



UW BEDRIJF VERKOPEN?

Een overzicht van wat er komt
kijken bij een volledige of
gedeeltelijke verkoop van uw
bedrijf



Introductie

Voor een groot deel van de ondernemers in Nederland komt er een moment waarop zij gaan nadenken over een volledige of gedeeltelijke verkoop van hun bedrijf. Dit kan voortkomen uit een gebrek aan opvolging, financiële wensen of juist uit het najagen van andere ambities. Een gedeeltelijke verkoop van een meerderheids- of minderheidsbelang kan ook overwogen worden, bijvoorbeeld om de groei te versnellen door expertise en kapitaal van investeerders aan te trekken of om een pre-exit vorm te geven.

Het verkopen van een bedrijf is een uitdagend proces wat de meeste ondernemers maar één keer in hun leven zullen doen. In deze whitepaper gaan wij in op alle stappen binnen een verkoopproces, van de eerste gedachte om te verkopen tot de uiteindelijke handtekening en realisatie van de verkoop.

Lindenaar & Co heeft in haar ruim 18-jarig bestaan een sterk track-record opgebouwd op het gebied van verkooptrajecten van bedrijven in het MKB-segment, met meer dan 100 transacties in vele sectoren en uiteenlopende ondernemingswaardes van €10 miljoen tot meer dan €200 miljoen. In deze whitepaper delen wij graag onze opgedane kennis over en ervaringen met de (huidige) overnamemarkt.

Lindenaar & Co Corporate Finance is een ervaren M&A adviseur met in-huis opgeleide professionals die het vooral heel erg leuk vinden om deals te doen, intensief en op een persoonlijke en informele wijze met ondernemers samen te werken en tot het gaatje te gaan om de wensen en ambities van ondernemers te verwezenlijken. Nieuwsgierig of geïnteresseerd? We horen graag van u en staan er altijd voor open om vrijblijvend een kop koffie te drinken en te sparren over de mogelijkheden.



Erik Ingeneeger & Jurjen Ijska
Partners Lindenaar & Co

Inhoud

01 Motieven en timing

- Motieven voor een verkoop - 05
- Timing van een verkoop - 06
- Een volledige verkoop - 08
- Gedeeltelijke verkoop en pre-exit - 10
- Consolidatie - 13

03 De voorbereiding

- Het bedrijf verkoopklaar maken - 25
- Informatiememorandum en financials - 27
- Verschillende soorten kopers - 29
- Longlist en shortlist - 32

Hoe ziet een verkoop-proces eruit? 02

- 17 - Wensen ondernemer bepalen
- 19 - Verschillende soorten verkoop-processen

04 De indicatieve fase

Het live gaan van de transactie - 35

LOI en exclusiviteit - 38

Prijs en waardering - 39

06 Lindenaar & Co

Over ons - 51

Het team - 53

Selectie van track record - 54

Contact - 55

De afrondende fase 05

45 - Due diligence

47 - Transactiedocumentatie

49 - Closing



01

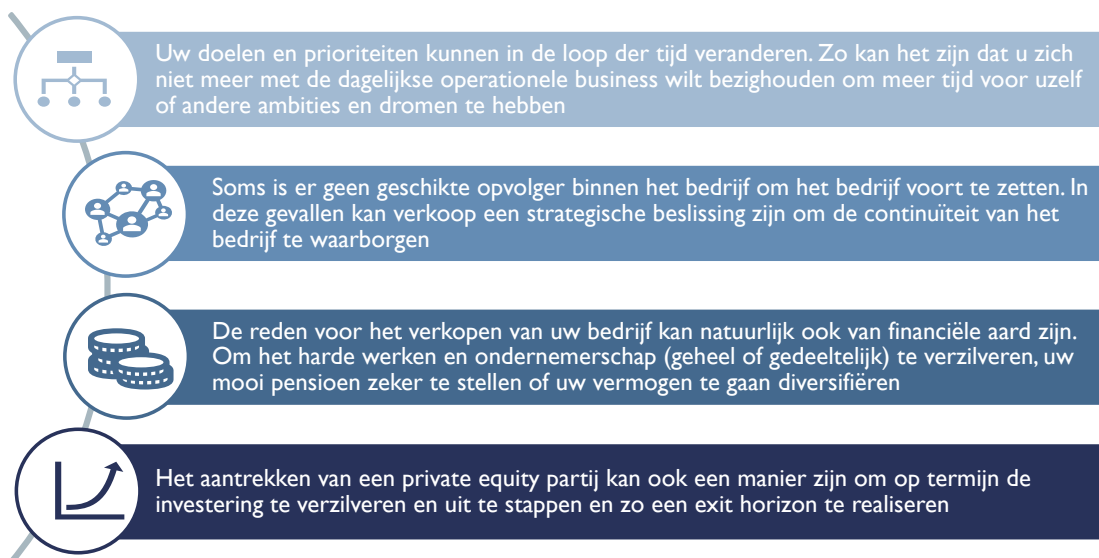
Motieven en timing

- | Motieven voor een verkoop
- | Timing van een verkoop
- | Een volledige verkoop
- | Gedeeltelijke verkoop en pre-exit
- | Consolidatie

Motieven voor verkoop

Voor ondernemers kan het een uitdagende gedachte zijn om ooit afstand te moeten nemen van hun opgebouwde bedrijf. Toch kan het overwegen van een volledige verkoop of mogelijke (pre-)exit strategie interessant zijn wanneer er behoefte is aan een nieuwe uitdaging of andere ambities en dromen in het leven belangrijker worden. Het kan ook zijn dat de onderneming dusdanig hard groeit (of kan groeien) dat het tijd wordt voor een (nieuwe) partner. Het is belangrijk om te erkennen dat het nadenken over een verkoopstrategie een waardevolle stap kan zijn om de beste beslissingen te nemen voor zowel uzelf als ondernemer, als voor de continuïteit van het bedrijf.

Figuur 1.1 Motieven voor verkoop



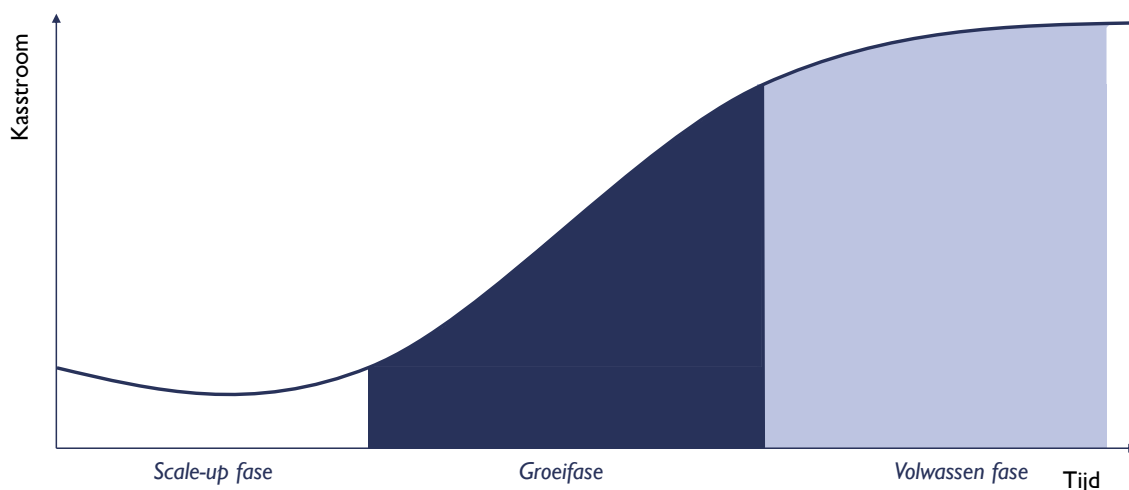
Leon Faber - Fa-Tech Diagnostics: *“Met het Italiaans-Nederlandse bedrijf Fa-Tech hadden mijn compagnons en ik een bedrijf met enorme en globale potentie in handen. Onze eigen slagkracht zorgde voor een prachtige groei, maar voor een snelle wereldwijde uitrol is veel meer nodig. Een volledige verkoop aan een strateeg lag dan ook voor de hand. Lindenaar & Co heeft ons vanaf de eerste gedachten over verkoop tot aan de uiteindelijke verkoop zeer professioneel begeleid, zorgde voor een fantastisch onderhandelingsresultaat en een soepel proces.”*

Timing van verkoop

Een ondernemer die zijn of haar bedrijf wil verkopen zal zich afvragen wat de ideale timing is. Dit hangt af van zowel persoonlijke als economische redenen. De timing van een verkoop is ook van belang voor een potentiële koper. Figuur 1.2 laat de verschillende fases zien voor het doen van een verkoop, vanuit economisch perspectief.

Soms komt het voor een bedrijf te vroeg om te verkopen, de kasstromen zijn op dat moment nog te onzeker voor de koper om een voor verkoper aantrekkelijke bieding te doen. De zogenaamde groeifase van een bedrijf is het meest ideale moment voor een verkoop. In deze fase heeft een bedrijf al positieve kasstromen, terwijl er ook nog meer dan voldoende groeikansen zijn. Wanneer een bedrijf te maken krijgt met een stagnerende omzet en afnemende winstgevendheid betekent dit vaak dat een bedrijf weinig groeipotentie meer heeft en het perfecte verkoopmoment in het verleden ligt. Al is het ook dan nog mogelijk dat er een nieuwe fase met nieuwe groeikansen aangeboord kan worden (bijvoorbeeld door een nieuwe aandeelhouder). Door internationalisatie, verticale integratie of buy-and-build initiatieven kunnen afvlakkende groeilijnen weer versneld een weg naar boven vinden.

Figuur 1.2 Wat is het juiste moment van verkoop?



Scale-up fase: In deze fase zijn de kasstromen nog onzeker, wat een hoog risico is voor een potentiële koper. Deze bedrijven zijn meer gebaat bij venture capital dat geld investeert om de groei te versnellen en daarvoor een minderheidsbelang verwerft.

Groeifase: Deze fase is over het algemeen een goed moment voor verkoop. Op basis van het verleden is er een bewezen verdienmodel en winstgevendheid, maar er is ook nog voldoende groeipotentie. De ondernemer is er klaar voor om afstand te nemen en de onderneming kan met een nieuwe eigenaar verder groeien.

Volwassen fase: In deze fase is het bedrijf en de marktpositie al volwassen en is de potentiële upside gelimiteerd. Het is echter goed mogelijk dat er ook dan juist een nieuwe fase ingezet kan worden door bijvoorbeeld internationalisatie, groei door middel van overnames (“buy-and-build”) of andere initiatieven.

