

Inhoud

- ARTIKEL
Een leveraged deal: opportuniteit of risico?
- TESTIMONIAL
Erens nv

Een leveraged deal: opportuniteit of risico (deel I)

Bij overname van een bedrijf wordt vaak beroep gedaan op een hefboom of "leverage" via een lening met als doel ondermeer de te investeren eigen middelen te beperken. In dit eerste deel wordt kort toegelicht wat leverage precies inhoudt, hoe het te lenen bedrag wordt berekend en welke overnameconstructie daarbij wordt gebruikt.

→| WAT IS EEN LEVERAGED DEAL?

Bij een overname, zij het door het management van een bedrijf of door een externe koper, heeft de overnemende partij op financieel vlak twee mogelijkheden.

Ofwel investeert hij het volledige overnamebedrag zelf, ofwel gaat hij een deel van het bedrag onder één of andere vorm lenen.

In het tweede geval spreekt men over een leveraged deal of hefboomtransactie.

Voor de eenvoud gaan we verder in dit artikel uit van een "share deal" of aandelentransactie.

→| HOE WORDT HET TE LENEN BEDRAG BEREKEND?

Voorlopig maken we ons geen zorgen of middelen van de vennootschap nu al dan niet mogen gebruikt worden bij de overname van haar aandelen.

Enerzijds dient bij een lening het geleende kapitaal in zijn geheel of in schijven te worden teruggestort. Anderzijds dient intrest te worden betaald.

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. Voor de eenvoud houden we ook geen rekening met dividendbelasting.

Volgende formule geeft dan weer hoe de jaarlijkse beschikbare cashflow wordt besteed:

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

waarbij L = te lenen bedrag
 i = intrestvoet lening
 t = belastingsvoet
 n = looptijd 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 $i = 5\%$
 $t = 34\%$
 $n = 7 \text{ jaar}$
 $CF = 100 \text{ €}$

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

We nemen de proef op de som:

Als intrest betalen we jaarlijks $375,30 \text{ €} \times 0,05 = 18,77 \text{ €}$.

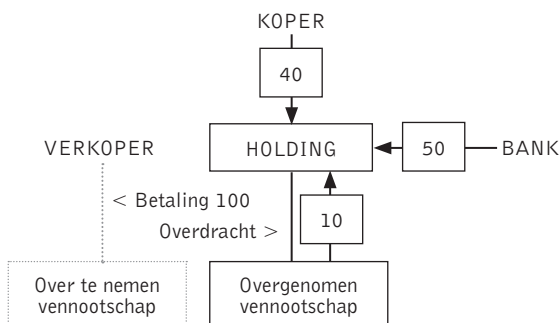
Als kapitaal dienen we per jaar $375,30 / 7 \text{ jaar} = 53,61 \text{ €}$ te betalen. Om dit om te rekenen naar een cashflow vóór belasting, dienen we dit bedrag te delen door $(1-t) = (1-0,34) = 0,66$, dus $53,61 / 0,66 = 81,23 \text{ €}$.

De som van de twee bedragen, zijnde $18,77 \text{ €} + 81,23 \text{ €}$ geeft inderdaad exact de 100 € beschikbare cashflow.

→ WIE BETAALT DE LENING 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.

In de praktijk kan dit echter opgelost worden doordat de koper zelf een lening aangaat. Meer voorkomend alternatief is boven de vennootschap (Holding) een tweede vennootschap te plaatsen die de aandelen van de over te nemen vennootschap verwerft, zoals in onderstaand schema weergegeven.

