

OPLEVENDE **OVERNAMEMARKT** BRENGT OOK RISICO'S MET ZICH

Overnames op dreef

De Belgische overnamemarkt trekt weer aan. In twee jaar zijn de prijzen met een vijfde gestegen, leert een enquête van de Vlerick Business School. Van een zeepbel is nog geen sprake, maar het is oppassen. *Jozef Vangelder, fotografie Debby Termonia*

De Belgische overnamemarkt heeft de crisis achter zich gelaten. De stemming neigt zelfs een beetje naar het uitbundige, zo leert een ondervraging van 142 overnamespecialisten door het Centre for Mergers, Acquisitions and Buyouts, een kenniscentrum van de Vlerick Business School. Twee derde van de specialisten zag het aantal overnames in het voorbije jaar stijgen. De helft noteerde een stijging met meer dan 10 procent. En een meerderheid ziet volgend jaar de groei aanhouden.

Ook de prijzen komen op temperatuur. De waardering van de bedrijven haalde het voorbije jaar gemiddeld 6,1 keer de operationele cashflow. Die verhouding (de zogenoemde multiple) bedroeg in 2013 nog 5. Dat betekent dat de waarderingen in twee jaar met zowat 20 procent gestegen zijn.

De verklaring voor de opflakking is simpel: de kredieten zijn goedkoop en er is een massa geld op zoek naar rendement. Dat geld komt van *family offices*, de beleggingsvehikels van rijke families, of van ondernemers die hun bedrijf verkocht hebben en de opbrengst willen herinvesteren. Het

komt ook van private-equityfondsen, die met veel droog poeder zitten, cash die onbelegd is gebleven door de crisis. Ten slotte zijn er de bedrijven, die via overnames hun markt willen uitbreiden, nieuwe technologie verwerven of betere condities bedingen bij hun leveranciers.

“Het is een vraagmarkt”, zegt Vlerick-professor Mathieu Luypaert, die de enquête uitvoerde. “De vraag is groter dan het aanbod. Dan is het altijd uitkijken voor overmoed en kuddegedrag. Iedereen slaat aan het overnemen en dan kan tot ongelukken leiden. Een hoge overnameprijs moet je nog altijd terugverdienen. Op de top van een overnamegolf gaat dat principe al eens overboord.” Hier en daar brandt al een knipperlicht. “Doorgaans moet de verkoper in de loop van het onderhandelingsproces toegeven op zijn prijs, bijvoorbeeld omdat het boekenonderzoek een aantal problemen aan licht heeft gebracht”, zegt Luypaert. “Onze enquête geeft echter een heel ander beeld. Slechts bij een kwart van de transacties moet de verkoper een prijsdaling slikken, en bij nog eens een kwart blijft de prijs gelijk. In de helft van de gevallen gaat hij met een betere prijs naar huis.”

Zijlijn

De opwerende prijzen beïnvloeden de rest van de markt, stelt Veerle Catry, partner bij het advieskantoor BDO Belgium. “Vroeger namen kandidaat-verkopers een veeleer afwachtende houding aan. Nu brengen ze hun bedrijf sneller op de markt, maar ze hebben niet altijd de juiste prijsverwachtingen. De waarderingen blijven voorlopig realistisch. In sommige gevallen heb ik mij al afgevraagd: is dit bedrijf nu echt zo veel geld waard?”

Uit de enquête komen waarderingsspieken van gemiddeld 9,2 keer de operationele cashflow tevoorschijn. Grote transacties van meer dan 100 miljoen euro laten zelfs multiples van 12,1 zien. “In het klimaat van lage rente worden soms wel zotte prijzen betaald”, zegt Wannes Gheysen, verantwoordelijke overnames en familiale opvolging bij Bank J. Van Breda. “Maar hoge multiples van grote bedrijven zijn niet abnormaal. Een groot bedrijf is meestal in meerdere markten actief en heeft een ruim aantal klanten. Dat beperkt het risico van de overname. Valt de CEO uit, dan staat er een topkader om hem te vervangen. Het zijn allemaal troeven die kleine ondernemingen vaak moeten missen, met lagere waarderingen als ➤

“In Nederland, Frankrijk en Duitsland liggen de prijzen een stuk hoger” - *Peter Maenhout, Gimv*

MATHIEU LUYPAERT
"Een hoge overnameprijs
moet je nog altijd terugver-
dienen. Op de top van een
overnamegolf gaat dat
principe al eens overboord."



➤ gevolg. Als nichebank voor kleine ondernemers krijgen wij te maken met bescheidenere multiples, in een vork van 4 tot 5.”

Volgens Peter Maenhout, managing partner van het beursgenoteerde investeringsfonds Gimv, is de Belgische overnamemarkt verre van oververhit. “Gimv is ook actief in Nederland, Frankrijk en Duitsland, en daar liggen de prijzen een stuk hoger”, zegt Maenhout. “Dat komt ook door de ruimere beschikbaarheid van bankfinanciering. Verhoudingsgewijs bieden in België weinig banken overnamefinanciering aan.”

