

Tweede *bubble*?

Net als tijdens de dotcom-hype figureren op de financiële pagina's weer regelmatig excessieve overnamesommen voor jonge digitale spelers. Slaat de gekte opnieuw toe? Of hebben accountants en adviseurs geleerd van de vorige zeepbel?

TEKST BERT BAKKER | BEELD CORBIS/STEVE HAMBLIN, SIMONE VAN ES

Een eeuwigheid lijkt het alweer geleden. De tijd dat de complete financiële gemeenschap niets liever wilde dan geloven in het sprookje van de eeuwig doorgroeiende *Goldyllocks*-economie die, niet toevallig, samenviel met die van de IT-hype. Terugkijkend lijkt het of overnames zoals die in 1999 van het Duitse E-Plus door KPN á negentien miljard euro, of die van van Time-Warner door het piep-jonge internetbedrijf AOL (America On Line), waarmee 106 miljard dollar was gemoeid, gebeurden in een roes van zinsbegoocheling. Ook accountants werden meegezogen. Door hun betrokkenheid bij Enron als controlerend accountant, bestaat Arthur Andersen inmiddels niet meer. En niet alleen dat kantoor verloor zijn scherpste. Waren de accountants van Ernst & Young wel voldoende kritisch over het realiteitsgehalte van de jaarcijfers van AOL die zij indertijd certificeerden? Of die van PricewaterhouseCoopers, toen ze hun handtekening zetten onder het KPN-jaarverslag over 2000, waarin een bedrag vrijwel zo

groot als die hele E-Plus-overnamesom als goodwill was geactiveerd?

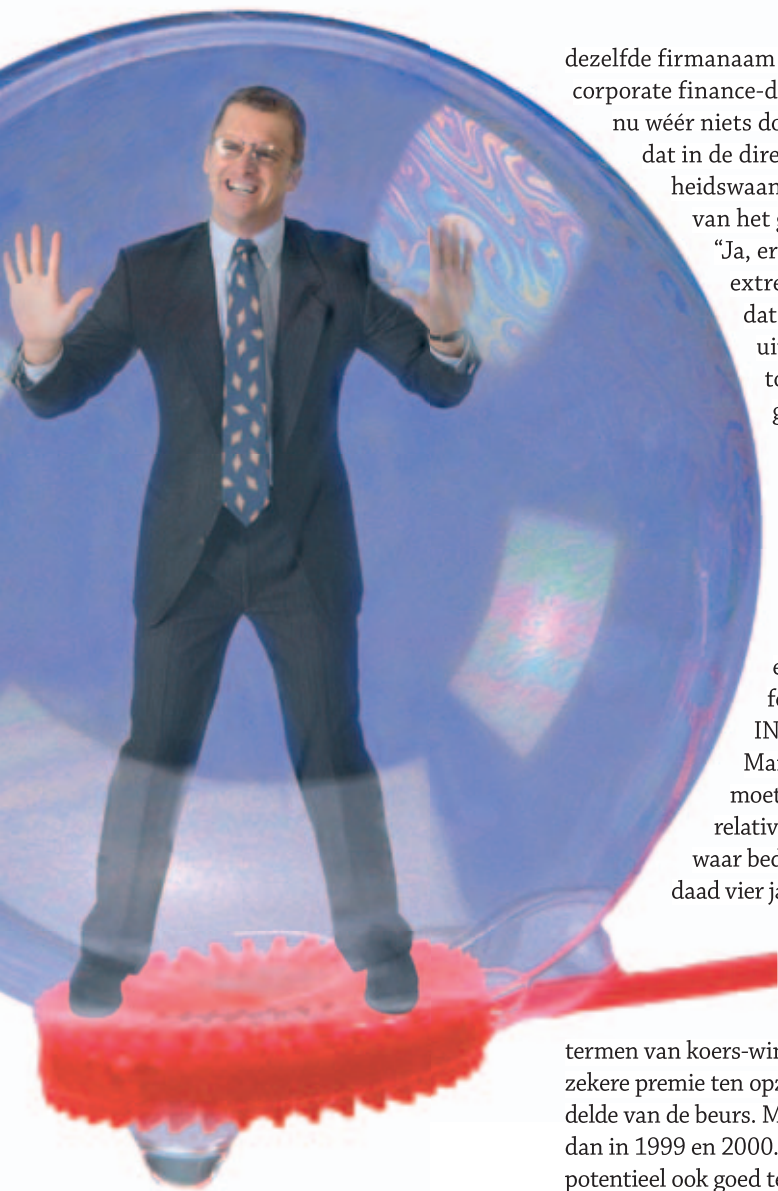
OPNIEUW?