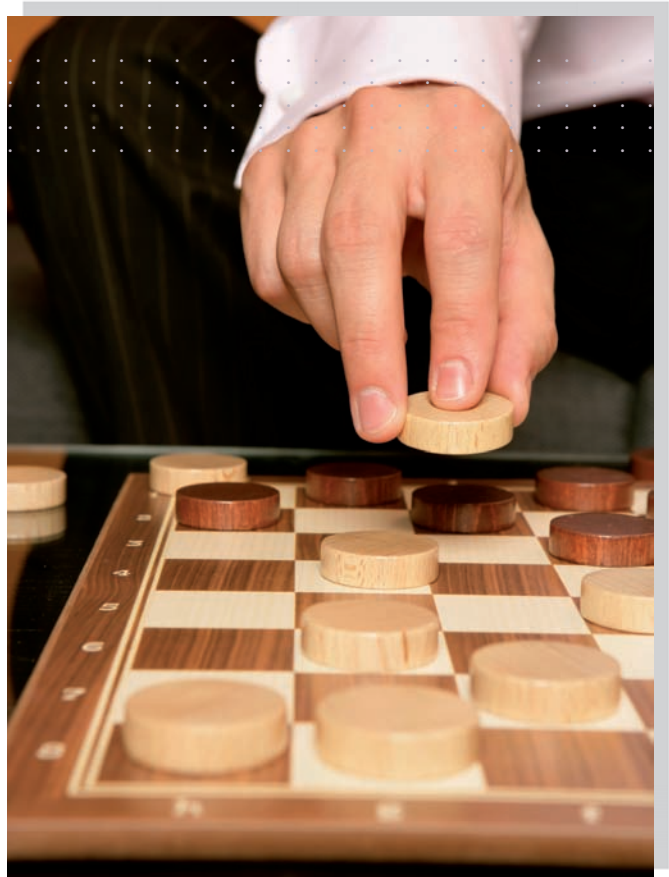


Vaak bevinden er zich in de balans van de vennootschap activa die voor de uitoefening van de activiteit niet strikt noodzakelijk zijn. Men denke daar bijvoorbeeld aan extra liquiditeit door reservering van winst, niet gebruikte panden, niet strategische activiteiten, enzovoort. Voor zover deze activa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

Dit artikel over 'leveraged deals' verschijnt in drie delen, waarvan dit het eerste deel is.

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. ■



Testimonial



ERENS nv

“Door onze eensgezindheid konden wij zeer goed samenwerken en dit uitte zich in de cijfers”.



→ | BEDRIJF

Erens nv is actief als groothandel in bakkerijgrondstoffen. Klant is zowel de ambachtelijke als de industriële bakkerij. Het bedrijf is gevestigd in Limburg en bedient tevens een stuk van Wallonië.

De familie Erens kan terugblikken op een mooie evolutie. Johan Erens: “In 1962 is mijn vader, Jozef Erens, in de spreekwoordelijke ‘garage’ begonnen. Samen met mijn moeder startten zij een handel in gist.

In 1977 ben ik er dan bijgekomen. Mijn vader verkocht en ik mocht leveren. De eerste stap naar uitbreiding was gezet.”

In 1979 werd verhuisd naar de huidige locatie op het bedrijventerrein te Hoeselt.

Broer Stefan Erens kwam er als chauffeur en verkoper in 1981 bij.

Stefan Erens “Reeds in de tachtiger jaren hebben we onze groei versneld door enkele kleine overnames: de firma Paul en de firma Penders, beiden uit Tongeren. We waren ambitieus!”

In 1986 werd Patrick Erens actief in het bedrijf, gevolgd door Liesbeth in 1992, het moment waarop Jozef Erens het bedrijf definitief in handen van zijn kinderen overliet.

Liesbeth: “Als jongste van de vier kinderen ben ik altijd intern actief geweest. Wij hadden alle beheerstaken onder ons verdeeld: Johan stond in voor aankoop, Stefan voor het rollend materieel, Patrick voor het financiële en de routing en ikzelf voor televerkoop en informatica. Door onze éénsgezindheid konden wij zeer goed samenwerken en dit uitte zich in de cijfers. Het was hard werken maar we wilden vooruit.”

In 1998 volgde de uitbreiding van het afzetgebied naar Wallonië door overname van de firma Morhaye.

Vóór overdracht was het bedrijf gegroeid tot een omzet van ruim 11 miljoen € met 24 personeelsleden.

→ | AANLEIDING

De familie begon aan overdracht te denken om tweeërlei redenen: “In eerste instantie kampten enkelen onder ons met gezondheidsproblemen” verduidelijkt Johan Erens, “dit bracht onzekerheid over hoe het bedrijf in de toekomst verder zou kunnen geleid worden. Daarenboven groeide ons bedrijf gestaag en dit vroeg een andere organisatie. Toetreding tot een aankoopvereniging werd eerst gezien als een oplossing. Toen de verwachtingen hieromtrent niet werden ingelost, groeide meer en meer de idee van overdracht of fusie. Vandaar dat wij toen contact hebben opgenomen met MNA”.

→ | VOORBEREIDING

MNA werd gevraagd om het hele traject te begeleiden en te coördineren, vanaf het zoeken van een overnemer tot en met het sluiten van de overeenkomst.

