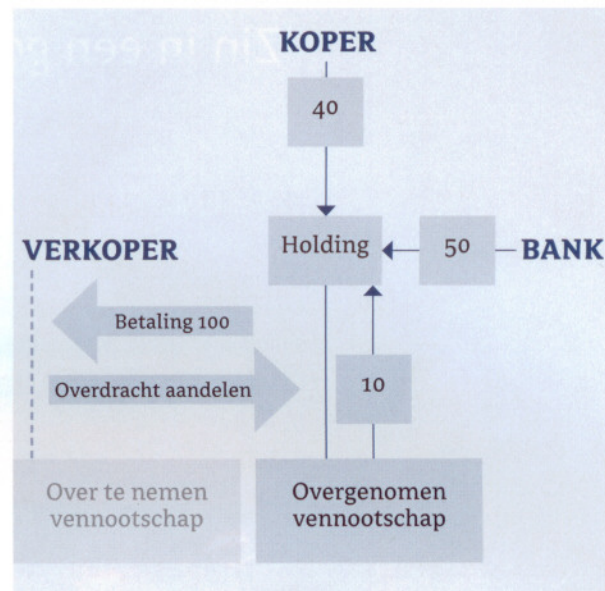
We nemen de proef op de som: als intrest betalen we jaarlijks $\text{€ } 375,30 \times 0,05 = \text{€ } 18,77$.

Als kapitaal dienen we per jaar $375,30 / 7$ jaar = $\text{€ } 53,61$ te betalen. Om dit om te rekenen naar een cashflow vóór belasting, dienen we dit bedrag te delen door $(1-t) = (1-0,34) = ,66$, dus $53,61 / 0,66 = \text{€ } 81,23$. De som van de twee bedragen, zijnde $\text{€ } 18,77 + \text{€ } 81,23$ geeft inderdaad exact de $\text{€ } 100$ beschikbare cashflow.

Wie betaalt terug?

In principe kan een overnamelening niet worden terugbetaald met de middelen die de vennootschap zelf voorschiet, leningen die ze toestaat of zekerheden die ze stelt (artikel 629 Wetboek van Vennootschappen). De wetgever wil daarmee vermijden dat een vennootschap in de problemen zou komen, doordat ze teveel met schulden wordt beladen.

Kristo Van Holsbeeck (MNA): "De koper kan dan zelf een lening aangaan, maar in de praktijk gebeurt dikwijls het volgende: boven de over te nemen vennootschap wordt een tweede vennootschap ('holding' in ons schema) geplaatst die de aandelen van de over te nemen vennootschap verwerft (zie schema).



Vaak bevinden er zich in de balans van de vennootschap activa die voor de uitoefening van de activiteit niet strikt noodzakelijk zijn, bijvoorbeeld extra liquiditeit door reservering van winst, niet gebruikte panden, niet strategische activiteiten, enzovoort. Voor zover deze activa liquide gemaakt worden, kunnen ze eveneens dienen om de overname te financieren zodat het te lenen bedrag beperkt wordt.

In het voorbeeld hierboven wordt 40% van de koopprijs als kapitaal door de koper in de holding gebracht, wordt 50% van de koopprijs geleend en wordt tenslotte 10% extra liquiditeit uit de overgenomen vennootschap naar de holding opgepompt.

Hoe betaalt de Holding dan de banklening terug? De intresten worden terugbetaald met ontvangsten uit dienstverlening door de holding aan de overgenomen vennootschap. De overgenomen vennootschap kan deze dienstverlening dan fiscaal aftrekken terwijl de holding de ontvangen gelden netjes kan afzetten tegen de te betalen intresten. Zo blijven de intresten fiscaal aftrekbaar. Voorwaarde is wel dat het om reële dienstverlening gaat en dit moet voldoende gedocumenteerd worden. Het kapitaal wordt terugbetaald met de dividenden die de holding ontvangt van de overgenomen vennootschap. Door het systeem van definitief belast inkomen kan dit zo georganiseerd worden dat op de

dividenden geen roerende voorheffing en een minimale belasting dient te worden betaald.