Hoewel de levensfase erg belangrijk is voor de slagingskans en de uitkomst van een potentiële transactie, zijn de beweegredenen van de aandeelhouders om een verkoop te overwegen echter nog veel belangrijker. Wanneer u als ondernemer nog bijzonder veel plezier hebt in het bouwen aan een onderneming en graag de controle volledig wenst te behouden, dan hoeft u een verkoop (nog) niet te overwegen. Als de motivatie weg is en andere ambities en dromen in het leven de overhand krijgen, dan kan het juist wel verstandig zijn om serieus over verkoop na te gaan denken en de onderneming daarop voor te bereiden. Op het moment dat u als ondernemer al een stip op de horizon heeft om bijvoorbeeld op 60-jarige leeftijd afscheid te nemen van uw bedrijf, dan is het belangrijk om op tijd te beginnen, en jaren daarvoor al na te gaan denken over verkoop in verband met economische cycli.



Een volledige verkoop

Indien de aandeelhouders van een bedrijf binnen afzienbare tijd afscheid wensen te nemen van het bedrijf, ligt een volledige verkoop het meest voor de hand. In deze situatie gaat het eigendom (100% van de aandelen) en dus de controle van het bedrijf volledig over naar de koper.

Bij een volledige verkoop van een bedrijf doen de huidige aandeelhouders volledig afstand van hun eigendomsbelang. Hoewel een strategische koper in dat geval voor de hand ligt, zijn er ook afdoende mogelijkheden om een verkoop aan een financiële koper te overwegen.¹ Bij verkoop aan een strategische partij wordt het bedrijf verkocht aan een ander bedrijf in dezelfde of gerelateerde sector. De verkoop aan een financiële koper betreft verkoop aan een private equity investeerder of een vermogende particulier.

In het geval van een volledige verkoop worden beide opties vaak onderzocht en is het ook afhankelijk van de doelen van de verkoper(s), marktomstandigheden en andere specifieke factoren. Twee factoren zijn zeer belangrijk om bij stil te staan in het geval van een volledige verkoop:

Overgangsperiode - Afhankelijk van de dagelijkse betrokkenheid van de aandeelhouder(s) zal een overgangsperiode worden afgesproken, waarbij de betrokkenheid bij het bedrijf wordt vastgelegd om de activiteiten over te dragen, of zelfs nog opvolging te vinden. Meestal wordt hier een periode van 12 tot 24 maanden overeengekomen, afhankelijk van de doelstellingen in deze periode.

Management - Hoewel een strategische koper wellicht andere mogelijkheden heeft met eigen managementleden, is het huidige management cruciaal voor een succesvolle verkoop. Voor investeerders geldt dit ook, omdat zij in vrijwel alle gevallen niet zelf de positie van het management in gaan vullen en afhankelijk zijn van de kwaliteit van het management. Een juiste invulling van het management is dus van groot belang.

¹ Meer over de verschillen tussen strategische en private equity kopers vindt u op pagina 32

Omdat management zo belangrijk is voor investeerders, is participatie door het management ook zeer gebruikelijk. Bij een volledige verkoop door de huidige aandeelhouder(s) ziet u in deze gevallen dan ook meestal een Management Buy-Out (MBO) of Management Buy-In (MBI).

Een belangrijk element bij met name MBO's is dat de belangen van het management en de verkopers zo lang mogelijk op één lijn blijven en dat beide partijen zich er terdege van bewust zijn dat ze beiden zeer belangrijk zijn voor de slagingskans van de potentiële transactie. Omdat management uiteindelijk 'koper' wordt, kunnen de belangen op een gegeven moment uit elkaar gaan lopen en is een juiste begeleiding hierin cruciaal.

MBO

Een Management Buy-Out houdt in dat het management, vaak samen met een investeerder, de aandelen overneemt. Deze strategie komt vaak voor wanneer het zittende managementteam een sterke visie heeft voor de toekomst van het bedrijf en gelooft dat zij de juiste personen zijn om die visie te realiseren. MBO's kunnen de continuïteit van het bedrijf bevorderen, aangezien het bestaande managementteam reeds bekend is met de bedrijfsvoering, klanten, leveranciers en werknemers.

MBI

Een Management Buy-In houdt in dat één of meerdere individuen, vaak samen met een investeerder, de aandelen overnemen om daarna het management te voeren. Dit kan voorkomen als het bestaande management onvoldoende geschikt is om de opvolging en continuïteit te borgen, maar gebeurt meestal als een DGA wil stoppen. MBI's zijn zeldzamer en kennen wat meer risico's omdat het nieuwe management nog beperkt bekend is met het bedrijf.



Gedeeltelijke verkoop en pre-exit

Bij een gedeeltelijke verkoop wordt een deel van het totale aandelenbelang aan een derde partij verkocht. Een gedeeltelijke verkoop kan voortkomen uit de wens om een nieuwe partner met additionele expertise aan boord te halen, nieuw kapitaal aan te trekken of een pre-exit vorm te geven. De bestaande aandeelhouder(s) blijven betrokken als aandeelhouder en in veel gevallen ook als directie of als commissaris/adviseur. In veel situaties vindt een gedeeltelijke verkoop plaats aan private equity investeerders, al is het ook mogelijk dat een gedeeltelijke verkoop aan een nieuwe operationele compagnon of aan het bestaande management wordt gedaan.

In het geval van een gedeeltelijke verkoop zijn niet alleen de verkoopvoorwaarden belangrijk, maar ook het beeld bij de toekomst, aangezien er nog minimaal een aantal jaar samengewerkt moet worden tot een tweede exit moment. De toekomstplannen, visie en betrouwbaarheid van de nieuwe partner zijn dan ook essentieel - er wordt echt een nieuw partnership aangegaan.

Onderstaand figuur somt de meest voorkomende redenen voor een gedeeltelijke verkoop op.

Figuur 1.3 Motieven voor gedeeltelijke verkoop



Bij een pre-exit strategie wordt een bedrijf gedeeltelijk aan een investeerder verkocht, waarbij de DGA of oprichter reeds een deel van de waarde van het bedrijf realiseert, maar tegelijkertijd blijft profiteren van de verdere groei van de onderneming doordat hij of zij weer herinvesteert. Daarnaast blijft de DGA betrokken en ligt er een volgende verkoop (exit) in het verschiet, omdat een investeerder na een aantal jaar rendement op de investering wenst te realiseren. Bijkomend voordeel is dat zowel de huidige eigenaar, als het bedrijf, langzaam kunnen wennen aan het idee van een volledige verkoop.

Een pre-exit strategie met private equity biedt de mogelijkheid om de expertise en het netwerk van de investeerder te benutten, waardoor nieuwe groeikansen en markuitbreiding kunnen worden gerealiseerd. De investeerder heeft vaak een succesvolle staat van dienst in het stimuleren van groei en waardecreatie in verschillende sectoren. Ook kan de investeerder bijdragen aan het verbeteren van bedrijfsprocessen en het implementeren van strategische initiatieven. Zij kunnen ondersteunen bij het professionaliseren van de operationele structuur, het implementeren van efficiëntere systemen en processen en het bevorderen van een cultuur van continue verbetering en innovatie.

Case Study Pimm Solutions

Verkoop van Pimm Solutions aan Capital A

Lindenaar & Co heeft Pimm Solutions, marktleider op het gebied van zakelijke attenties en geschenken, begeleid bij het aantrekken van Capital A als nieuwe meerderheidsaandeelhouder voor de volgende groeifase van het bedrijf. De oprichter heeft hierbij een minderheidsbelang behouden om bij een volgende exit te kunnen verzilveren



Pimm Solutions

Pimm Solutions is een platform voor zakelijke attenties en geschenken, zoals cadeaubonnen, bloemen, wijn, taart en andere attenties



Casus: De onderneming is in de afgelopen jaren hard gegroeid en klaar voor een verkoop van de aandelen



Proces: Tijdens het proces wordt ervoor gekozen om een verkoop met private equity te onderzoeken, waarbij de oprichter kan herinvesteren



Resultaat: Samen met Capital A gaat de onderneming een volgende groeifase in met een potentiële exit binnen 5 tot 7 jaar

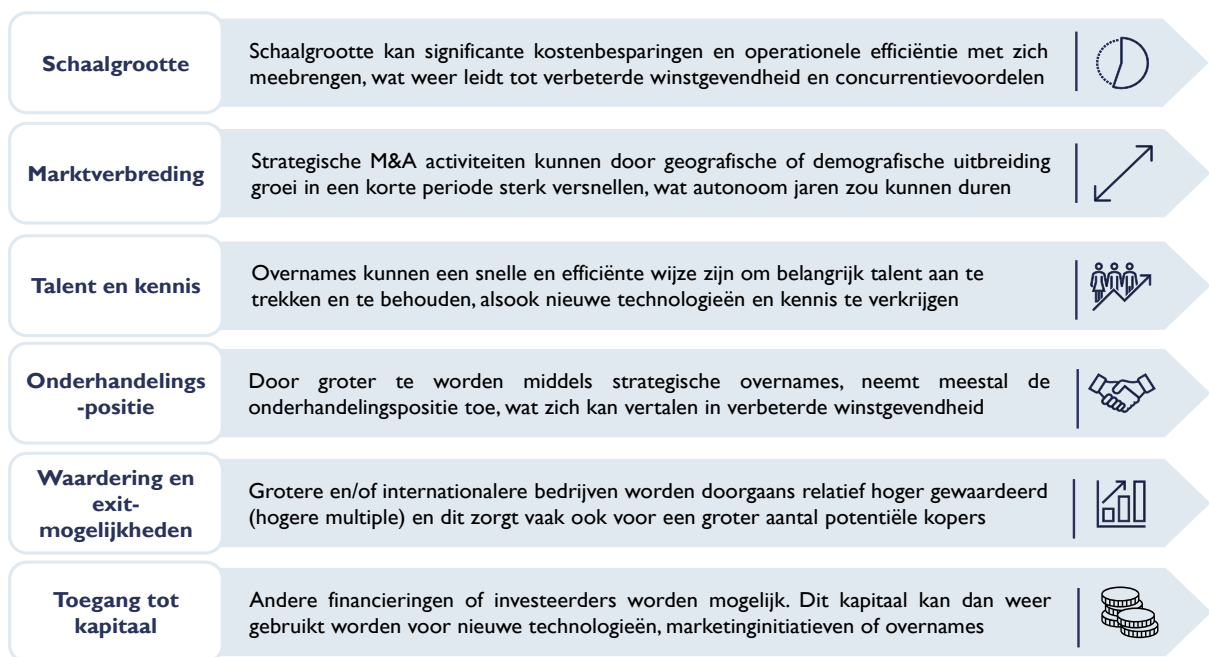


Consolidatie

Een strategische reden voor overnames kan consolidatie zijn, vaak met versnelde groei als doel. Dit soort strategische bedrijfsovernames komen in vrijwel alle sectoren in toenemende mate voor. Consolidatie houdt in dat meerdere bedrijven met gelijksoortige of aanpalende producten of diensten samengaan door fusies of overnames, of dat één of meerdere dominante spelers in een bepaalde markt middels overnames allerlei kleinere bedrijven toevoegen aan hun eigen bedrijf. In de sectoren waar consolidatie plaatsvindt, is het als ondernemer belangrijk om een strategische en proactieve benadering na te streven, waarbij de vraag of u stand-alone wenst en kunt blijven bestaan, overgenomen wilt worden of de rol van consolidator wenst te spelen belangrijk is om aan uzelf te stellen.

