

WAAROM UW ONDERNEMING VERKOPEN AAN EEN DURFKAPITALIST ONDER MEER EEN GOEDE OPTIE KAN ZIJN

Hoewel de pers er tegenwoordig meer en meer aandacht aan schenkt staat durfkapitaal hier in Vlaanderen, in vergelijking met de Angelsaksische landen, nog maar in zijn kinderschoenen.

De meeste mensen associëren durfkapitaal met een aantal zeer grote transacties zoals de overname van Balta (Doughty Hanson), Ontex (Candover), Aliplast (Electra), Massive (CVC), e.d.m. door reusachtige Angelsaksische durfkapitaalfondsen.

Ook hier in Vlaanderen zijn er evenwel steeds meer durfkapitaalfondsen actief die zich richten op het segment van de middelgrote tot grote (familiale) ondernemingen.

De drempel om in het vizier te komen van een durfkapitaalfonds voor het nemen van een minderheids- of meerderheidsparticipatie, is de laatste jaren sterk verlaagd en zal nog verder verlagen. Algemeen mag worden verwacht dat de komende jaren meer en meer middelgrote tot grote familiale ondernemingen aan dergelijke fondsen zullen worden verkocht.

Durfkapitaalfondsen

Dit zijn fondsen, beheerd en geleid door investeringsmanagers, waarin door meerdere vermogende partijen gelden bijeengebracht worden met de bedoeling deze gelden te investeren in beloftevolle ondernemingen.

We onderscheiden "Closed-end" en "Open-end" fondsen. Closed-end fondsen worden opgericht voor een vooraf bepaalde looptijd (in de praktijk zeven tot tien jaar) wat impliceert dat ze na die periode moeten worden vereffend en dat de aandeelhouders hun inleg, hopelijk aangevuld met een riante meerwaarde, moeten terugkrijgen. Dit geeft extra (tijds)druk. Niet enkel moeten snel interessante participaties worden gevonden, maar daarnaast moeten deze ook binnen een welbepaalde termijn worden verkocht, met het risico dat de marktomstandigheden op dat ogenblik minder gunstig zijn.

Open-end fondsen daarentegen hebben geen vooraf bepaalde looptijd en hebben bijgevolg eerder een lange termijn visie.

Vermits dit puur risicokapitaal is eisen de aandeelhouders van deze fondsen een belangrijke return op hun investering, de Internal Rate of Return (IRR), die doorgaans 15 à 25% op jaarbasis moet bedragen. Een dergelijk rendement kan worden bekomen door via de techniek van Leveraged Buy Out (LBO) een belangrijk deel (60 à 70%) van de overnameprijs te gaan financieren en ernaar te streven de waarde van de onderneming te verhogen. We illustreren dit verder in dit artikel met een voorbeeld.

Mimimale eisen van durfkapitaalfondsen

Uw onderneming moet onder meer aan de volgende vereisten voldoen om in het vizier te komen van een durfkapitalist :

- Bewezen track record met minstens een stabiele cash flow die, bij voorkeur, in de toekomst nog kan worden verhoogd
- Voldoende kritische massa
- Voldoende vrije cashflow en beperkte bankschuld zodat voldoende ruimte is voor overnamefinanciering
- Geen onemanshow, doch een sterk en stabiel management dat eventueel bereid is om deels mee te participeren na de overname
- Transparante structuur en cijfers
- Goed uitgewerkt, voorzichtig businessplan dat voldoende rekening houdt met bijkomende expansie- of vervangingsinvesteringen en eventuele tegenslagen

Bepaalde fondsen beperken zich tot het nemen van minderheidsparticipaties, andere gaan voor de meerderheid en dus de volledige controle. In het vervolg van dit artikel beperken we ons tot het scenario waarbij een familiale middelgrote tot grote onderneming integraal wordt verkocht aan een durfkapitaalfonds, doch waarbij de vroegere eigenaar opnieuw toetreedt tot het kapitaal.

Verkoop aan een durfkapitaalfonds en opnieuw beperkte instap in het kapitaal

Scenario: Een eigenaar van een bloeiende onderneming heeft zijn onderneming gedurende jaren met succes opgebouwd en heeft altijd alle winsten geherinvesteerd in de onderneming. Op een bepaald ogenblik kan hij, om diverse redenen, de behoefte hebben om deze inspanningen (deels) te verzilveren en zijn vermogen evenwichtiger te spreiden. Anderzijds is hij bereid om opnieuw als minderheidsaandeelhouder (in de praktijk max. 25%) in het kapitaal te stappen en wil hij de onderneming ook blijven leiden na de overname. Indien de onderneming na 5 tot 7 jaar opnieuw wordt verkocht, kan hij als medeaandeelhouder nogmaals langs de kassa passeren en een mooie meerwaarde realiseren op zijn participatie. Naar de buitenwereld en het personeel toe verandert er niet veel. De facto komt dit eerder neer op een financiële operatie.

