

Governance bij verkoop van bedrijfsonderdelen

Na tijdens de crisis nagenoeg stilgevallen te zijn, trekt de fusie en overnamemarkt weer aan. Dat betekent dat er ook weer ruimte komt voor het afsplitsen van bedrijfsonderdelen. Hoe goed leiderschap tijdens de afsplitsing en verkoop van een bedrijfsonderdeel kan bijdragen aan het succes van een transactie.

Rick van Dommelen, partner, **Casper Scheffer**, senior advisor, en **Pieter Veuger**, partner, zijn allen werkzaam bij PwC Transaction Services.

De meeste beursgenoteerde ondernemingen voeren regelmatig en consequent een review uit op hun portfolio van activiteiten. Het verkopen van een bedrijfsonderdeel kan bijdragen aan de concurrentiekracht van de onderneming door een gerichte focus op haar *core* activiteiten.

De afgelopen jaren is dit proces doorgestaan en met een groot aantal verkoopvoorbereidingen in de pijplijn, verwachten wij dat de komende jaren het aantal *carve outs* zowel in volume als in aantallen zal stijgen.

Aan een aantal topmanagers van grote ondernemingen met verkoopprocessen hebben we hun ervaringen gevraagd.¹ Uit deze gesprekken bleek dat een goed voorbereid en gestructureerd proces uiteindelijk de belangrijkste bepalende factor is voor het slagen van een succesvolle verkoop.

Onze gesprekspartners gaven aan dat verkoopprocessen in mindere mate zijn gestandaardiseerd dan acquisitieprocessen. Bovendien wordt de complexiteit en doorlooptijd van afsplitsingen vaak onderschat. De belangrijkste zaken die hierbij aan de orde kwamen, zijn:

- de governance structuur;
- het bepalen en transparant maken van de propositie; en
- de executie.

In dit artikel werken we de bevindingen verder uit door deze processen te bezien vanuit vier fasen: de strategiebepaling, de voorbereiding, het verkoopproces en de uitvoering. Wij beogen met dit artikel inzicht te verschaffen in de rol van toezicht van het topmanagement in afsplitsingsprocessen in de huidige fusie- en overnamemarkt.

De strategie

De beslissing voor het onderzoeken van de haalbaarheid van verkoop wordt in de meeste gevallen genomen door de Raad van Bestuur van de onderneming.

Het primaire doel van de verkoop is het behalen van de maximale waarde voor de aandeelhouder. Tijdens onze gesprekken kwam hierbij echter veelvuldig naar voren dat er meer is dan het streven naar de hoogste prijs voor het onderdeel. Aangegeven werd dat de algemene beeldvorming die ontstaat rond de transactie net zozeer van belang is. Specifiek werden de volgende factoren genoemd als relevant voor deze beeldvorming:

- het imago van de koper;
- de plannen die de koper heeft met het bedrijfsonderdeel; en
- de executiekracht van de koper om de deal te doen.

De gevolgen op lange termijn voor het te verkopen onderdeel, inclusief het personeel, werden herhaaldelijk genoemd als een belangrijke factor voor de selectie van de potentiële kopers. In het bijzonder in de consumentenindustrie is dit een belangrijke factor omdat een transactie schade kan berokkenen aan het imago van de verkopende partij.

Ook vertrouwen in de kopende partij is van belang voor de verkoper. Enerzijds met betrekking tot de zekerheid dat de koper daadwerkelijk in staat is de koop gestand te doen, en anderzijds met betrekking tot een mogelijke voortzetting van de commerciële samenwerking tussen beide bedrijven. Door imago en vertrouwen op te nemen in de doelstelling, wordt indirect een aantal kopers uitgesloten van het verkoopproces.

Veelal kiest de verkoper tijdens de strategiebepaling al voor het type kopers dat benaderd zal worden: strategische kopers, financiële kopers of het huidige management (management buy out, mbo). Beslissingen in deze fase kunnen grote gevolgen hebben voor het complete proces en de uitkomst hiervan. Immers, de toekomst van de organisatie maar ook zeker van het managementteam van het af te splitsen onderdeel (het managementteam) zal in grote mate afhangen van dit proces.

De voorbereiding

Zodra de verkoper intern consensus heeft bereikt over de strategie, kan worden overgegaan op de voorbereiding. Een goede voorbereiding van een verkooptransactie beperkt het risico dat het proces onnodig vertraagd wordt, of dat aan het einde van het proces alsnog allerlei onderhandelingen moeten worden gevoerd.

De verkoper dient in deze fase altijd te beginnen met de vraag wat de exacte scope is van de beoogde transactie. Soms is de scope direct helder. Echter, bij meer complexe transacties waarin de business in hoge mate vervlochten is met de rest van de groep, dient het management in detail te bepalen wat de scope van de transactie is. De verkoper dient een beeld te krijgen van de belangrijkste activa, systemen, processen, contracten en mensen die bepalend zijn om de strategie en de cashflows van de business te realiseren. Tegelijkertijd dient de onderneming een beeld te krijgen van de zaken die de groep zelf wil behouden.