De mogelijkheid om vergelijkbare bedrijven in dezelfde sector over te nemen en/of te fuseren biedt de kans tot versnelde groei en creëert een strategisch voordeel op het gebied van additionele expertise, personeel, synergieën en schaalgrootte. Waarom consolidatie belangrijk kan zijn voor versnelde groei wordt gepresenteerd in onderstaand figuur.

Figuur 1.4 **Versnelde groei door consolidatie**



Case Study EyeCare Groep



Hoewel de rol van consolidator uitdagend en complex kan lijken, kan het met de juiste begeleiding, partners en strategie zeer succesvol worden en een onderneming naar een heel ander niveau tillen. Er zijn twee mogelijke routes als u streeft naar een leidende rol in een marktconsolidatie:

1. **De hoofdrol spelen in de consolidatie in uw markt:** na zorgvuldige voorbereiding van uw eigen bedrijf en onderzoek naar de consolidatiemogelijkheden in de markt, benaderen we private equity investeerders om een meerderheids- of minderheidsbelang te nemen in uw bedrijf en voldoende middelen te faciliteren om daaropvolgend verscheidene overnames te kunnen gaan nastreven. Indien de middelen reeds aanwezig zijn kan dit plan natuurlijk ook zonder private equity investeerders uitgevoerd worden, al kunnen dergelijke investeerders veel kennis en ervaring toevoegen inzake buy-and-build strategieën
2. **Participeren in de consolidatie in uw markt:** met meerdere ondernemers in dezelfde sector wordt een consolidatieplan voorbereid waarbij meerdere bedrijven het plan hebben om te fuseren en er voor het fusiebedrijf een koper / investeerder gezocht wordt, conform de hierboven beschreven EyeCare casus



02

Hoe ziet een verkoopproces eruit

| Wensen ondernemer bepalen proces

| Verschillende soorten verkoopprocessen

Wensen ondernemer bepalen proces

Elk verkoopproces ziet er anders uit en wordt in grote mate bepaald door de specifieke doelen en wensen van de ondernemer of eigenaar. De eerste en meest cruciale stap in dit proces is het bepalen van wat de ondernemer echt wil bereiken met de verkoop van zijn onderneming.

Wensen en ambities van de ondernemer zelf spelen hierbij een grote rol, zoals het bereiken van financiële onafhankelijkheid, de spreekwoordelijke schaapjes op het droge, afscheid van dagdagelijkse management taken of juist een partner voor een versnelde groeifase van het bedrijf waarbij de ondernemer zelf nog de leidende rol blijft spelen. Maar ook continuïteit van het bedrijf, dat het personeel bij een goede nieuwe eigenaar terecht komt, dat de naam behouden blijft, enzovoort, kunnen belangrijke drijfveren zijn.

Het beantwoorden van de vraag wat een ondernemer nu echt wil bereiken is niet altijd even eenvoudig. Soms weet de ondernemer dit heel goed, maar er zijn ook voorbeelden waarbij dit een langer proces is voor een ondernemer. Zo kennen we meerdere voorbeelden van ondernemers die in eerste instantie dachten het bedrijf volledig te willen verkopen, maar de voornaamste drijfveer was dat ze de dagelijkse rompslomp zat waren. Dit heeft meermaals geleid tot een gedeeltelijke verkoop in combinatie met een gezamenlijke zoektocht met de nieuwe partner naar een nieuwe operationele directeur. In de nieuwe setting kon de ondernemer uit de dagdagelijkse managementtaken stappen en een nieuwe strategische rol aannemen. Werkplezier, blijvende betrokkenheid bij hun 'kindje' en een tweede interessante exit in de toekomst worden zo gecombineerd.

De wensen van de ondernemer bepalen uiteindelijk wat voor soort koper gezocht wordt en wat voor proces er nagestreefd wordt, al zijn markt- en specifieke bedrijfsomstandigheden ook sterk van belang. Zo kan het zijn dat de gedroomde koper zelf op de deur klopt en zich een once-in-a-lifetime kans voordoet, ook al was de ondernemer er zelf wellicht nog niet helemaal aan toe. Of het kan zo zijn dat het investeringsklimaat niet helemaal top is en het toch beter is nog een tijdje te wachten.

Uiteindelijk bepaalt de ondernemer zelf het verkoopproces en de criteria waaraan potentiële kopers moeten voldoen. Over het algemeen zijn er drie veelvoorkomende benaderingen voor het verkoopproces: een “classical” controlled auction, een “flexible” controlled auction en een one-on-one (pag. 22). Het succes van het verkoopproces hangt af van een zorgvuldige voorbereiding, een grondige kennis van de markt en de specifieke doelstellingen van de ondernemer. Ongeacht de gekozen benadering is het cruciaal dat de ondernemer juridisch en financieel advies inwint en zich laat bijstaan door experts om ervoor te zorgen dat de belangen van alle betrokken partijen worden beschermd en dat het verkoopproces soepel verloopt.

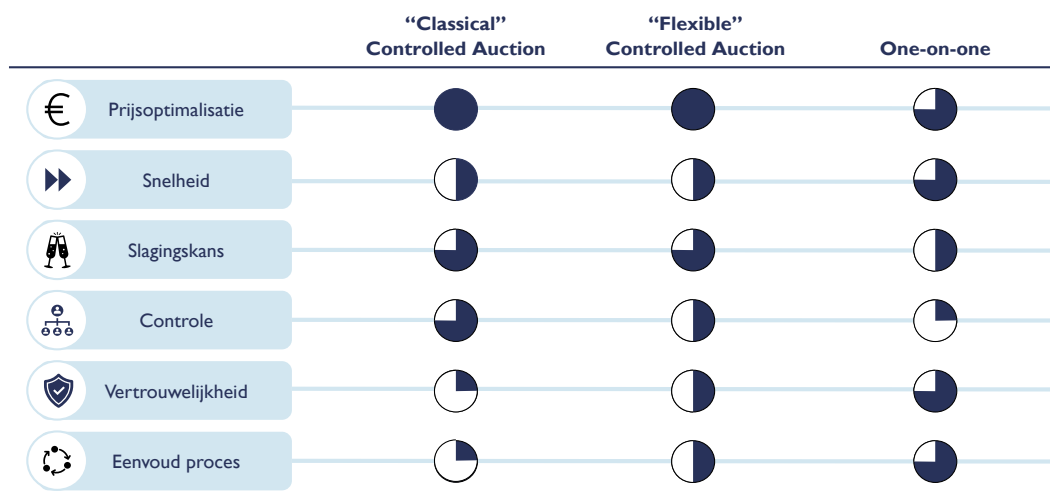
John Bilay & Roberto Viana - Rojo Consultancy: “In onze zoektocht naar een nieuwe partner voor de volgende fase van onze zeer sterke groei, hebben we aanvankelijk zowel strategische en financiële partijen overwogen. Het was essentieel dat de partner bekend was met onze sector en onze internationale ambities deelde. Lindenaar & Co heeft naast de juiste strategische mogelijkheden, ook de juiste private equity investeerders aan tafel gebracht. Uiteindelijk bleek een samenwerking met 365 Capital de beste keuze, waarbij persoonlijke klik en gezamenlijke ambities heel goed samenkwamen.”



Verschillende soorten verkoopprocessen

Een verkoopproces kan op verschillende manieren worden aangepakt. Van zeer breed en competitief met veel potentiële kopers tot een één-op-één proces waarbij er slechts één koper is. Het meest ideale type verkoopproces is per situatie anders en wordt voor een groot deel bepaald door de wensen van de ondernemer. Figuur 2.1 laat de voor- en nadelen van de verschillende soorten processen zien.

Figuur 2.1 Verschillende soorten verkoopprocessen



Een **“classical” controlled auction** is een strak gecoördineerd proces met statische planning en deadlines en veel potentiële kopers. Hierbij zal de verkoop breed in de markt worden gelegd, waardoor een groter aantal partijen er dus van op de hoogte worden gesteld dat er een transactie speelt. Aan de andere kant zal dit vanwege het hoge concurrentiegehalte mogelijk wel leiden tot een hogere prijs. Daarnaast zal het proces met meerdere potentiële kopers in een verdere fase mogelijk intensiever zijn dan wanneer er maar één potentiële koper exclusiviteit wordt verschaft.

Een **“flexible” controlled auction** is een proces waar flexibiliteit wordt ingebouwd met betrekking tot het proces en communicatie met potentiële kopers. Hierbij wordt de transactie bij een kleinere groep, vooraf goed geselecteerde, potentiële kopers neergelegd, wat de vertrouwelijkheid ten goede komt. Ook hierbij zal concurrentie tussen de uitgenodigde partijen voor een prijsopdrijvend effect zorgen.

One-on-one is een proces waarbij er één potentiële koper wordt uitgenodigd. Dit zal ervoor zorgen dat de transactie zeer discreet blijft, maar zonder concurrerende biedingen kan het zijn dat de prijs niet optimaal is. Van de drie verkoopprocessen is een één-op-één theoretisch het meest eenvoudig en snel (al kan dit in de praktijk met een lastige koper alsnog complex en traag worden).

Hoe ziet een gemiddeld verkoopproces eruit?