Er zijn lessen geleerd. Maar betekent dat ook dat iets dergelijks niet opnieuw kan gebeuren? In mei 2007 kocht Microsoft, 'om een wereldwijd advertentieplatform te kunnen bouwen', het eveneens in Seattle gevestigde bedrijf aQuantive. Kort voor de overname was die onderneming, die met 2.600 mensen op de loonlijst 54 miljoen dollar nettowinst maakte in 2006, op de beurs 2,8 miljard dollar waard. Microsoft had er zes miljard voor over. En in oktober 2007 betaalde datzelfde Microsoft ook nog eens 240 miljoen dollar om 1,6 procent te verwerven in en strategisch partner te worden van Facebook, een Californisch bedrijfje dat actief is in de wereld van *Web 2.0* - waar *content* niet door mediabedrijven wordt gegenereerd, maar door de gebruikers zelf. Afgaand op die prijs zou Facebook in z'n geheel dus vijftien miljard dollar waard zijn. Tamelijk fors voor een

bedrijf dat vorig jaar dertig miljoen dollar winst maakte.

NEDERLAND

Maar kennelijk is ook rivaal Google ervan overtuigd dat dat *Web 2.0* een markt is waar je als grote speler niet afwezig kunt zijn, want de zoekmachine-exploitant betaalde afgelopen najaar 1,65 miljard dollar voor YouTube, ook een belangrijke speler in dat veld. Overigens acquireerde Google in april 2007 al voor 3,1 miljard dollar een bedrijfje dat de lijn tussen googelaars en adverteerders verkort: Doubleclick geheten. En geïnspireerd door een overeenkomstige strategische gedachte, kocht concurrent Yahoo in dezelfde maand het in 2003 opgerichte internet-marketingplatform RightMedia. Yahoo rekenende daarvoor 0,7 miljard dollar af. Maffe Amerikanen? In Nederland komen dergelijke transacties ook voor. Op het moment van schrijven staat 'ons eigen' TomTom, maker van navigatieapparatuur, op het punt voor drie miljard euro de Belgisch-Nederlandse contentleverancier



Teleatlas in te lijven. Toch ook een slordige 4,5 miljard dollar voor een bedrijfje dat amper begonnen was winst te maken.

UITSCHIETERS

Slaat de gekte opnieuw toe? En kunnen accountants, of hun collega's die onder

**Gerrit Ooms (ING Internet Fund):
'Er zijn een paar extreme gevallen,
maar dat zijn toch eerder
uitschieters dan symptomen.'**

dezelfde firmanaam due-diligence- of corporate finance-diensten aanbieden, nu wéér niets doen om te voorkomen dat in de directiekamers de groothedswaan het opnieuw wint van het gezond verstand?

"Ja, er zijn een paar extreme gevallen, maar dat zijn toch eerder uitschieters dan symptomen van een groeiend fenomeen", zo is de indruk die Gerrit Ooms heeft van de technologie- en internetsector. En hij zou het als beheerder van het ING Internet Fund, een van de sectorfondsen uit de stal van ING Investment Management in Brussel, moeten weten. Ooms is relativerend over de branche waar bedrijven soms inderdaad vier jaar na hun start een paar miljard waard kunnen zijn: "Gemiddeld kent deze bedrijfstak in

termen van koers-winstverhouding wel een zekere premie ten opzichte van het gemiddelde van de beurs. Maar véél bescheidener dan in 1999 en 2000. En gezien het groeipotentieel ook goed te verdedigen." Als voorbeelden noemt hij eBay, waarvoor zo'n 23 keer de jaarwinst wordt betaald, en Google dat een *multiple* van 33 kent. Niet weinig, maar deze inmiddels gevestigde bedrijven hebben serieuze kastromen en hun winstgevendheid werd allengs voorspelbaarder. Excessieve prijzen zijn het dus niet.

Niettemin noemt ook insider Ooms het opmerkelijk dat juist die grote jongens in de internet- en softwaresector miljarden willen betalen, alleen maar om

strategische posities te verwerven in deelmarkten die zich nog moeten ontwikkelen. Microsofts belang van 1,6 procent in Facebook

betekent immers niet meer dan een goed plekje op de tribune.

"Anderzijds", zegt Ooms, "die zes miljard die Microsoft betaalde voor aQuantive is veel geld, maar in verhouding tot hun eigen beurswaarde is het bedrag niet onverantwoord groot." Hij stelt een retorische vraag: "Als de *board* zo'n acquisitie strategisch van groot belang vindt, maar beseft dat de koopsom achteraf te hoog kan blijken te zijn, wat kan een accountant, of zelfs een corporate finance adviseur daaraan dan doen?"

SUBJECTIVITEIT

Bert Wortel, nu independence director bij Ernst & Young Nederland, maar als voormalig controlerend accountant van de jaarrekening van Teleatlas goed vertrouwd met vraagstukken rond de activering van *intangible assets*, sluit aan bij Ooms' opmerking. Hij wijst het idee van een soort maatschappelijke verantwoordelijkheid voor accountants om ontkiemende markthypes te helpen voorkomen resoluut van de hand.

