

Het verkopen van activiteiten of een onderneming blijkt in de praktijk vaak moeilijker dan het kopen. Toch is het doorgaans de koper die de (financiële) gezondheid van een van eigenaar te wisselen bedrijf nader onder de loep laat nemen. Naast zulke traditionele due diligence-onderzoeken, ontstaat echter ook steeds meer vraag naar een variant daarvan: vendor due diligence, een onafhankelijke analyse van een (deel van de) onderneming in opdracht van de verkoper. Zo'n vendor due diligence-rapport kan uiteindelijk ook worden gericht aan de potentiële koper(s).

Objectief beeld

Bij het verkopen moet de verkoper een goed inzicht hebben in de activiteiten en prestaties van het af te stoten onderdeel. In de praktijk blijkt het management niet altijd volledig op de hoogte van de prestaties en de mogelijke risico's bij de te verkopen onderdelen. Dit komt met name door complexe groepsstructuren, de geringe omvang ten opzichte van de totale groep en het beschouwen van het te verkopen onderdeel als niet-kernactiviteit.

Daarnaast overziet het management niet altijd de gevolgen van een mogelijke afsplitsing op de bedrijfsprocessen.

Als de te verkopen onderdelen behoren tot een grotere groep of business unit, dan moeten de activiteiten en te verkopen activa en passiva

worden opgesplitst (*carve out*). Daarbij dienen niet alleen de

balans en winst- en verliesrekening te worden onderzocht. Met name bij bedrijfsprocessen die zijn verweven in een groter geheel, moet ook de impact van een ontvlechting op de toekomstige financiële resultaten nader worden geanalyseerd. Te denken valt onder meer aan processen die zijn gerelateerd aan personeelszaken, automatisering, belastingen, verzekeringen, ondersteunende diensten en financiering. Hiermee rekening houdend moeten pro-forma cijfers voor het te verkopen onderdeel worden opgesteld. Ook moet het af te stoten bedrijfsdeel bedrijfsprocessen aanpassen en worden zogenaamde service level agreements (SLA's) overeengekomen om na verkoop (tijdelijk) in staat te zijn zelfstandig verder te opereren. De definitieve inhoud en rapportage van het vendor-onderzoek is afhankelijk van de vooraf overeengekomen opdracht. Daarbij moet de adviseur beoordelen of beperkingen in de scope acceptabel zijn. Van belang hierbij is dat een objectief beeld van de te verkopen onderneming wordt gegeven. Als het onderzoek te



Due diligence door de verkoper

Rolwisseling

Meestal doet de kopende partij bij een overname due diligence-onderzoek. Maar ook de verkoper kan het initiatief nemen. Met voordeel voor beide partijen.

MARCEL VAN DEN HEUVEL EN GOPAL RAMANATHAN*

Marcel van den Heuvel (rechts) en Gopal Ramanathan: "Het verkopen van activiteiten of een onderneming blijkt in de praktijk vaak moeilijker dan het kopen."



beperkt is, zal de potentiële koper later aanvullende werkzaamheden willen verrichten. Het buiten beschouwing laten van kritische aspecten kan in een latere fase van het verkoopproces bovendien terugkomen, met alle negatieve gevolgen van dien.

Koper

Kopers moeten kunnen vertrouwen op een vendor due diligence-rapport. Dit wordt gewaarborgd doordat het vendor-rapport wordt geschreven door specialisten van een gereputeerde en onafhankelijke partij. Het uiteindelijke rapport kan aan de verkoper worden gericht, of met toestemming van de verkoper aan de uiteindelijke koper. In dit geval verschuift de aansprakelijkheidsrelatie van de adviseur mee van de verkoper naar de koper en wordt met de uiteindelijke koper afgestemd of additionele werkzaamheden gewenst zijn. Het uiteindelijke rapport heeft dan in principe hetzelfde karakter als een traditioneel due diligence-rapport, dat de

koper behalve voor eigen informatie ook kan gebruiken bij het arrangeren van bankfinanciering. Een nadeel van het laten uitvoeren van een vendor due diligence-onderzoek is dat in de eerste fase meer tijd nodig is om de onderneming verkoopklaar te maken. Dit tijdverlies zal in de latere fasen overigens worden ingehaald.