Maenhout ontkent niet dat de waarderings- en omdraaiingen ook in België pittiger worden. “Dat wil nog niet zeggen dat je als koper aan de zijlijn moet blijven. De multiples in deze enquête zijn gemiddelden. Maar je hoeft geen gemiddelde overname te doen. Heeft het bedrijf een goed management, een mooie winstmarge en

de juiste kaarten in zijn markt, dan betaal je met plezier meer. Een hoge prijs is daarom geen verkeerde prijs.”

Winnaar

Toch zijn er valkuilen. “In een oplevende markt zijn geïnteresseerde partijen geneigd met een toegeeflijkere blik naar het bedrijf te kijken”, zegt Catry. “Brengt het boekenonderzoek een probleem aan de oppervlakte, dan zien zij

zegt Catry. “Ik ken gevallen waar elke euro rechtstreeks naar de bank gaat, voor de aflossing van de overnamefinanciering. Zo blijft geen cash meer over voor investeringen in de productie of uitbreiding van de afzetmarkten. Daarmee zet je het bedrijf voor het blok.”

Zijn er in deze tijden van trage groei wel voldoende interessante overnameprooien te vinden? “In onze mature markten kampen veel bedrijven met een

“In het klimaat van lage rente worden soms wel zotte prijzen betaald” - Wannes Gheysen, Bank J. Van Breda

dat gemakkelijker door de vingers, of laten het minder zwaar wegen in de finale prijs.”

Ook een onvolkomen financieringsplan kan brokken maken. “Kijk vooral naar de bestemming van de cashflow”,

vlakke omzetgroei”, zegt Maenhout. “Gelukkig zijn er nog snelgroeiende nichemarkten, zoals duurzame woningen. Die markt zal zich in de komende tien jaar vermenigvuldigen. De keuze van de winnaar is de ware kunst.” ☺

DE BANKEN DOEN MEE



VEERLE CATRY
“De waarderings blijven voorlopig realistisch.”

De klachten over krediet-schaarste zijn verstild, zeker in de overnamemarkt. In de Vlerick-enquête wijzen de overnamespecialisten naar ‘de ruimere beschikbaarheid van bankfinanciering’ als een van de belangrijkste verklaringen van de groeiende overnamegolf in België.

Wat niet betekent dat de banken alle teugels vieren. De koper moet nog altijd een behoorlijke terugbetalingscapaciteit voorleggen. In het voorbije jaar bedroeg de verhouding tussen de schuld en de operationele cashflow gemiddeld 2,9. “Dat kan oplopen tot 5-maal de cashflow voor de grootste transacties”, zegt Vlerick-professor Mathieu Luybaert. “Bovendien stelt een meerderheid van de ondervraagden dat de verhouding stijgt. Het is geen extreme stijging, maar de banken worden toch flexibeler.”

Niet alleen de banken zijn toegeeflijker. Ook de verkoper helpt een handje. In 42 procent van de overnames mag de koper een deel van de betaling spreiden over jaren. Dat komt erop neer dat de verkoper een lening (*vendor loan*) toestaat aan de koper.

Gemiddeld slaat de *vendor loan* op slechts 16 procent van het overnamebedrag. *Vendor loans* duwen de banken dus niet uit de overnamemarkt, wel integendeel. “Het lukt niet altijd om bankfinanciering rond te krijgen”, zegt Wannes Gheysen van Bank J. Van Breda. “Een *vendor loan* toont dat de verkoper gelooft in de capaciteiten van de overnemer. Dat kan de bankier over de streep trekken bij een moeilijke deal. Bovendien is een *vendor loan* vaak achtergesteld aan het bankkrediet (bij een faillissement krijgt eerst de bank haar geld terug, en dan pas de verkoper, *nvdr*). Dat geeft de bankier extra vertrouwen.”

Technisch gezien vormt een achtergestelde lening een onderdeel van het eigen vermogen. Dat is handig in het geval de overnemer weinig eigen middelen kan inbrengen.

Intussen bestaan er ook fondsen die gespecialiseerd zijn in achtergestelde leningen, mezzaninefinanciering in het vakjargon. Ook daar kan de overnemer terecht, al moet hij beseffen dat achtergestelde leningen duurder zijn dan klassieke bankkredieten.

Een laatste mogelijkheid om een tekort aan eigen middelen op te vangen, is de inbreng van een private-equityfonds. Dat is evenmin gratis. “Doorgaans eist zo’n fonds een jaarlijks rendement van 15 procent op het geïnvesteerde geld”, zegt Veerle Catry van het advieskantoor BDO Belgium. “Vroeger was dat vereiste rendement hoger, maar de fondsen hebben hun verwachtingen gemilderd. Dat zorgde voor een opwaartse druk op de overnameprijzen. Als je minder rendement verwacht, wil je meer betalen.”