Bij elk verkoopproces identificeren we drie fases. Gemiddeld gezien zal een proces tussen de 6 en 9 maanden duren. De snelheid van het proces is mede afhankelijk van het tijdschema van de potentiële kopers en van de overige betrokken partijen zoals banken en adviseurs.

Fase I: de voorbereidende fase

Deze fase staat in het teken van alle voorbereidingen die getroffen moeten worden om het bedrijf naar de markt te kunnen brengen. Er wordt een informatiememorandum en financieel model opgesteld, alsook een lijst met potentiële kopers.

Fase II: de indicatieve fase

Gedurende de indicatieve fase worden de potentiële kopers die op de shortlist staan benaderd met de investeringspropositie. Aan het einde van deze fase zal er aan de gekozen potentiële koper exclusiviteit worden verschaft waarna fase III zal starten.

Fase III: de afrondende fase

De afrondende fase staat in het teken van het boekenonderzoek (ook wel due diligence), de transactiedocumentatie, de finale onderhandelingen en closing.

Deze drie fases worden in het restant van deze whitepaper uitgebreid behandeld.



Benodigde adviseurs

Hoewel het natuurlijk enigszins preken voor eigen parochie is, raden we sterk aan om de juiste adviseurs aan te stellen tijdens een verkoopproces. De juiste adviseurs verdienen zich meestal gemakkelijk terug in een deal met verbeterde financiële en overige voorwaarden, de juiste fiscale afwegingen en een gerust gevoel dat alles juridisch goed gedekt is. De volgende adviseurs zijn vaak betrokken in een verkoopproces:

M&A adviseur: leidt het gehele verkoopproces van begin tot eind, waarbij deze helpt bij de voorbereidingen, waardering, het vinden en contacteren van potentiële kopers, het opstellen van de juiste informatie voor deze kopers, het faciliteren van het boekenonderzoek en het voeren van de onderhandelingen.

Juridisch adviseur: komt meestal iets later in het proces aan boord, vaak in een fase waarin een intentieverklaring overeengekomen wordt. De jurist is verantwoordelijk voor de transactiedocumentatie zoals de koop-verkoopovereenkomst en eventuele aandeelhoudersovereenkomst. Daarnaast regelt de juridisch adviseur in samenspraak met een notaris ook de closing van de transactie en de bijbehorende documentatie.

Fiscaal adviseur: kan advies geven over de structurering van de transactie, specifieke fiscale garanties en vrijwaringen en overige fiscale optimalisaties.

VDD adviseur: in de meest competitieve processen kan een Vendor Due Diligence onderzoek - een boekenonderzoek door de verkoper zelf - helpen om het proces zo lang mogelijk competitief te houden. In verband met de kosten van een dergelijk onderzoek, wordt dit meestal overwogen bij wat grotere transacties.

Virtual Dataroom: hoewel niet echt een adviseur, is een beveiligde online omgeving ten behoeve van het boekenonderzoek een noodzaak om een potentiële koper efficiënt en vertrouwelijk hun onderzoek te laten doen.

Tijdsinvestering

De tijdsinvestering voor een succesvolle verkoop is aanzienlijk en wordt vaak onderschat, daar kunnen we niet omheen draaien. De externe adviseurs zullen er alles aan doen om de aandeelhouders en het management te ontzorgen, maar de input en betrokkenheid van het management en de aandeelhouders van het bedrijf zijn uiteindelijk essentieel om de transactie te laten slagen. De volgende figuur geeft een indicatieve inschatting van de tijdsbesteding per fase van de verschillende partijen.

Figuur 2.2 Tijdsinvestering verschillende partijen tijdens verkoopproces

| | Aandeelhouders/ management | M&A adviseur | Juridisch adviseur | Fiscaal adviseur |
|---------------------------------|-------------------------------|--------------|--------------------|------------------|
| Voorbereiding | 50% | 100% | 0% | 0% |
| Benaderen kopers | 25% | 75% | 0% | 0% |
| Management meetings | 75% | 100% | 0% | 0% |
| Boekenonderzoek | 50% | 100% | 25% | 25% |
| Onderhandeling en structurering | 25% | 100% | 100% | 25% |
| Closing | 50% | 25% | 100% | 0% |

Case Study Rojo Consultancy

365 Capital investeert in Rojo Consultancy

Lindenaar & Co heeft Rojo Consultancy, een toonaangevende aanbieder van consultancy, managed services en software diensten voor SAP-integratie en de observability van bedrijfsprocessen, begeleid bij het aantrekken van 365 Capital als nieuwe investeerder voor de volgende groeifase van het bedrijf



Rojo Consultancy
Rojo Consultancy is een aanbieder van consultancy, managed services en software diensten voor SAP-integratie en de observability van bedrijfsprocessen

- 

Casus: Rojo Consultancy wil uitgroeien tot voorkeurspartner op het gebied van enterprise-integratie
- 

Proces: Tijdens het proces wordt ervoor gekozen om een verkoop met private equity te onderzoeken
- 

Resultaat: De nieuwe samenwerking met 365 Capital stelt Rojo Consultancy beter in staat om haar doelen te bereiken



03

De voorbereiding

- | Het bedrijf verkoopklaar maken
- | Verschillende soorten kopers
- | Informatiememorandum en financials
- | Longlist en shortlist

Het bedrijf verkoopklaar maken

Of een verkoop nu op korte of langere termijn overwogen wordt, is het verstandig om na te denken over hoe verkoopklaar het bedrijf is. Veel van de elementen die er voor zorgen dat een bedrijf verkoopklaar is betreffen onderwerpen die vaak ook goed zijn voor de performance en continuïteit van het bedrijf. En door hier de juiste stappen te zetten, bent u als ondernemer ook altijd voorbereid op onverwachte gebeurtenissen, zoals een potentiële koper die ineens met een prachtig voorstel op de stoep staat, of gebeurtenissen waardoor u als ondernemer toch versneld een verkoop wenst te onderzoeken.

De juiste stappen tijdig zetten heeft daarnaast ook het voordeel dat hier een bestendige gedragslijn uit blijkt en het bedrijf 'altijd' zo opereert. Dit zorgt er ook voor dat een potentiële koper tijdens het boekenonderzoek niet ineens gaat verkondigen dat zaken specifiek voor de verkoop positiever ingestoken zijn dan ze 'normaal' zijn. Dit laatste is namelijk gemakkelijk voer voor discussies tijdens de onderhandelingen.

Het 'verkoopklaar' maken en houden van een bedrijf betreft een aantal onderwerpen die specifiek aandacht vragen en die ervoor zorgen dat het bedrijf aantrekkelijk is voor potentiële kopers. Daarnaast is het belangrijk om vanuit operationeel oogpunt het e.e.a. op orde te hebben om het proces zo soepel mogelijk te laten verlopen.

Potentiële kopers zullen naast naar kansen, voornamelijk naar risico's kijken in een transactie - bijvoorbeeld het risico om bepaalde klanten, werknemers of andere assets kwijt te raken na de transactie. Het is dan ook belangrijk om deze risico's zoveel mogelijk te mitigeren en aan te tonen dat er een duurzaam bedrijf staat met beperkte risico's en sterke concurrentievoordelen.

Michel van Veen - Technolab: *"Onder andere door een aandeelhoudersdispuut en een ongewis bestuur ten tijde van het aantrekken van Lindenaar & Co als verkoopadviseur, was de voorbereiding van het transactieproces best ingewikkeld. Met uitgebreid advies over de aanpak van het proces tot en met verbeteringen in de (operationele en financiële) organisatie, bewees Lindenaar & Co van grote toegevoegde waarde te zijn, waarin de voorbereidingen cruciaal waren voor het succes van de uiteindelijke verkoop aan Sansidor."*

Figuur 3.1 Verkoopklaar maken



Er zijn een aantal onderwerpen waar we graag even kort bij stilstaan, gezien het belang hiervan voor een succesvol verkoopproces:

Management en organisatie: Afhankelijk van de wensen van u als ondernemer, kan het verstandig zijn om de afhankelijkheid van de ondernemer te beperken door een sterk management aangesteld te hebben en zo misbaar mogelijk te zijn. Het management is cruciaal voor de continuïteit en groei van de onderneming. Grote afhankelijkheid van één of enkele personen zorgt dan ook voor een grotere risicoperceptie. Zorg er daarnaast voor dat er een toekomstbestendige organisatie staat, waar de administratie op orde is. Het personeelsbestand verkleinen om de kosten te drukken in het jaar van verkoop is zelden een goed idee.

Current trading: Gedurende een proces, voornamelijk in de laatste fase waarin het boekenonderzoek plaatsvindt, zal een potentiële koper altijd onderzoek doen naar de cijfers. Niet alleen naar de jaarrekeningen over het verleden, maar juist ook naar de huidige performance, de zogenaamde current trading. Het is dan ook erg belangrijk dat deze op peil blijft tijdens het transactieproces.

Groeikansen: Zorg ervoor dat naast sterke duurzame groei in afgelopen jaren, ook de groeikansen en strategische mogelijkheden duidelijk en opportuun zijn - een potentiële koper koopt een bedrijf om de toekomst, niet om het verleden.

Informatiememorandum en financials

Zodra de onderneming verkoopklaar is kan er worden begonnen met het voorbereiden van het informatiememorandum ("IM"). Om een compleet IM op te stellen, wordt alle benodigde informatie en documentatie verzameld. Het informatiememorandum is een uitgebreid document dat potentiële kopers voorziet van gedetailleerde inzichten in de onderneming. Bij Lindenaar & Co hanteren we een hoge kwaliteitsstandaard en vinden we het zeer belangrijk dat dit document zo compleet en accuraat mogelijk is om verrassingen achteraf te voorkomen. Deze fase vereist dan ook een nauwe samenwerking met de verkopende ondernemer, omdat het belangrijk is om een grondig begrip van de business, organisatie, marktomstandigheden en financiële situatie te krijgen.

Tijdens de voorbereidingen wordt ook een gedetailleerd financieel model opgesteld. Dit omvat historische financiële gegevens, waarbij grootboekrekeningen en financiële overzichten zoals de winst- en verliesrekening, balans en kasstroomoverzichten worden geanalyseerd. Een financiële forecast wordt gemaakt voor een periode van meestal 5 jaar vooruit. Dit bevat het inschatten van de toekomstige inkomsten, kosten, kasstromen en investeringsbehoeften. Het financiële model is van cruciaal belang voor potentiële kopers om de toekomstige rendementen en de waarde van de investering te beoordelen.