Voordelen

Een vendor due diligence is vooral van belang in situaties waarin de verkoper de controle wil behouden over het verkoopproces, er meer potentiële kopers aanwezig zijn en de transactie gecompliceerd is, zoals bij internationale verkopen en verkopen waarbij de statutaire eenheden niet gelijk zijn aan de business-structuur. Het onderzoek geeft op basis van een inschatting van de risico's en bedreigingen weer waar hindernissen kunnen worden verwacht, zodat daarop vroegtijdig kan worden geanticipeerd. Een tweede voordeel is dat het de verstoring van het verkoopproces beperkt. Omdat het is opgesteld door een onafhankelijke, externe adviseur kan een vendor due diligence een due diligence door een koper (deels) vervangen. Zeker als er meer potentiële kopers zijn, kan dit voor het verkopende management resulteren in een aanzienlijke tijdsbesparing. Het management kan zich daardoor blijven concentreren op de dagelijkse werkzaamheden, het leiden van de onderneming.

Drempel verlaagd

Een derde voordeel is het realiseren van een maximale opbrengstwaarde. Omdat potentiële kopers een goed inzicht krijgen in de financiële huishouding van de onderneming, zijn ze in staat een beter onderbouwd bod uit te brengen en hoeven ze niet een gebrek aan informatie in te dekken door uitgebreide algemene garanties en waarborgen. Ook wordt voorkomen dat zij in hun bod een hogere risicopremie verdisconteren. Verder voorkomt het vendor-onderzoek onverwachte tegenvallers en mogelijke irritaties, die veelal resulteren in een prijsdrukkend effect. Een bijkomend voordeel is dat de drempel voor het uitbrengen van een bod wordt verlaagd. Potentiële kopers die geen onnodige kosten willen maken, zullen bij afwezigheid van een vendor-rapport wellicht afzien van een bod. Met beperkte kosten kan nu een gedegen bod worden uitgebracht. Hoe meer biedingen, hoe groter de keuze voor de verkopende partij.

Risicobeperking

Een vendor due diligence versnelt dat deel van het verkoopproces waarin de potentiële kopers

Wat wordt onderzocht?

In het algemeen bestaat een verkoopproces uit drie fasen:

- planning en voorbereiding;
- biedingsfase;
- afronding van de transactie.

Het grootste deel van de vendor due diligence wordt verricht in fase 1 en bestaat met name uit een gedetailleerde analyse van historische en geprognosticeerde financiële gegevens. Daarnaast worden interviews gehouden met het management en enkele andere sleutelfunctionarissen. In het rapport kunnen de volgende zaken aan de orde komen:

- 'carve-out'-aandachtsgebieden;
- pro-formacijfers;
- (genormaliseerde) resultaatontwikkelingen en balansverhoudingen;
- (genormaliseerde) cash flow en werkkapitaal ontwikkelingen;
- ontwikkelingen van kritische succesfactoren;
- financiering;
- gedetailleerde analyse van budget en prognoses;
- belastingpositie;
- pensioenen;
- automatiseringsomgeving;
- milieu;
- aangegane verplichtingen;
- off balance sheet-structuren.

betrokken zijn, te weten de biedings- en afrondingsfase. Hoe langer deze fases duren, des te groter de kans op potentiële risico's en negatieve invloeden van buitenaf, die de prijs kunnen drukken.

Naarmate het verkoopproces langer duurt, wordt de positie van de verkoper steeds gevoeliger. Het wordt namelijk steeds moeilijker om het proces voortijdig te beëindigen en opnieuw met een andere partij te gaan onderhandelen. Wel moet altijd worden voorkomen dat een verwachtingskloof ontstaat tussen wat een potentiële koper van een vendor-rapport verwacht en de oorspronkelijk overeengekomen scope van het onderzoek. Een meer omvattende vendor due diligence zal dan ook de meeste toegevoegde waarde leveren voor zowel de verkoper als de koper. ■

Noot

- * Marcel van den Heuvel en Gopal Ramanathan zijn werkzaam bij KPMG Transaction Services.