Een aspect dat al te vaak uit het oog verloren wordt, is de onzekerheid van inkomsten/uitgaven van het over te nemen bedrijf. Inkomsten en uitgaven in een bedrijf zijn namelijk cyclisch. De schommelingen zijn afhan-

EBIDTA lijkt op eerste gezicht een goede basis om het te lenen bedrag te berekenen, maar houdt enkele gevaren in. Als alle cash die voortvloeit uit afschrijvingen gebruikt wordt om intrest en kapitaal van een overnamelening terug te betalen, dan kan het bedrijf de nodige vervangingsinvesteringen niet meer uitvoeren, laat staan uitbreidingsinvesteringen doorvoeren.

■ EBIDTA LIJKT OP EERSTE GEZICHT EEN GOEDE BASIS OM HET TE LENEN BEDRAG TE BEREKENEN, MAAR HOUDT ENKELE GEVAREN IN ■

Kristo Van Holsbeek (MNA)



kelijk van zowel de algemene marktconjunctuur als van de sector en van specifieke bedrijfsfactoren. Van Holsbeek: "Het cyclische karakter van deze inkomsten en uitgaven reflecteert zich natuurlijk in de winst van het bedrijf die vervolgens de waarde van het bedrijf beïnvloedt. Voor beursgenoteerde bedrijven vormt de β (bèta) van het aandeel dan ook een goede indicator voor het cyclische karakter van het bedrijf. Een cyclisch bedrijf in een hoogconjunctuur overnemen met een hoge hefboom is dus een recept dat na het eten kwalijk kan oprispen."

Vrije cashflow versus EBITDA

Een ander aspect van belang bij gehefboomde overname is het onderscheid tussen vrije cashflow en EBITDA. Dikwijls wordt als maatstaf voor de berekening van de leverage de EBITDA gebruikt.

EARNINGS AFTER TAX	NETTO WINST NA BELASTING
+ Interest	+ Intrest
+ Taxes	+ Belastingen
+ Depreciation	+ Afschrijvingen
+ Amortization	+ Waardeverminderingen
= EBITDA	

Aangezien de intrest wordt bijgevoegd, moeten de bestaande leningen onderdeel uitmaken van de hefboom. De belastingen worden bijgeteld omdat zij mee de hefboom helpen financieren. De afschrijvingen en waardeverminderingen worden bijgevoegd omdat ze een niet-kaskost vertegenwoordigen en theoretisch dus eveneens gebruikt kunnen worden om intresten en kapitaalaflossing op de overnamelening te betalen.

Daarenboven wordt een deel van de EBITDA gebruikt om de stijgende behoefte aan nettobedrijfskapitaal (working capital) te financieren. Deze behoefte ontstaat doordat ondermeer stijgende voorraden en cliëntenkrediet gefinancierd moeten worden. Daarenboven kan de EBITDA kosten of opbrengsten bevatten die uitzonderlijk, onvolledig, niet correct of in de verkeerde periode geboekt (cut-off) zijn en dus moeten gecorrigeerd of genormaliseerd worden. EBITDA (en EBIT) vormt dus niet de goede basis om leverage te berekenen.

Een betere aanpak vormt de genormaliseerde vrije kasstroom vóór belasting (free cashflow before tax). Deze wordt grofweg als volgt berekend:

Winst vóór belastingen

- +/- normalisaties i.v.m. uitzonderlijkheid, volledigheid, correctheid & cut-off
- + niet-kaskosten (v.b. afschrijvingen)
- investeringen
- + desinvesteringen
- toename behoefte aan nettobedrijfskapitaal
- + nieuwe leningen (behalve voor overname)
- afbetaling leningen (behalve voor overname)
- = genormaliseerde vrije kasstroom vr. belasting

Van Holsbeek: "Bij de berekening van het te hefbomen bedrag moet men incalculeren dat een deel van de genormaliseerde vrije kasstroom onderhevig is aan het belastingeffect en een ander deel niet."

JO COBBAUT