

# OVERNAMES BIG BUSINESS VOOR ZAKENBANKEN

Als een bedrijf op het punt staat overgenomen te worden, moet het bestuur de boer op om de overname te promoten. Een goedkeuringsstempeltje van een zakenbank helpt daarbij.

TEKST: JASPER JANSEN & DAVID TOMIĆ

**B**eursexits zijn aan de orde van de dag. Draka, Crucell, Gamma. De leegloop op het Damrak zet zich door na een onstuimig 2010 met beursexits van printer- en kopieerconcern Océ en sleep- en bergingsbedrijf Smit Internationale. Meer dan ooit hebben beleggers aan wie gevraagd wordt hun aandelen te verkopen behoefte aan houvast in de laatste fase van het beursbestaan. Hoe weet een belegger of een overnamebod wel voldoende de werkelijke waarde van een onderneming reflecteert? Houdt het bod van Canon op Océ bijvoorbeeld wel voldoende rekening met de mogelijke schaalvoorden aan de inkoop- en omzetkant voor de Japanners? De opkopers willen vanzelfsprekend niet te diep in de buidel tasten. Elke euro te veel gaat immers ten koste van het eigen (toekomstige) rendement.

Ook de bestuurders van de overnameprooi zijn niet geheel onbevooroordeeld. Terwijl bestuurders het onder normale omstandigheden 'not done' vinden zich uit te laten over de koers, geven zij nu plots een verkoopadvies. Vaak heeft de overnemende onderneming of investeringsmaatschappij bijvoorbeeld de topman een bestuurszitje in het nieuwe bedrijf toegezegd. En als de hoogste baas niet aanblijft, toucheert deze boven op de aandelen- en optiewinst vaak ook nog een riant vertrekpremie ('change of control'-clausule) die standaard in arbeidscontracten van het bestuursgilde is opgenomen. Een waarderingsrapport of 'fairness opinie' van een zakenbank komt dan goed van pas om twijfel bij aandeelhouders weg te nemen en hen over de streep te trekken.

Uit een steekproef van de VEB blijkt dat de

opstellers van fairness opinies zelf een direct financieel belang hebben bij de overnames. Ook in andere opzichten zijn de opstellers niet onafhankelijk. 'Wie betaalt, bepaalt'. De opdrachtgever (de prooi) krijgt de conclusie die het nodig heeft om de overname aan zijn aandeelhouders te verkopen.

Voor zakenbanken als Lazard, MeesPierson of JP Morgan is de fairness opinie een lucratieve miljoenenmarkt. Maar een extern waarderingsrapport heeft voor beleggers geen toegevoegde waarde als het is opgesteld door een niet-onafhankelijke partij. En al helemaal niet als de zakenbank een direct financieel belang heeft bij het slagen van het overnamebod.

## AFHANKELIJK VERDIENEN

De opstellers van de fairness opinie ontvangen voor hun werkzaamheden riant vergoedingen van veelal enkele miljoenen euro's. Uit de steekproef blijkt bovendien dat de zakenbanken in het leeuwendeel van de gevallen nog eens een groot deel van hun vergoeding incasseren als de overname slaagt. Zo heeft Barclays, dat ingehuurd is door het bestuur van Crucell, voor het beoordelen van het bod van



## HOEZO ONAFHANKELIJK?

Doelwit	bieder	fairness opinie	onafhankelijk	reden	vergoeding	bedrag (€ mln)
Crucell	J & J	Barclays (rvb)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	0,5 + 0,5*
		Lazard (rvc)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Draka	Prysmian	JP Morgan	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Eriks	SHV	Mees Pierson	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Océ	Canon	ING (rvb)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
		Lazard (rvc)	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
Smit Intern.	Boskalis	RBS	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
DIM Vastgoed	Equity One	Kempen & Co	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Gamma	Gilde/Parcom	ABN Amro	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
Super de Boer	Jumbo	Merril Lynch	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
		NIBC	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend

\*daarnaast een additionele compensatie van 9,4 miljoen euro voor adviesdiensten als de overname slaagt



Johnson & Johnson veel te winnen. De bank ontvangt 0,5 miljoen euro voor het opstellen van de fairness opinie en 0,5 miljoen euro als de overname doorgaat. Daarbovenop krijgt Barclays 9,4 miljoen euro overgemaakt voor geleverde adviesdiensten als de overname slaagt.