Bij het opstellen van het financieel model zal rekening gehouden worden met historische eenmalige en/of niet-operationele elementen (normalisaties). Dit kunnen bijvoorbeeld privé-uitgaven, reorganisatiekosten, eenmalige advieskosten en andere bijzondere baten en lasten zijn, die niet mee zouden moeten tellen in de operationele winstgevendheid waar een bieding op gebaseerd wordt. Voorafgaande aan de start van een verkoopproces kan ook gedacht worden aan het optimaliseren van de omzet en kosten van het bedrijf. Hierbij dient echter wel in acht genomen te worden dat de juiste boekhoud regels worden gevolgd en dat de onderneming toekomstbestendig is en klaar voor de geprognosticeerde groei. Daarnaast zal ook naar bestendigheid met het verleden gekeken worden. Desalniettemin kan het zeer aantrekkelijk zijn voor de waarde van het bedrijf om deze mogelijkheden en analyses goed te onderzoeken.



Een goede voorbereiding waar met veel aandacht het IM en financieel model worden opgesteld zal ervoor zorgen dat er door een potentiële koper een bieding kan worden gedaan met veel zekerheid. Op het moment dat er zaken niet in het IM worden meegenomen die van invloed kunnen zijn op de waarde van de onderneming of de kans van slagen van een transactie, kan dit voor meer onzekerheid of ongewenste verrassingen zorgen later in het proces.

Martin Friederichs - EyeCare: *“Het samenvoegen van acht verschillende optiekbedrijven in één transactie en tegelijk een investeerder in laten stappen in het samengevoegde bedrijf zorgde voor een zeer complexe voorbereiding. Lindenaar & Co heeft ons uitermate goed begeleid in het smeden van de nieuwe marktleider in het high-end optiek segment, van zorgvuldige afspraken onderling tot een gezamenlijk businessplan en het samenstellen van een nieuw bestuur. Zonder de zeer gedetailleerde voorbereiding waarin alle stakeholders aan boord bleven, was deze transactie niet zo'n groot succes geworden.”*





Verschillende soorten kopers

Er zijn twee typen voornaamste kopers te onderscheiden: strategische kopers en financiële kopers. Strategische kopers zijn bedrijven die een overname willen doen die ten goede komt aan horizontale of verticale integratie. Financiële kopers zijn partijen die bedrijven overnemen om hier binnen een bepaalde investeringshorizon rendement op te maken, hieronder vallen bijvoorbeeld private equity investeerders. Het ligt voornamelijk aan de wensen van een ondernemer of er een proces opgezet wordt waarin alleen strategische kopers, alleen financiële kopers of juist beide worden aangeschreven.

Strategische kopers

Het is belangrijk om te begrijpen dat strategische kopers kunnen variëren in grootte en soort, van multinationals tot middelgrote bedrijven die zich richten op regionale groei. Over het algemeen streven strategische kopers ernaar om waarde te creëren door middel van overnames en synergieën te benutten. Door de juiste bedrijven te verwerven en ze effectief te integreren, kunnen strategische kopers hun concurrentiepositie versterken, nieuwe markten betreden en groei mogelijkheden benutten.



Figuur 3.2 Kenmerken strategische kopers

| | |
|---|---|
|  <p>Rationale</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Strategische kopers zijn bedrijven die geïnteresseerd zijn in het overnemen van andere bedrijven als onderdeel van hun groeistrategie of bedrijfsontwikkeling • In tegenstelling tot financiële kopers, zoals investeringsmaatschappijen (private equity), richten strategische kopers zich op de synergieën en waardecreatie die ze kunnen realiseren door het verwerven van andere bedrijven |
|  <p>Waardering</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Vanwege de potentiële omzet- en kostensynergieën zal een strategische koper over het algemeen bereid zijn meer te betalen dan een financiële koper • Dit vertaalt zich in een zogenaamde strategische premie |
|  <p>Investeringshorizon</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Een strategische koper heeft in principe geen vooraf bepaalde investeringshorizon en doet een overname met een langetermijnvisie • De investering zal er in de meeste gevallen toe leiden dat de activiteiten van de overnamekandidaat worden geïntegreerd in de operaties van de koper |
|  <p>Zeggenschap en management</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Een strategische koper zal de aandelen veelal voor 100% overnemen en dus ook alle zeggenschap krijgen • De kwaliteit en wensen van het managementteam van de overgenomen partij zijn soms van minder groot belang, terwijl dit voor een financiële koper altijd zeer belangrijk is |

Financiële kopers




Ook binnen de financiële kopers zijn er verschillen in bijvoorbeeld de betrokkenheid, investeringshorizon of zeggenschap. De grootste overeenkomst is dat het hoofddoel van de partijen is om een rendement te behalen op hun investering bij exit.

Figuur 3.3 Kenmerken financiële kopers

| | |
|---|---|
|  <p>Rationale</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Financiële kopers investeren in bedrijven met als primair doel het behalen van rendement op hun investering. In tegenstelling tot strategische kopers zijn financiële kopers voornamelijk gericht op het genereren van winst door middel van financiële strategieën, het herpositioneren van de onderneming en verdere algemene groei |
|  <p>Waardering</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Private equity partijen geven over het algemeen bij het waarderen van ondernemingen een zwaarder gewicht aan de groeipotentie, zowel acquisitief als organisch. Dit kan ervoor zorgen dat de prijs die zij betalen verschilt van wat een strategische koper bereid is te betalen |
|  <p>Investeringshorizon</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Een private equity partij mikt over het algemeen op een investeringshorizon van 5 – 7 jaar. Na deze periode zullen ze op zoek gaan naar een exit om hun rendement te kunnen verzilveren • Er zijn ook partijen die zich voor een langere of juist kortere periode committeren |
|  <p>Zeggenschap en management</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Dagelijkse leiding ligt bij management, maar uiteindelijke zeggenschap ligt bij de PE. Belangrijke beslissingen (bijv. aandelen en financiering) zijn voorbehouden aan versterkte meerderheid • De kwaliteit en motivatie van het managementteam zijn van groot belang voor het succes van de investering, aangezien private equity partijen over het algemeen niet op de stoel van management gaan zitten |

Binnen private equity zijn er verschillende soorten partijen te herkennen. Figuur 3.4 geeft een overzicht van de meest voorkomende soorten, hoewel hierbinnen ook weer veel verschillen zitten ten aanzien van bijvoorbeeld achterliggende investeerders, zeggenschap, termijn, betrokkenheid, etc.

Figuur 3.4 Verschillende soorten private equity partijen

| | |
|---|--|
|  <p>Family offices</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Investeert met vermogen uit familiekapitaal • Lange termijn investeringshorizon • Weinig exit-drang • Betrokkenheid geënt op lange termijn participatie |
|  <p>Captives</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Captives zijn investeringsvehikels van banken • Middellange termijn investeringshorizon • Beperkte exit-drang • Relatief beperkte betrokkenheid bij participaties |
|  <p>Funds</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Investeringsfondsen met financiering vanuit fondsenwerving • Korte tot middellange termijn investeringshorizon • Sterke exit-drang • Relatief actieve betrokkenheid bij participaties |

Figuur 3.5 Voorbeelden van Nederlandse investeerders

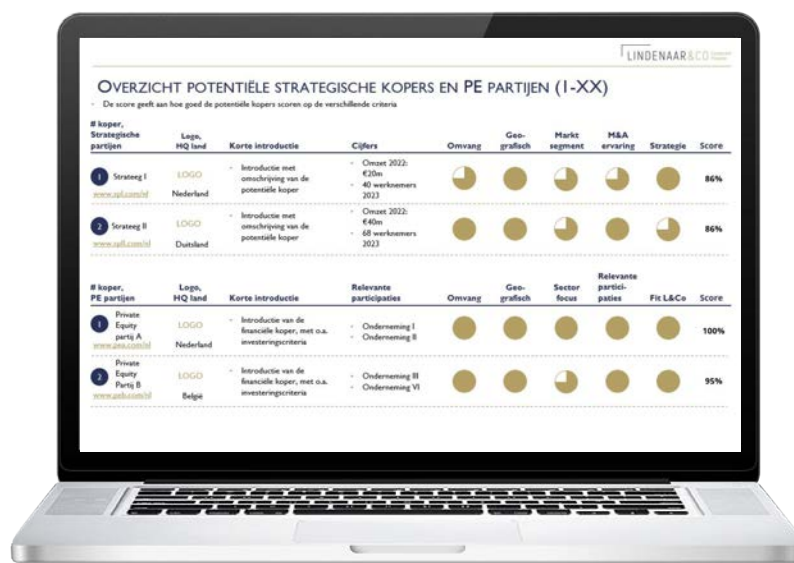


Longlist en shortlist

Een belangrijk onderdeel van de voorbereiding is een lijst met potentiële kopers opstellen. Dit begint met het opstellen van een longlist van mogelijke kandidaten die interesse zouden kunnen hebben in de overname van het bedrijf. Dit gebeurt middels een grondige search. De longlist bevat, naar de wensen van de ondernemer, strategische en/of financiële kopers. Om een goed beeld te krijgen van de partijen op de longlist geeft deze vaak belangrijke informatie weer, met onder andere een korte omschrijving van de partij en de belangrijkste cijfers, zoals omzet en het aantal medewerkers. Aan de hand van een aantal criteria krijgen de partijen op de shortlist een score van 0 – 100%. Partijen kunnen scoren op omvang, geografische ligging/bereik, marktsegment, M&A ervaring en strategie.

Nadat de longlist is opgesteld en besproken met de ondernemer, kan een shortlist van potentiële kopers worden samengesteld. Deze shortlist bevat de meest geschikte kandidaten die worden overwogen om te benaderen met de overnamepropositie. De shortlist wordt beperkt tot enkele zorgvuldig geselecteerde kopers die het beste aansluiten bij de doelstellingen en wensen van de ondernemer en de waarde die zij voor het bedrijf kunnen bieden. De score van de partijen op de longlist is, naast de kennis en mening van de ondernemer, vaak leidend voor de selectie naar de shortlist.