Dit is, voor zover de onderneming uiteraard aan de andere eisen die worden gesteld voldoet, voor een durfkapitaalfonds een interessante opportuniteit. Er stelt zich immers geen managementprobleem want de vorige eigenaar die zijn strepen al heeft verdiend, blijft de onderneming immers verder leiden en zal gemotiveerd blijven gezien hij nog als aandeelhouder betrokken is. Nog aantrekkelijker wordt het indien naast de voormalige eigenaar ook nog enkele kernmedewerkers bereid zijn om voor een beperkt deel in het kapitaal te stappen van de nieuwe structuur.

Ook zij zullen op die manier een stuk "gebonden" zijn en zullen als medeaandeelhouder extra gemotiveerd zijn om de onderneming verder te laten groeien, vermits ook zij immers later een mooie meerwaarde zullen kunnen realiseren op hun oorspronkelijke inleg.

Gezien de voormalige eigenaar slechts een minderheidsparticipatie neemt in de holding stelt de problematiek van de interne meerwaarden, waarbij hij aan 33% belast wordt, zich niet. Dit wordt in diverse rulings bevestigd.

Een intrede van een durfkapitaalfonds biedt ook vaak voor de onderneming zelf opportuniteiten. Niet alleen betekent dit voor (familiale) ondernemingen vaak een aanzet tot corporate governance met onder meer een sterke raad van bestuur, maar daarnaast kan dit extra (financiële) mogelijkheden geven voor verdere groei, eventueel door acquisities.

Voorbeeld

Onderstaand, voor de duidelijkheid sterk vereenvoudigd, voorbeeld illustreert hoe op een overname via een LBO door een durfkapitaalfonds in combinatie met de voormalige eigenaar, voor beide partijen een mooi rendement kan worden behaald. We gaan er van uit dat de onderneming stabiel blijft en dezelfde cashflow behoudt.

Uitgangspunt: De onderneming wordt voor 100% overgenomen door een nieuwe holding (Newco) waarin de overlater opnieuw voor 25% participeert.

De overnameprijs (100) wordt door Newco als volgt gefinancierd:

- 30 kapitaal van een durfkapitaalfonds (wordt 75% aandeelhouder van Newco)
- 10 kapitaal van de overlater (wordt 25% aandeelhouder van Newco)
- 60 bankfinanciering

totaal 100

De bankschuld op het niveau van Newco wordt op diverse manieren (management- en bestuurdersvergoeding, dividenden) terugbetaald over een periode van 6 jaar.

Na 6 jaar wordt de onderneming opnieuw verkocht voor 100.

Op dat ogenblik ontvangen de aandeelhouders volgende sommen (voor de eenvoud houden we geen rekening met de eventuele liquidatie van Newco) :

- durfkapitaalfonds :
75 tov een input van 30 (+150% = 25% per jaar)
- vroegere eigenaar:
25 tov een input van 10 (+150% = 25% per jaar)



Bruno Vervisch, Bruno Vervisch bvba (foto: PIXULAR)

Gevaren

Het drama van Ontex waar door Candover niet enkel een veel te hoge overnameprijs werd betaald, maar waar ook een veel te hoge en agressieve bankfinanciering werd gemonteerd, illustreert dat dergelijke overnames ook gevaren kunnen inhouden, met name wanneer de motor van de onderneming die uiteindelijk de cashflows moet genereren om de overnamefinanciering terug te betalen begint te sputteren.

Het uitbreken van de kredietcrisis in de zomer van 2007 heeft ertoe geleid dat de oververhitte markt (te hoge prijzen en de te agressieve financiering) van de mega overnames door veelal Angelsaksische durfkapitalisten voorlopig tot stilstand is gekomen.

In het segment van de middelgrote –en grote ondernemingen is het gelukkig zover niet gekomen. De multiples die werden gebruikt voor de waarderingen zijn altijd redelijk gebleven en er werd ook eerder voorzichtig gefinancierd met voldoende inbreng van eigen kapitaal.

Besluit

Voor zover het gaat om *professionele* ondernemingen zal de interesse vanuit de private equity hoek, ook voor middelgrote ondernemingen vanaf 3 tot 5 miljoen EUR transactieprijs, de komende jaren steeds groter worden.

Het kan ook voor u als ondernemer een interessante denkpiste zijn om op die manier een deel van uw vermogen te gelde te maken en toch het gezicht van uw onderneming en medeaandeelhouder te blijven. Let er wel op dat u, voor het geval u opnieuw in het kapitaal stapt, op voorhand met de nieuwe meerderheidsaandeelhouder uw mogelijke exitscenario's bespreekt en vastlegt. Weet immers dat u tijdens de verkering uw echtscheiding reeds moet regelen!

Bruno Vervisch
Zaakvoerder
Bruno Vervisch bvba
Overnamebegeleiding
en bedrijfsadvies
www.brunovervisch.be