Meer in het algemeen valt op dat de zakenbank die de fairness opinie opstelt, veelal ook andere adviesdiensten aan de onderneming levert, of heeft geleverd. Denk hierbij aan het verschaffen van leningen, het geven van ander financieel advies of eerder advies bij gedane overnames.

Zo vroegen topman Rokus van Iperen van Océ en zijn medebestuurders begin vorig jaar aan ING een fairness opinie te geven over het openbare bod van het Japanse Canon (8,60 euro per aandeel) op de printerfabrikant. Maar ING was al sinds medio 2008 adviseur van Van Iperen en consorten in het kader van het destijds gestarte strategische heroriëntatieproces, dat uiteindelijk uitmondde in een opgaan in Canon.

Saillant is eveneens dat de toenmalige president-commissaris van Océ, oud DSM-topman Peter Elverding, oppercommissaris is van ING. Dat de bank-verzekeraar het sluitstuk van de strategie-evaluatie, de overname, onafhankelijk heeft kunnen beoordelen lijkt onwaarschijnlijk, omdat deze zelf intensief bij die evaluatie was betrokken. Elverding wees tijdens de buitengewone aandeelhoudersvergadering over het Canon-bod vooral op het advies van de eigen adviseur van de raad van commissarissen (Lazard) die tot eenzelfde conclusie als ING was gekomen.

Los hiervan willen banken bij de onderneming 'in the picture' blijven om toekomstige bancaire diensten te leveren. De relatie met de opdrachtgever is van groot belang, de oorspronkelijke aandeelhouders zijn na gestanddoening van het bod immers vertrokken. De opinies spreken vaak over strikt gescheiden afdelingen, ook wel 'Chinese walls', maar de vraag is hoe dik die muren werkelijk zijn. Het is niet voor niets dat de eerste (openbare) fairness opinie die aangeeft dat een bod 'unfair' is nog geschreven moet worden.

## DRIE A4'TJES

Het afhankelijkheidsprobleem wordt kleiner als het uitgevoerde werk voor aandeelhouders inzichtelijk is. Maar ook daar wringt de schoen. De fairness opinie zoals aandeelhouders die onder ogen krijgen als

gende berekeningen om tot een waardering te komen, zijn niet in het stuk opgenomen. Opvallend is dat toekomstverwachtingen in het algemeen worden ingebracht door het management en niet worden geverifieerd door de betrokken zakenbank. Hoe complex je een waardering ook wilt maken, uiteindelijk wordt de uitkomst bepaald door de veronderstellingen (input).

Een discussie tijdens een aandeelhoudersvergadering is haast op voorhand onmogelijk: het bestuur laat niets los over de geprognosticeerde kasstromen die voor de fairness opinie zijn gebruikt. Het bestuur weet het, commissarissen zijn ervan op de hoogte, de betrokken bankiers ook. Aandeelhouders, voor wie bestuur en commissarissen zeggen de fairness opinie juist te hebben opgesteld, kunnen er slechts naar gissen.

## AANVULLENDE BEPALINGEN

De fairness opinie is alleen van waarde als deze is opgesteld door een onafhankelijke partij. De vergoeding voor deze partij mag niet afhankelijk zijn van het slagen van de overname. Ook dient de inhoud van het rapport openbaar gemaakt te worden.

Het is opmerkelijk dat er zowel in de wetbundels als in de code voor goed ondernemingsbestuur geen enkele richtlijn is opgenomen over deze laatste belangrijke fase van het beursbestaan van een onderneming. De commissie-Streppel, die de naleving van de code onderzoekt en deze op termijn moet actualiseren, zou er goed aan doen na te denken over aanvullende bepalingen voor overnamesituaties. ■

## DE ZAKENBANK LEVERT VEELAL OOK ANDERE ADVIESDIENSTEN

onderdeel van het overnamedocument omvat stevast maximaal drie pagina's. Het is een standaarddocument met lappen juridisch getinte tekst, dat morgen of overmorgen weer voor een andere opdrachtgever uit de la wordt gehaald.

De gehanteerde toekomstscenario's voor de onderneming (kasstromen) en de achterlig-