Figuur 3.6 Voorbeeld longlist / shortlist presentatie





04

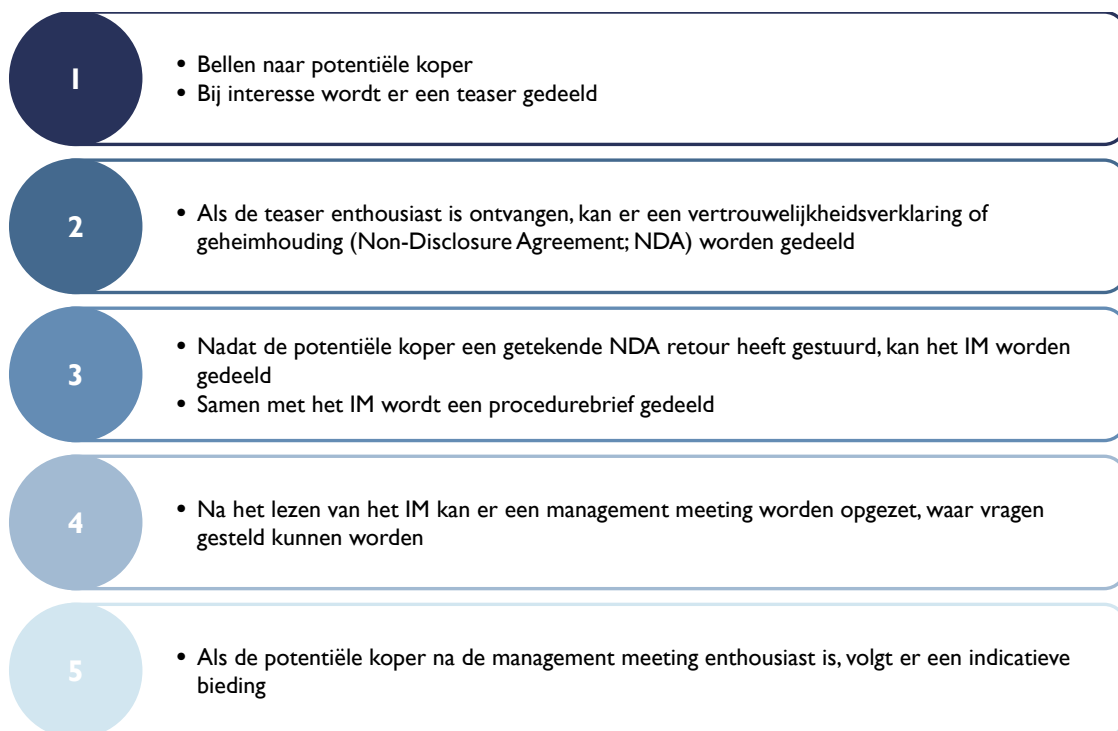
De indicatieve fase

- | Het live gaan van de transactie
- | LOI en exclusiviteit
- | Prijs en waardering

Het live gaan van de transactie

Nadat alle voorbereidingen om “live” te gaan zijn getroffen in de eerste fase, breekt de indicatieve fase aan waarin de kopers op de shortlist zullen worden benaderd. Deze kopers kunnen bij verdere interesse een indicatieve bieding uitbrengen, waarna er een keuze kan worden gemaakt voor één of meerdere partijen om de volgende fase mee in te gaan.

Figuur 4.1 Van eerste contact tot indicatieve bieding



Benaderen van shortlist partijen

In de voorbereidende fase is een shortlist gemaakt met potentiële kopers. De eerste stap is om contact met hen op te nemen om de propositie te bespreken, waarna er eventueel een ‘teaser’ kan worden gedeeld. De teaser is een kort document waarin de aantrekkelijke aspecten van het bedrijf en de belangrijkste cijfers op een anonieme basis worden beschreven.

Zodra er voldoende interesse gewekt is, kan de potentiële koper het IM ontvangen. Aangezien in het IM een grote hoeveelheid vertrouwelijke informatie staat, zal de koper voorafgaand een Non-Disclosure Agreement (NDA) moeten tekenen. De NDA legt de verplichting vast voor de ontvangende partij om de vertrouwelijke informatie geheim te houden en niet te onthullen aan derden zonder toestemming.

Verstrekken van het IM, procedurebrief en aanvullende informatie

Na het ondertekenen van de NDA worden het informatiememorandum en de procedurebrief gedeeld met de potentiële koper. In de procedurebrief wordt het verdere proces en het tijdschema uitgelegd, evenals de informatie en gegevens die een potentiële koper in een indicatieve bieding moet opnemen.

Eventueel kan er naast het IM en de procedurebrief aanvullende informatie worden gedeeld. Dit kan bijvoorbeeld een VDD (Vendor Due Diligence) of VA (Vendor Assist) rapport zijn. Deze onafhankelijke rapporten van een (big four) accountantskantoor of transaction services boutique bevatten gedetailleerde informatie over de financiële, juridische en operationele situatie van het bedrijf, in de vorm van, onder meer, een financiële analyse, juridische beoordelingen, operationele evaluaties, compliance-beoordelingen en strategische overwegingen, om zo de verkooptransactie te vergemakkelijken en de potentiële koper te helpen een weloverwogen beslissing te nemen.

Management meetings

Een belangrijk onderdeel in deze fase zijn management meetings. Dit zijn de eerste gesprekken die worden gevoerd tussen een potentiële koper en verkoper. Een management meeting is bedoeld voor beide partijen om elkaar beter te leren kennen en voor de potentiële koper om het bedrijf, de markt en het business model nóg beter te begrijpen en hierover vragen te kunnen stellen.

Indicatieve biedingen

Op basis van de informatie die tot nu toe is verstrekt kan een potentiële koper een indicatief bod indienen. Het doel van deze niet-bindende bieding is om de basisvoorwaarden van de transactie te bepalen, zonder de partijen te verplichten tot een definitieve overeenkomst. Een aantal belangrijke zaken die hierin worden opgenomen zijn:

- **De beoogde transactie** inclusief belangrijkste voorwaarden en de structuur
- **Prijs en betalingsvoorwaarden** inclusief financiering en eventuele overige voorwaarden zoals een earn-out en vendor loan (zie pag. 42)
- **De strategische rationale** met daarin de toegevoegde waarde die de potentiële koper zal brengen
- **Het beoogde tijdschema**, inclusief de verwachte werkzaamheden voor het due diligence en de adviseurs die hiervoor worden ingehuurd

Afhankelijk van de indicatieve biedingen en de appetite van potentiële kopers, kan er na de indicatieve bieding een tweede competitieve fase worden vormgegeven, waarbij de potentiële kopers de kans krijgen om hun bieding te verbeteren of additionele zekerheid te bieden (bijvoorbeeld met zekerheid rondom financiering voor de transactie). Hoe competitief deze fase is en of er reeds (deels) boekenonderzoek in deze fase plaatsvindt is sterk afhankelijk van de omvang van de transactie, de voorbereiding (of er bijvoorbeeld een VDD is gemaakt) en de bereidheid van de bidders.



LOI en exclusiviteit

De LOI

Indien op basis van een indicatieve bieding overeenstemming wordt bereikt met één partij, wordt meestal een LOI opgesteld. De LOI staat voor de “Letter Of Intent” of “Intentieverklaring”. Dit is een niet-bindend document tussen de verkopende partij en de potentiële koper om een bepaalde transactie aan te gaan, waarbij de voorwaarden en basisafspraken van de deal worden vastgelegd.

Een Letter Of Intent heeft verschillende doeleinden:

1. **Uitdrukken van interesse:** de LOI toont aan dat beide partijen geïnteresseerd zijn in het aangaan van de transactie en bereid zijn om de onderhandelingen voort te zetten
2. **Basisvoorwaarden vastleggen:** hoewel een LOI meestal niet bindend is, kan het enkele belangrijke voorwaarden bevatten, zoals prijs, structuur van de transactie, belangrijkste juridische afspraken en andere belangrijke aspecten
3. **Tijdslijn en exclusiviteit:** het kan de tijdslijn voor verdere onderhandelingen en due diligence aangeven, evenals de periode van exclusiviteit waarin de partijen zich ertoe verbinden om niet met andere potentiële transactiepartners te onderhandelen
4. **Intentie om te onderhandelen:** de LOI geeft aan dat beide partijen de intentie hebben om serieus met elkaar te onderhandelen en inspanningen te leveren om tot een definitieve overeenkomst te komen

Wanneer krijgt een potentiële koper exclusiviteit?

Een exclusiviteitsperiode houdt in dat de kopende en verkopende partij voor een afgesproken tijdspanne exclusief zijn om samen tot een transactie te komen en niet actief op zoek zullen gaan naar andere potentiële kopers of verkopers voor dezelfde transactie. De exclusiviteitsperiode kan variëren in duur en wordt doorgaans in het beginstadium van de onderhandelingen overeengekomen. Het doel van exclusiviteit is om koper de mogelijkheid te geven om vertrouwelijke informatie te ontvangen, grondig te onderhandelen over de voorwaarden en additionele (substantiële) kosten te maken, zonder nog in concurrentie te zijn met andere potentiële kopers.

Prijs en waardering

Een potentiële koper hanteert doorgaans meerdere waarderingmethodologieën, zoals een EBITDA-multiple of een DCF (Discounted Cash Flow) waardering. Ongeacht de methode die wordt gebruikt, richten ze zich allemaal op twee basisprincipes die de waarde van een bedrijf bepalen: 1) de kasstromen die de onderneming in de toekomst verwacht te genereren, en 2) het risico en de groeivoorzichten die gepaard gaan met de strategie van het bedrijf.