De waarde van de onderneming werd ingeschat en een Information Memorandum (Bedrijfsdossier) werd opgesteld.

→ | TRANSACTIE

De sector van groothandels in bakkerijgrondstoffen in België werd gekenmerkt door een tiental middelgrote spelers en veel kleinere bedrijven. Erens bekleedde de derde positie.

Het aantal mogelijke kandidaat-overnemers was beperkt en door een wat tegenvallende conjunctuur leek geen enkele bereid



of in de mogelijkheid een overname te realiseren: er werd een afwachtende houding aangenomen.

Vervolgens werd naar het buitenland gekeken, meer specifiek naar het nabijgelegen Nederland en Duitsland, waar grotere groepen actief zijn. Hoewel er duidelijke interesse bleek, vormde de andere commerciële aanpak van de bakkers in Vlaanderen een obstakel om het Vlaamse bedrijf te integreren in een buitenlandse groep.

Johan Erens: "Er werd verder gepolst en dit leverde na verloop van tijd twee kandidaten met sterke interesse op: een degelijke Management Buy-In kandidaat en de reeds voorheen gecontacteerde firma Ranson uit Harelbeke, het grootste Belgische bedrijf uit de sector. Wij hebben voor Ranson gekozen omwille van de professionaliteit van de organisatie en omdat we reeds geruime tijd met het bedrijf samenwerkten. Naast deze speler die ruim 80 miljoen € omzet behaalde met meer dan 100 werknemers, kan men niet kijken".

Tussen het eerste hernieuwde contact met Ranson en het sluiten van de deal lagen amper drie maanden waar in een sneltempo een audit werd uitgevoerd en overeenkomsten werden opgesteld. Uiteindelijk werd de overeenkomst op het ziekbed van Patrick Erens getekend en werd de overdracht op 1 januari 2005 effectief.

→ | TOEKOMST

Ondertussen is heel wat gebeurd. Er werd door de familie Ranson meteen werk gemaakt van opvolging en integratie via een nieuw aangestelde manager.

Johan Erens: "Jammer genoeg is mijn broer Patrick ondertussen overleden. Hoewel we dat niet zo snel hadden verwacht, toont dit toch aan dat de overdracht op het juiste moment werd getimed."

Bruno Ranson: "Enkele familieleden hebben noodgedwongen om gezondheidsredenen het werk moeten minderen of stoppen. We hebben echter blijvend op de inzet van de familie Erens kunnen rekenen voor de overdracht en voor de integratie van het bedrijf, die nu ver voltooid is. We kunnen met enige fierheid vaststellen dat na de overname, de bedrijfsomzet duidelijk is blijven groeien en dat Erens nv ons bedrijf duidelijk regionaal heeft versterkt." ■

Onze correspondent Jonker Advies -corporate finance - voerde samen met NCD een onderzoek naar de fusie- en overnamestrategie van 391 middelgrote ondernemingen in Nederland.

Enkele belangrijke conclusies:

- Overnemen is voor middelgrote ondernemingen een belangrijk middel om te groeien.
- 80% van de middelgrote bedrijven is bekend met overnames, 50% heeft er reeds meer dan 2 achter de rug.
- Voornaamste redenen zijn vergroting van het marktaandeel (87,1%) en verbetering van het innovatievermogen (68,8%).
- Het vinden van de geschikte kandidaat vormt de grootste hindernis: ondermeer moeten de bedrijfsculturen bij elkaar passen.
- De algemene conjunctuur heeft weinig invloed: middelgrote bedrijven nemen over wanneer de gelegenheid zich voordoet.
- Bij de bepaling van de biedprijs, spelen vrije kasstromen en mogelijke toekomstige winsten de voornaamste rol.
- De overname is pas afgerond na integratie: het draaiboek daartoe ligt al klaar vóór de overname is afgerond.
- 75% van de bedrijven die overnames hebben verricht is achteraf tevreden met het resultaat.

(Bron: NCD en Jonker Advies - corporate finance (2007) STUREN OP RATIO, onderzoek naar de fusie- en overnamestrategie van Nederlandse middelgrote ondernemingen. Hoofddorp/Eindhoven: eigen uitgave.)



MNA NV

PETER BENOITSTRAAT 11 / 5 - 8800 ROESELARE

T. +32 [0]51 20 70 16 - F. +32 [0]51 25 20 87

MNA@MNA.BE - WWW.MNA.BE