Voorbereiding versus vertrouwelijkheid

Transparantie en vertrouwen worden gezien als belangrijke factoren voor het optimaliseren van de transactiewaarde en daarmee voor het succes van een verkooptransactie. Het is evident dat er meer onzekerheid bestaat over de waarde van een bedrijfsonderdeel dat vervlochten is met de rest van het concern. Immers, een koper dient zich een oordeel te vormen over de toekomstige financiële resultaten van deze business in een stand alone situatie. Dit pleit voor een grondige voorbereiding.

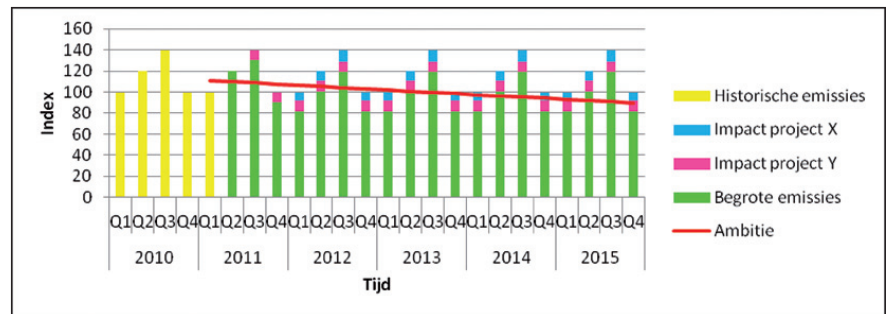
Een grondige voorbereiding is echter conflicterend met een andere doelstelling die vaak in ogenschouwen genomen wordt, namelijk het voorkomen dat informatie over de geplande verkoop lekt naar personeel en andere belanghebbenden. Verkopers maken dan ook een bewuste keuze over de vertegenwoordigers van het te verkopen bedrijfsonderdeel die betrokken worden bij de voorbereiding.

Uit onze gesprekken bleek inderdaad dat wanneer afsplitsingen bekend waren bij een grotere groep medewerkers, de splitsing grondiger werd voorbereid. In enkele gevallen gaven onze contactpersonen aan dat achteraf gezien de samenstelling van het team anders geweest had moeten zijn. Een grondiger voorbereiding had een hogere transactiewaarde of soepeler proces mogelijk gemaakt.

Rollen en bevoegdheden

De RvB en de RvC mandateren doorgaans de CFO om verkoopprocessen te coördineren. De CFO wordt hierbij ondersteund door corporate development / M&A afdelingen en diverse externe adviseurs. De betrokken teams zijn vaak beperkt van omvang om zodoende vertrouwelijkheid te waarborgen. Het

Begroting van de uitstoot van schadelijke stoffen



De gele staven geven de prestaties uit het verleden weer. De groene staven zijn een extrapolatie van de prestaties uit het verleden bij gelijkblijvende productievolumes. De blauwe en roze staafjes zijn een voorspelling van de verwachte effecten van verbeterprojecten.

kernteam heeft als belangrijke taak te waarborgen dat gedurende het proces strategie, doelen, principes en prioriteiten helder zijn en worden nageleefd. Heldere afspraken betreffende beslissingsbevoegdheden en interne communicatie zijn essentieel om een verkoopproces soepel te laten verlopen.

De rol van het managementteam van het te verkopen bedrijfsonderdeel (voornamelijk de algemeen en de financieel directeur) is vaak beperkt tot het verzorgen van de inhoud van het informatie memorandum (im) en de dataroom. De uiteindelijke informatie die wordt gedeeld met kopers wordt goedgekeurd door de verkoper. Echter, draagvlak van dat managementteam wordt belangrijk geacht aangezien het managementteam mogelijk verantwoordelijk wordt om het businessplan na de transactie waar te maken. Na deze voorbereiding neemt de rol van het managementteam in het verkoopproces snel af.

De daadwerkelijke selectie van de potentiële kopers wordt gemaakt door de verkoper. Het is ook de verkoper die de onderhandelingen zal voeren. Alleen waar nodig wordt het managementteam hierbij betrokken. Dit gebeurt in het bijzonder bij het onderhandelen over *transitional service agreements* (tsa).

Indien een splitsing vereist dat een nieuwe RvC aangesteld wordt voor het afgesplitste onderdeel, dan gebeurt dit op initiatief van de verkoper. Deze RvC wordt geïnstalleerd bij de daadwerkelijke splitsing. Het toezien op een transparant en eerlijk splitsingsproces wordt gezien als een geëigende taak van de RvC. Er is in Nederland geen wettelijk vereiste al voorafgaand aan de *closing* specifieke commissarissen aan te wijzen die voor één van beide onderdelen de belangen vertegenwoordigen.