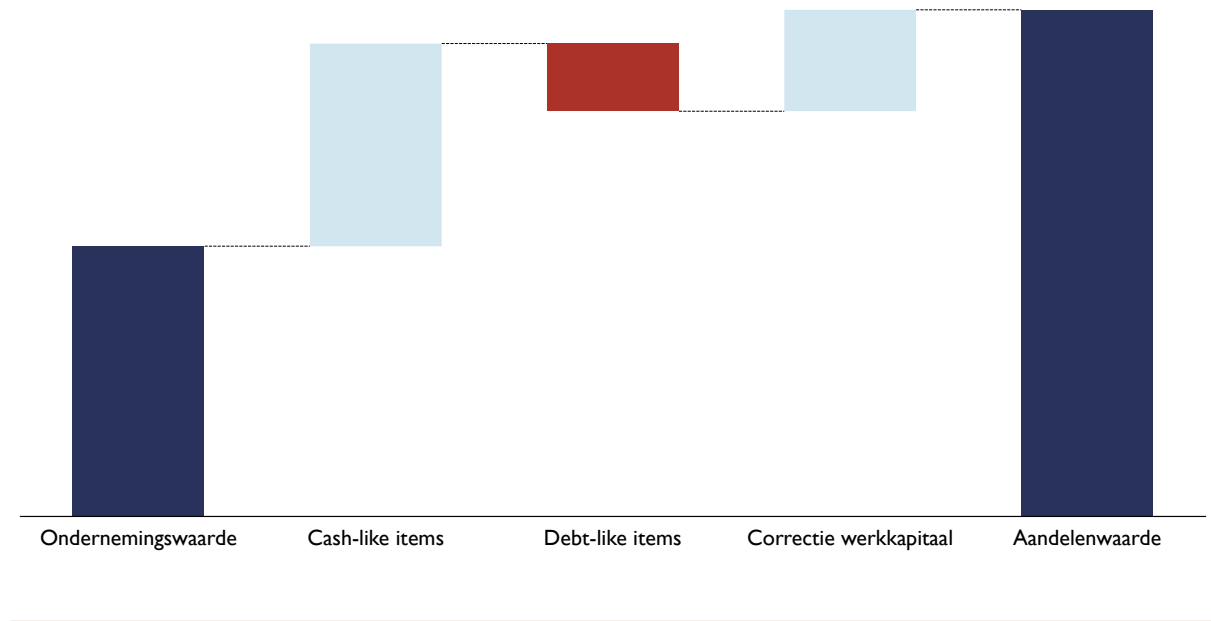
Een belangrijk aspect om te begrijpen is het verschil tussen de ondernemingswaarde en de waarde van het eigen vermogen (de aandelenwaarde). De aandelenwaarde is de ondernemingswaarde plus het saldo van cash-like items, debt-like items en een eventuele werkkapitaalcorrectie.

Cash-like items zijn o.a. overtollige liquide middelen, verstrekte leningen, waarborgsommen en/of latente belastingvoorzieningen

Debt-like items zijn alle rentedragende en niet-operationele schulden die openstaan. Hieronder vallen de rentedragende schulden zoals een bankschuld, maar o.a. ook nog zaken zoals te betalen vennootschapsbelasting, te betalen dividend, transactiekosten, financiële leaseverplichtingen, nog te betalen ontslagvergoedingen en/of bonusbetalingen

Een **werkkapitaalcorrectie** wordt gemaakt als het niveau van het werkkapitaal hoger of lager is dan het gemiddelde van de afgelopen 12 maanden. Het is namelijk gebruikelijk dat een onderneming met een 'normaal' werkkapitaal opgeleverd wordt. Als er bijvoorbeeld op het moment van closing een hoger dan gemiddeld bedrag aan debiteuren openstaat, dan betekent dit dat het werkkapitaal hoger is dan 'normaal' en dan zijn de liquide middelen (die de verkoper meekrijgt) te laag. De verkoper dient hier dan ook voor gecompenseerd te worden door een positieve correctie op de koopprijs. Overigens kan het natuurlijk ook zo zijn dat het werkkapitaal te laag is ten opzicht van het gemiddelde, waardoor er een negatieve correctie plaats moet vinden.

Figuur 4.2 Van ondernemingswaarde naar aandelenwaarde



Prijs versus waardering

De prijs bij een bedrijfsovername is het daadwerkelijke bedrag dat wordt betaald door de koper om de onderneming te verwerven. Dit is het resultaat van onderhandelingen tussen de koper en de verkoper, waarbij de partijen proberen de transactievoorwaarden te optimaliseren. De uiteindelijke prijs kan verschillen van de theoretisch bepaalde waardering van het bedrijf, afhankelijk van verschillende factoren, zoals:

- **Synergieën:** als de koper verwacht dat de acquisitie synergievoordelen zal opleveren, zoals kostenbesparingen, nieuwe markttoegang of verhoogde efficiëntie, kan dit de prijs omhoog duwen
- **Strategische waarde:** als de onderneming een strategische aanvulling vormt op de activiteiten van de koper, kan dit leiden tot een hogere prijs, omdat de koper bereid is meer te betalen vanwege de potentiële waardecreatie
- **Concurrentie:** als meerdere partijen interesse hebben in het verwerven van hetzelfde bedrijf, kan dit leiden tot een competitief proces, waardoor de uiteindelijke prijs wordt opgedreven
- **Marktomstandigheden:** de huidige economische omstandigheden en de beschikbaarheid van financiering kunnen ook van invloed zijn op de prijs

Het is essentieel om te begrijpen dat een theoretische waardering en de prijs niet altijd gelijk zullen zijn en het uiteindelijke bedrag dat wordt betaald bij een overname een resultaat is van het totale verkoopproces en onderhandelingen. Daarnaast is het ook van belang om te beseffen dat een goede prijs slechts één (belangrijk) onderdeel is van een succesvol verkoopproces. De overige voorwaarden van de deal (zoals hoe en wanneer de prijs betaald wordt), evenals minder tastbare elementen zoals het gevoel bij de nieuwe eigenaar van uw bedrijf en zaken als een non-concurrentiebeding zijn ook van groot belang.

Financiering van de overnamesom

Als er eenmaal een prijs is afgesproken dan moet deze nog gefinancierd worden. Bij een strategische overname wordt dit veelal volledig uit eigen middelen of bestaande financieringen van koper gedaan, maar bij een overname door private equity wordt de overnameprijs deels met nieuwe (bank)schuld gefinancierd op de onderneming en eventueel met een herinvestering van de huidige aandeelhouders.

Daarnaast kan een potentiële koper meerdere voorwaarden stellen aan de betaling van de koopprijs. Zo kan een potentiële koper voorwaarden stellen aan de timing van de uitbetaling van de koopsom, bijvoorbeeld door middel van een uitgestelde betaling of een earn-out. Ook kan een vendor loan of herinvestering opgenomen worden in de voorwaarden.

Een **earn-out** is een regeling waarbij een deel van de aankoopprijs van een bedrijf wordt uitgesteld en afhankelijk wordt gesteld van het behalen van bepaalde toekomstige financiële doelstellingen of prestatiecriteria. Het idee achter een earn-out is dat het de verkoper stimuleert om na de overname betrokken te blijven bij het bedrijf en te streven naar het behalen van de afgesproken doelstellingen om een hogere verkoopprijs te ontvangen. Er zijn een aantal zaken belangrijk om mee te nemen als er over earn-outs wordt onderhandeld:

- Een koper zal over het algemeen de earn-out willen structureren op een winstgevendheidsparameter zoals EBIT of EBITDA. Het is belangrijk om hierbij rekening te houden met een structurele EBIT(DA), waarbij eenmalige kosten worden uitgesloten
- Daarnaast moeten er ook afspraken komen die ervoor zorgen dat een koper in de toekomst de EBIT(DA) niet kan manipuleren om een earn-out betaling te voorkomen
- Als de earn-out over meerdere jaren wordt verspreid is het goed om te overleggen wat er gebeurt als er in het ene jaar wel wordt voldaan aan de voorwaarde en in het andere jaar niet. Bijvoorbeeld, als de verkoper in een jaar niet voldoet aan de prestatiecriteria, kan hij dan dat tekort inhalen door in de daaropvolgende jaren prestatiedoelen te overtreffen

Een ander onderdeel van de financiering van de koopsom kan een **vendor loan** (verkoperslening) zijn. Verkopersleningen omvatten meestal overeengekomen rentetarieven, looptijden en aflossingsvoorwaarden, net als traditionele leningen. Het exacte karakter van de verkoperslening kan variëren, afhankelijk van de onderhandelingen tussen koper en verkoper. Wel goed om te realiseren is dat een vendor loan vrijwel altijd achtergesteld is bij bancaire financiering en dat aflossing en rentebetalingen alleen met toestemming van de bank en bij het behalen van minimale ratio's kunnen plaatsvinden tot de bancaire financiering afgelost is.



05

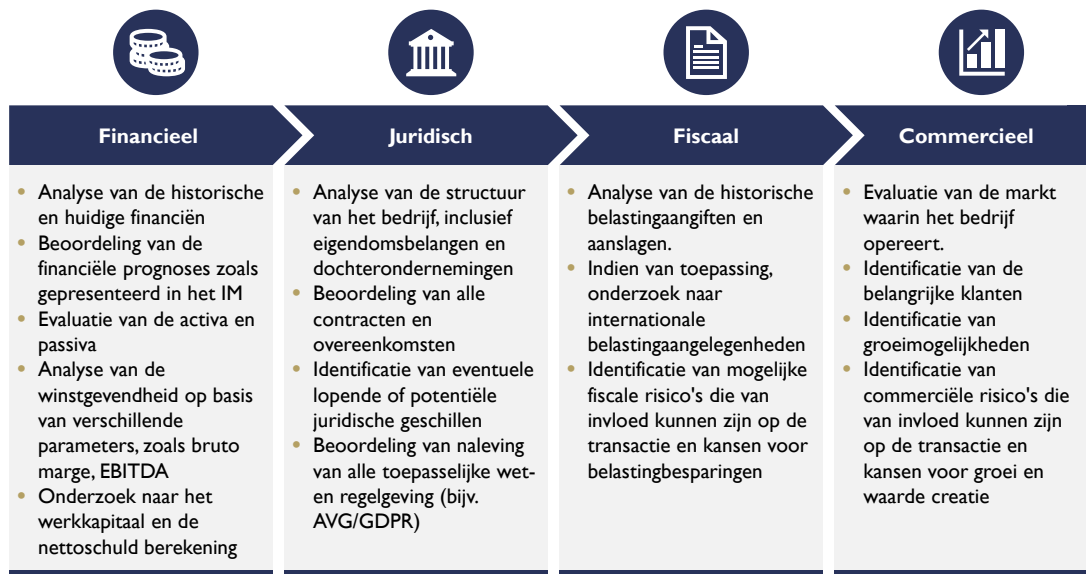
De finalisatie

- | Due diligence
- | Transactiedocumentatie
- | Closing

Due diligence

De laatste fase van een verkoopproces staat onder andere in het teken van het boekenonderzoek. Hierbij zal een koper samen met een aantal adviseurs in een periode van meestal 3 tot 5 weken een onderzoek doen op de financiële, juridische, commerciële en fiscale situatie van de onderneming. Het doel van het boekenonderzoek is om de potentiële koper in staat te stellen om eventuele risico's en kansen te identificeren voordat er een overeenkomst gesloten wordt. Het proces wordt vaak uitgevoerd door financiële experts en juridische adviseurs die door de potentiële koper worden ingehuurd. Figuur 5.1 laat zien wat een due diligence onderzoek globaal inhoudt.

