

CFO's in de schoolbanken

'Fusies bestaan niet'



“Van de M&A's brengt 70 procent niet het succes dat ooit bedoeld was”, aldus Floris Croon. De medeoprichter van Boer & Croon durft de spiegel wel aan. “Terugkijkend vind ik toch dat er vaak in een tunnelvisie gedacht wordt: Als we dit doen, worden we een wereldspeler. Dan moet je stevig in je schoenen staan om op de rem te durven trappen.” Cees van Rijn, voormalig CFO van Nutreco: “Juist bij deal fever is het de taak van de CFO om te zeggen: Tot hier en niet verder.”



“Klinkt het goed? Kloppen de berekeningen? En voelt het goed?”

Ruim twintig CFO's verzamelden zich op de Erasmus Universiteit Rotterdam voor de sessie 'The New CFO and M&A'. Het is een van de tien bijeenkomsten in het Executive Program 'The New CFO' van de Erasmus Executive Programs, waarbij 'niet de techniek, maar dilemma's en impact van beslissingen van CFO's centraal staan', zoals programmadirecteur professor Bert de Groot van de Erasmus School of Economics het verwoordde. Docenten Cees van Rijn, Maarten Wolleswinkel (Holland Corporate Finance), Paul Cronheim (De Brauw Blackstone Westbroek) en 'fire side guest' Floris Croon waren het in ieder geval over één ding roerend eens: fusies en overnames zijn ook voor CFO's vaak een emotionele rollercoaster waarbij 'het hoofd koel' het motto hoort te zijn. Floris Croon vatte het M&A-traject mooi samen in drie stappen: "Klinkt het goed? Kloppen de berekeningen? En voelt het goed? Voor dat laatste is het belangrijk om toch even rust en afstand in te bouwen."

Fusies bestaan niet

De zaal discussieerde volop mee. Bijvoorbeeld bij de constatering van Wolleswinkel, na betrokken te zijn geweest bij een kleine honderd bedrijfsovernames, dat fusies niet bestaan. "Er is altijd een bovenliggende partij." Volgens Cronheim zijn dit soort factoren en andere strategische overwegingen van doorslaggevend belang bij de keuze van het verkoopproces. "Bij een veiling is het bijvoorbeeld denkbaar - en vanuit de persoonlijke positie van de betrokkenen niet onbegrijpelijk - dat het target-management probeert zich met het proces te bemoeien, zoals met de keuze tussen een strategische of private equity-koper. Dit soort kwesties moet in een vroeg stadium goed gemanaged worden, want dat kan vanuit het perspectief van (de CFO van) de verkoper bepaald ongewenst zijn." Volgens Wolleswinkel loopt het aantal veilingen hoe dan ook erg terug. "Eén-op-één-onderhandelingen geven in de huidige markt veel meer dealzekerheid en zijn minder opzichtig. Leidt een veiling onver-



hoopt niet tot succes, dan sta je als verkoper al gauw een paar jaar aan de kant."

Te deal-gedreven

Volgens Wolleswinkel is de kans op succesvolle overnames de vermenigvuldiging van de kwaliteit van de acquisitiestrategie met de kwaliteit van de uitgangspunten, de analyse en het post-acquisitie-management. "Laat je als koper op één onderdeel steken vallen, dan krijg je dat later door het multipliereffect als een boemerang terug en is de kans op succes



“ CFO's moeten goed beseffen dat corporate finance-adviseurs per definitie deal-gedreven zijn ”

erg gering.” De president van M&A International sprak ook over zijn beroepsgroep. CFO's moeten goed beseffen dat corporate finance-adviseurs per definitie deal-gedreven zijn. “Vaak wordt slechts 30 procent van de kosten door de retainers gedekt. De rest is success fee. Je huurt je makelaar ook niet op uurbasis in.”

Bij het inhuren van andere adviseurs, zoals accountants, is pragmatisme een pre. Slimme bedrijven vragen alleen gerichte vendor assistance en geen volledige vendor due diligence. Dat scheelt fors in de kosten. Ook waarde-bepaling verdient een genuanceerde benadering. Het is niet zinnig om cashflows voor de komende tien jaar te projecteren als er al onzekerheid is over de winst van volgend jaar. Bovendien geldt dat elke branche zijn eigen maatstaven en value drivers kent.

Crown jewel defense

De behandeling van de KPN-América Móvil-case maakte de tongen goed los. Of de crown jewel defense opportuun en effectief zou zijn geweest? Wat je eigenlijk tegen een partieel bod kunt uitrichten? En of een beschermingsstichting dan een rol kan spelen? Cronheim: “Bij een beursfonds vervul je als directie en commissarissen een belangrijke rol tegenover alle stakeholders. Wat essentieel is, is een goede voorbereiding op een mogelijke toenaadering. Dat geldt helemaal bij een partieel bod. Wat zijn de mogelijkheden en gevolgen als dat gebeurt, wie doet wat? Je kunt het bod al dan niet steunen, maar de uiteindelijke beslissing ligt bij de aandeelhouders. De tijdsdruk is in zo'n geval altijd groot. Dan is het is echt geen overbodige luxe om een handleiding klaar te hebben liggen.” Volgens een van de deelnemende beursgenoteerde CFO's had KPN het deels aan zichzelf te danken dat beleggers zo gemakkelijk hun aandelen aan de Mexicaan Slim overdeden. “Door jarenlang met dividend te fêteren trek je ook aandeelhouders die alleen op geld uit zijn. Loyaliteit is dan van ondergeschikt belang.”



Dry powder

Op hoog niveau en in dito tempo trokken de ins en outs van de hedendaagse M&A-praktijk aan de deelnemers voorbij. Deals met Aziaten (“twee tot drie maanden van tevoren al relaties leggen”), MAC-clausules in contracten (“In de VS al 93 procent en in Europa een sterke toename”), Enterprise Value (“een onderhandelingsparadijs”), verschillen met de cultuur in de VS (“hier stellen we gericht en het liefst aan zo min mogelijk kopers het infomemo ter beschikking; in de VS worden ze per duizend verstuurd”) en Grooming for Sale (“een nieuw verfje, andere vloerbedekking in HQ. Je lacht erom, maar de laatste beslissing wordt niet rationeel genomen en dan speelt alles mee”).

Ondanks de crisis dendert het M&A-circus wereldwijd gewoon door. Wolleswinkel: “Private equity-fondsen hebben nog minstens 200 miljard ‘dry powder’ in kas en de corporates hebben een record van 3.600 miljard ‘access cash’ voorhanden. Ook in Europa zal het in navolging van de VS weer verder aantrekken. Alleen zullen overnamefinancieringen veel meer via alternatieve kanalen en de kapitaalmarkt gaan lopen in plaats van via de banken.” ■