Retentie

Doorgaans zijn afsplitsingen ingrijpende processen. Ofschoon een deel van het personeel een afsplit- >>



ing ziet als een kans, moet de organisatie er rekening mee houden dat het personeel de onzekerheden als bedreiging voor zijn baan en carrièrekansen ziet. Voor verkopers is het van belang zich bewust te zijn van dit proces aangezien het van invloed kan zijn op het handelen van de betrokkenen. In de praktijk passen verkopers dan ook waar nodig hun governance structuur aan. Voor kopers, en dan in

het bijzonder voor financiële kopers, zal juist de retentie een grote zorg zijn.

Het managementteam wordt vroeg in het proces geïnformeerd over zijn rol in het proces en de impact van de transactie op zijn toekomst. Doorgaans gaat dit gepaard met het voorleggen van een retentiepakket gekoppeld aan de transactie. De voorwaarden van het pakket dienen zorgvuldig gekozen te worden. Deze kunnen namelijk op den duur conflicterend zijn met de doelstellingen van potentiële kopers. Dat kan het managementteam als ook de nieuwe eigenaar in een lastig pakket brengen.

Kleine zaken tijdens de voorbereiding worden grote zaken tijdens de uitvoering

Retentiebonussen worden aangeboden aan medewerkers van wie de bijdrage als onmisbaar voor het slagen van het verkoopproces wordt beschouwd en aan medewerkers die als individu het succes van de onderneming beïnvloeden. In uitzonderlijke gevallen betalen bedrijven aan alle medewerkers een prestatie- of retentiebonus uit de opbrengst van de verkoop. Retentiebonussen worden zowel gestandaardiseerd als op individuele basis bepaald. Vooral wanneer afsplitsingen meerdere landen betreffen, worden verschillende richtlijnen gehanteerd. Retentiebonussen bedragen doorgaans zes tot twaalf maandsalarissen.

Type kopers

Zoals eerder genoemd, besluit de verkoper al vroeg in het proces welk type kopers wordt benaderd. Deze keuze heeft grote invloed op de voorbereiding. Strategische kopers worden doorgaans geacht het bedrijfsonderdeel te kunnen integreren in een bestaande

organisatie. Groot voordeel van dit type kopers is dat zij vaak goed in staat zijn om zelf integratiescenario's uit te werken. Het is dus niet noodzakelijk het bedrijf te presenteren als een zelfstandig opererend bedrijf met bijbehorende financiële informatie op *stand alone* basis. Het is echter wel van belang dat de verkoper voldoende inzicht heeft en geeft in de bestaande verwevenheden tussen het bedrijfsonderdeel en de verkopende organisatie. Vooral tijdens de economische crisis van een paar jaar geleden hadden strategische kopers uitgesproken wensen over de scope van de transactie, en waren zij gezien de marktomstandigheden vaker in staat deze invloed succesvol te vertalen naar wijzigingen in de scope.

Financiële kopers beschikken doorgaans niet over een organisatie waarin het bedrijfsonderdeel kan worden geïntegreerd. Zij zullen het onderdeel als zelfstandig bedrijf laten opereren na de transactie. Naast inzicht in de bestaande verwevenheden tussen het bedrijfsonderdeel en de verkopende organisatie dient de verkoper daarom inzicht te geven in de mogelijke operationele en financiële situatie na de transactie, en in het beoogde transitieproces.

In het bijzonder in de huidige fusie- en overname markt hebben financiële kopers behoefte aan een gedegen vooronderzoek naar de mogelijke operationele en financiële risico's van een transactie. Zij verwachten een robuust transitieplan waaruit blijkt dat de verkoper in staat is het bedrijfsonderdeel binnen afzienbare tijd los te weken zonder de dagelijkse gang van zaken te verstoren.

Dit betekent dat de verkoper een breed scala aan aannames moet doen over het toekomstige businessmodel. Hiervoor worden vaak diverse werkgroepen geïnstalleerd. Hier is het van groot belang scherp toe te zien op de oplossingsrichtingen die de werkgroepen aandragen. Het managementteam is soms genegen te kiezen voor oplossingen van hoge kwaliteit in plaats van *fit for purpose* oplossingen.

Indien het managementteam van een groepsmaatschappij een mbo voorstelt, wijzigt doorgaans per direct de beslissingsbevoegdheid en rapportagestructuur. De groepsmaatschappij wordt dan onder verscherpt toezicht geplaatst. Enkele ondernemingen overwegen alleen een management buy out als de economische overdracht met terugwerkende kracht plaats vindt.