Figuur 5.1 Soorten due diligence



Het boekenonderzoek zal zich voornamelijk afspelen in een zogenaamde Virtual Data Room (“VDR”), een beveiligde online omgeving. Hierin staan alle documenten en gegevens van de onderneming. Het is belangrijk dat deze documenten en gegevens zo compleet mogelijk worden aangeleverd voordat de VDR wordt geopend voor de adviseurs van de potentiële koper. Dit zorgt ervoor dat het boekenonderzoek soepeler zal verlopen en de werkdruk voor de verkopende ondernemer minder hoog wordt.

Zodra de VDR gevuld is krijgen de potentiële koper(s) en adviseurs toegang en kunnen ze via deze weg vragen stellen om hun rapport te kunnen opstellen. Elke adviseur zal een eigen rapport met de bevindingen delen met de koper. Als hier zogenaamde ‘red flags’ uit naar voren komen, dan zullen deze met de verkopende partij besproken worden om hier samen een oplossing voor te zoeken.

Als de finale rapporten zijn opgesteld krijgt de potentiële koper hiermee inzicht in risico’s en kansen voor de onderneming. Daarnaast kunnen de rapporten gebruikt worden in de onderhandelingen om bepaalde garanties en voorwaarden te stellen in de koopovereenkomst. Ook een financierende bank zal deze rapporten te zien krijgen bij het fiatieren van een financiering.



Transactiedocumentatie

Een ander belangrijk onderdeel in de laatste fase van het verkoopproces is de transactiedocumentatie. Dit omvat voornamelijk de koopovereenkomst en, indien van toepassing, de aandeelhoudersovereenkomst. Het is hierbij van groot belang dat er een juridisch adviseur wordt ingeschakeld die gespecialiseerd is in fusies en overnames, aangezien deze - samen met de jurist van de kopende partij - de transactiedocumentatie opstelt en voor een deel ook uitonderhandelt samen met de corporate finance adviseur.

De **koopovereenkomst**, of de Share Purchase Agreement (“SPA”), is een uitgebreid document waarin zaken als de koopprijs, voorwaarden en garanties worden beschreven. Het is een belangrijk contract, aangezien hierin de koop en verkoop van de aandelen en alle voorwaarden die hieromtrent overeengekomen zijn, vastgelegd worden. Daarnaast moet deze overeenkomst voorkomen dat er na closing van de transactie nog discussie zal ontstaan.

Figuur 5.2 Belangrijke onderdelen koopovereenkomst



Bij een transactie waarbij er na closing meerdere partijen aandeelhouder zijn, wordt er ook een **aandeelhoudersovereenkomst** of Shareholders Agreement (“SHA”) opgesteld. Het doel van een aandeelhoudersovereenkomst is om de rechten, plichten en verantwoordelijkheden van de aandeelhouders vast te leggen en om de werking en besluitvorming van de onderneming te reguleren.

Er zijn drie veelvoorkomende vormen van besluitvorming:

1. **Normale meerderheid:** Bij deze is het vereiste aantal stemmen simpelweg de meerderheid van de uitgebrachte stemmen
2. **Versterkte meerderheid:** Sommige belangrijke besluiten vereisen een hoger percentage stemmen dan de normale meerderheid om te worden aangenomen
3. **Bescherming van minderheidsaandeelhouder:** Door specifieke rechten te verlenen aan minderheidsaandeelhouders kunnen zij bepaalde belangrijke beslissingen blokkeren

Figuur 5.3 Belangrijke onderdelen aandeelhoudersovereenkomst



Gaston Freijser - deBreij: “Een aandelentransactie is in de meeste gevallen een complexe aangelegenheid waarin zowel strategische, financiële en juridische overwegingen een rol spelen. Een gezond samenspel tussen de corporate finance adviseur en de juridisch adviseur helpt dan in alle facetten van het transactieproces om te komen tot de best mogelijke uitkomst, waar een ondernemer jaren later nog steeds gelukkig mee is. We werken al lange tijd op een bijzonder prettige manier samen met Lindenaar & Co.”

Closing

Na het afronden van het due diligence, uitonderhandelen van alle transactiedocumentatie en verkrijgen van eventuele financieringen kan er naar het sluiten (closing) van de transactie worden gewerkt. De eerste stap is het tekenen van alle documentatie (signing). Na signing kan de closing dan echt gaan plaatsvinden, dit houdt in dat alle aandelen worden geleverd middels een notariële akte. Dit gebeurt normaal gesproken bij de notaris, maar een digitale closing op afstand (waarbij de notaris gemachtigd wordt) is sinds de Covid-19 pandemie steeds gebruikelijker geworden.

Nadat de ACM haar check heeft uitgevoerd, kunnen alle aandelen worden geleverd. De transactie is hierna afgerond en het bedrijf is eigendom van de nieuwe aandeelhouders. Het kan zijn dat er nog een aantal post-closing acties zijn die moeten worden afgerond, zoals het informeren van belanghebbenden, het bijwerken van zakelijke registers en het overdragen van beheer en controle aan de nieuwe eigenaar.

Na de closing wordt de overname meestal gecommuniceerd naar belanghebbenden zoals medewerkers, klanten, leveranciers en de markt in het algemeen. Daarna volgt de fase waar de koper en verkoper werken aan het integreren van de bedrijfsactiviteiten, systemen en culturen. De closing van een deal markeert het einde van de onderhandelingsfase en het begin van een nieuw hoofdstuk. Ondanks dat de rol van Lindenaar & Co als adviseur bij de overname na de closing erop zit, blijven we wel betrokken waar nodig of gewenst.



06

Lindenaar & Co

- | Over ons
- | Team
- | Track record
- | Selectie van klanten

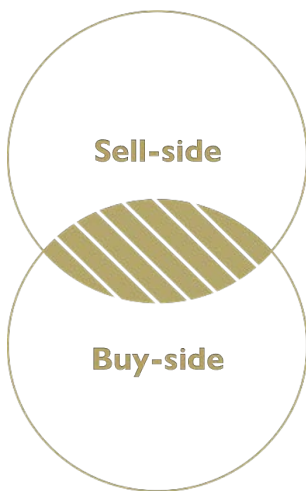
Over ons

Lindenaar & Co is in 2005 opgericht om een alternatief te bieden voor de corporate finance afdelingen van banken en accountantskantoren. Inmiddels zijn we uitgegroeid tot een toonaangevende, onafhankelijke corporate finance boutique in Nederland met een uitgebreid track record van Nederlandse en cross-border transacties. Onze expertise richt zich hoofdzakelijk op het adviseren van ondernemers, familiebedrijven, private equity partijen en andere belanghebbenden op het gebied van fusies en overnames. Het Lindenaar & Co team is een jonge maar zeer ervaren club mensen die het vooral heel erg leuk vindt om deals te doen, intensief met ondernemers samen te werken en tot het gaatje te gaan om de wensen en ambities van ondernemers te verwezenlijken. Wij besteden bij elke deal dan ook meer dan gemiddeld aandacht en tijd om de verwachtingen van onze klanten te overtreffen. Door creativiteit, kwaliteit en doorzettingsvermogen te combineren, streven wij ernaar om de beste deal voor onze klant te realiseren.



Welke diensten leveren wij?

Onze diensten zijn gefocust op alles wat met M&A (Mergers & Acquisitions) te maken heeft. In onze dienstverlening onderscheiden we fusies en overnames vanuit verkopersperspectief (sell-side) en vanuit kopersperspectief (buy-side).



Bij **sell-side** transacties gaat het vaak om waarde maximalisatie, maar tegelijkertijd weten we dat de 'softe' elementen minstens net zo belangrijk zijn. Het gaat om de toekomst van u en uw bedrijf. Met een vertrouwenswaardige, nieuwe investeerder of eigenaar, die achter de strategieplannen staat en het beste pakket aan voorwaarden biedt.

Aan de **buy-side** wordt Lindenaar & Co vaak betrokken vanaf het moment dat de zoektocht naar een overnamekandidaat begint. Er kan een specifieke overnamekandidaat op het oog zijn, of een buy-and-build strategie is één van de doelstellingen maar de kandidaten moeten nog gevonden worden. We begeleiden ook investeerders met specifieke interesse in een sector.

Het team



Anna Wortelboer
Analist



Dide van der Pol
Analist



Erik Ingeneeger
Partner



Geert Lebesque
Associate



Jurjen Ijska
Partner



Max Kisman
Associate



Ruben van Grol
Analist



Susanne Bruens
Associate



Toon Parmet
Associate

Selectie van track record

LINDENAAR&CO Corporate Finance

TECHNOLAB

Legiotec

Verkocht aan

SANSIDOR

Onderdeel van

HC PARTNERS

LINDENAAR&CO Corporate Finance

365 CAPITAL

Investeert in



LINDENAAR&CO Corporate Finance



HOFFELIJK

Fuseert met

Lindenhaeghe
Vakbetschaarheid in vertrouwde handen

LINDENAAR&CO Corporate Finance

Capital·A
INVESTMENT PARTNERS

Investeert in



Pimm

LINDENAAR&CO Corporate Finance

EMK Capital
Enterprise Management Knowledge

Investeert in



Eye Care Group

LINDENAAR&CO Corporate Finance

areQare

Verkocht aan

hcs.

Onderdeel van



nationale nederlanden

LINDENAAR&CO Corporate Finance

craft capital

Investeert in



VROOM
FUNDERINGSTECHNIKEN

LINDENAAR&CO Corporate Finance



AA-TECH
DIAGNOSTICS EUROPE

Verkocht aan

epredia

Onderdeel van

PHC GROUP

LINDENAAR&CO Corporate Finance



LOUWMAN GROUP

Investeert in



Mobiliteitsfabriek

Contact

Of u nu al langere tijd rondloopt met gedachten over een verkoop, pre-exit of groeikapitaal, of daar nog helemaal niet mee bezig bent maar het wel interessant vindt om daar eens vrijblijvend over te sparren, we gaan graag het gesprek met u aan.

Met meer dan 18 jaar ervaring en meer dan 100 transacties in vele sectoren denken we graag mee over de (M&A) strategie van uw onderneming die bij uw wensen en ambities past, op de korte en/of lange termijn.

Voor meer informatie, bijpraten of een vrijblijvende kennismaking:

Lindenaar & Co Corporate Finance BV

Emmalaan 25
3581 HN Utrecht
The Netherlands

T: +31 (0)30 223 2100

Erik Ingeneeger

Partner

erik@lindenaar-cf.com

M: +31 (0)6 123 66 996

Jurjen Ijska

Partner

jurjen@lindenaar-cf.com

M: +31 (0)6 516 46 091