Het verkoopproces

Zodra de voorbereiding op orde is en de verkoper een goed beeld heeft van de consequenties van de verkoop, kan het daadwerkelijke verkoopproces beginnen. Er zijn gevallen bekend van transacties waarbij het verkoopproces werd gestart voordat de gevolgen van de verkoop helder waren. Dit leidde tot vertraging in het proces.

Tijdens het verkoopproces is de rol van het managementteam van de af te splitsen activiteit beperkt. De verkopende partij is verantwoordelijk voor communicatie met en het selecteren van potentiële kopers. Bovendien voert de verkoper de onderhandelingen. De managementpresentatie daarentegen wordt veelal gehouden door het managementteam van de af te splitsen activiteit. Met name in geval van een financiële koper is het slagen van een transactie sterk afhankelijk van het vertrouwen in het managementteam. Om te waarborgen dat het gepresenteerde in lijn is met de strategie van de verkopende partij, wordt de presentatie vooraf doorgenomen en ook bijgewoond door de verkoper. Dit geldt ook voor eventuele verdere communicatie tussen het managementteam en potentiële kopers.

Gedurende het verkoopproces krijgen potentiële kopers meer inzicht in de scope van de transactie en ontwikkelen zij hun eigen middellange termijn strategie. Dit vertaalt zich in een verdere detaillering van hun biedingen en specifieke tsa-behoefte afgeleid van het *high level* transitieplan. Met enige regelmaat worden RvB en RvC geïnformeerd over de status van het verkoopproces en de voorwaarden die kopers stellen aan de diverse biedingen.

Het verkoopproces beleeft zijn hoogtepunt bij het finale bindende bod. Dit moment luidt een nieuwe fase van het proces in die tot closing duurt. Zowel de verkopende als de kopende partij moet zich voorbereiden op de closing, ook wel aangeduid als *day one*. Gedurende deze fase neemt het aantal betrokkenen toe en wordt op operationeel niveau gesproken over tsa-behoefte. Tot de closing blijft het betreffende bedrijfs onderdeel onderdeel van de verkoper en legt het managementteam nog altijd verantwoording af aan de verkoper. Indien van toepassing, blijven de koper en het betreffende bedrijfs onderdeel elkaars concurrenten. Dit bemoeilijkt de mogelijkheden tot het uitwisselen van vertrouwelijke informatie.

De uitvoering

Gedurende verkoopprocessen neemt zowel de koper als de verkoper beslissingen op basis van beperkte informatie. Beschikbare informatie is beperkt in verband met vertrouwelijkheid, maar ook om de analyse behapbaar te houden in een doorgaans korte periode. Na de closing neemt het aantal betrokkenen toe en komen op alle niveaus zaken naar voren die niet bekend of niet relevant waren tijdens het verkoopproces. 'Kleine zaken tijdens de voorbereiding worden grote zaken tijdens de uitvoering.' Juist deze kleine zaken kunnen na de closing leiden tot meningsverschillen die veel tijd kosten. De les die hieruit te leren valt is dat principeakkoorden gesloten moeten worden, zoals een minimum bedrag waarover partijen



elkaar zullen benaderen en een datum waarop lang lopende zaken besproken en opgelost worden.

Tijdens het verkoopproces wordt de status van het proces geregeld teruggekoppeld aan de RvB. We merken echter dat lang niet altijd een formeel evaluatieproces wordt doorlopen na afronding van een afsplitsing. Veel partijen gaven aan dit wel te gaan doen.

Conclusies

- De complexiteit en doorlooptijd van afsplitsingen wordt vaak onderschat.
- In de regel zijn verkoopprocessen in beperkte mate gestandaardiseerd, dit in tegenstelling tot acquisitieprocessen.
- Als gevolg van de crisis duren verkoopprocessen vaak langer en eisen kopers meer transparantie over risico's en oplossingen.
- Focus op strategie, doelen, principes, prioriteiten en communicatie is cruciaal voor het slagen van een verkoopproces.
- De verkoper dient een afweging te maken tussen de mate van voorbereiding en de mate van vertrouwelijkheid. Indien de nadruk ligt op vertrouwelijkheid, zullen principeakkoorden gesloten moeten worden over de daadwerkelijke afsplitsing.
- Doorgaans is het managementteam van de af te splitsen activiteiten alleen betrokken bij het verzamelen van informatie over de bestaande situatie. ■

Noot

1. Het onderzoek is in de periode november 2010 tot en met februari 2011 uitgevoerd door het voeren gestructureerde open interviews. De vergelijkbaarheid is gewaarborgd door een gedetailleerde evaluatie van de besproken onderwerpen. Aan het onderzoek is meegedaan door medewerkers van AkzoNobel, Essent, Maxeda, NPM Capital, Nuon, Philips, Sara Lee, SHV en Wessanen.