"Dat is niet de taak van de accountant. De directie van een onderneming stelt het jaarverslag op en is daar verantwoordelijk voor. Accountants moeten er op toezien het proces te bewaken waarbij die directie tot uitspraken over de financiële conditie komt. Feit is wel dat het voor de directie lastig is om zaken als aangekochte goodwill, customer relations en dergelijke, te waarderen. Daar bestaan grote marges voor subjectiviteit. De accountant moet zich steeds afvragen of alles is gedaan om tot een evenwichtig en gefundeerd oordeel te komen. Tot daar gaat zijn verantwoordelijkheid."

TOEKOMSTIGE KASSTROMEN

Maar als nu een onderneming een defensieve overname doet, puur bedoeld om afkalving van een bestaande marktpositie te voorkomen, zoals het geval lijkt bij ■



Bert Wortel (E&Y): ‘Markthypes helpen voorkomen is niet de taak van de accountant.’

een aantal van de aangehaalde overnames in de internetsector? En als in een volgend verslagjaar moet worden beoordeeld of op de geactiveerde *intangibles* impairment moet worden toegepast? Hoe kan die accountant dan beoordelen of de opvatting van een bestuur over een aangepaste waardering gefundeerd is?

Wortel: “De basis voor de waardering is altijd de schatting van toekomstige kasstromen. Ook als een investering is bedoeld om omzetverlies te voorkomen. Dan zeg je: dankzij de bewuste investering bleef de kasstroom X, terwijl die anders de helft van X was geweest. Daarom is een juiste *purchase price allocation*, waarbij je bepaalt aan welke bedrijfsonderdelen de lusten en lasten van een investering moeten worden toebedeeld, zo belangrijk.”

SOUFFLEUR

Wortel wijst er ook op dat een controle-

rend accountant de expertise van zijn collega's van Corporate Finance kan inroepen om te beoordelen of er volgens IFRS-3 moet worden afgeboekt op geactiveerde goodwill. Deze specialisten hebben kennis van de markten waarin een onderneming opereert, kijk op recente overnameprijzen - in het beursgenoteerde circuit én onderhands - en hebben dus zicht op het realiteitsgehalte van wat directies in een jaarverslag willen zetten.

Als achteraf de vraag opduikt of een jaarverslag wel echt een juist beeld gaf, wordt eventuele medeverantwoordelijkheid van accountants, corporate finance- en eventueel due diligence-adviseurs die onder eenzelfde firmavlag opereren, volgens Wortel bepaald door de vraag: Wat hadden we kunnen weten of doen?

“Een accountant of een consultant kan nooit worden verweten dat hij niet op de stoel van de directie ging zitten. Zeker bij

Egbert Eeftink (KPMG): ‘Er is nogal wat ruimte voor discussie over schattingen en waarderingen.’

beursgenoteerde ondernemingen moet de accountant rolvast zijn. Dat eist de toezichthouder ook.”

Corporate finance-afdelingen van grote accountantskantoren adviseren directies gevraagd of ongevraagd over de aantrekkelijkheid van fusie- en overnamescenario's en de financiering daarvan. En ze spelen een rol bij de vraag of impairment aan de orde is volgens IFRS-3. (Alleen afwaarderen kan - waardetoename heeft geen boekhoudkundige gevolgen.) Ze worden dan toegevoegd aan het team van controlerend accountants. In dat geval kijken ze, net als de accountant zelf, alleen terug. Eenmaal gedane overnames worden na activering of consolidering jaarlijks beoordeeld.

Maar in hun rol als souffleur van directies bij beslissingen over de samenstelling van de portfolio van de onderneming, kunnen corporate finance-adviseurs invloed



Jeroen van der Wal (Deloitte): 'De tijd van 'idee-plus-garage- is-geld' ligt achter ons.'

uitoefenen op toekomstige acquisities. Ze hebben ook een opvatting over de prijs die daarvoor mag worden betaald.

CASH-BURNRATE

Jeroen van der Wal is verantwoordelijk voor waarderingen binnen de Nederlandse tak van Deloitte Corporate Finance. Hij was al actief in dat vak tijdens de dotcom-hype en kan dus een gefundeerde vergelijking maken tussen de manier waarop *takeover targets* in de IT-wereld toen werden bekeken, en hoe het nu gaat. "Destijds werden er nieuwe maatstaven verzonnen om een startend bedrijf te waarderen. De *cash-burnrate*, het tempo waarin geld werd geïnvesteerd, was er één", herinnert Van de Wal zich. "Hoe hoger hoe beter, gold toen. Maar de tijd van 'idee-plus-garage-is-geld' ligt achter ons. Die gekkigheid is weg. Alles draait nu om omzetprognoses, inschattingen van

reële binnenkomende cashflows en het onderbouwen van de aannames daarvoor." Dat neemt niet weg, erkent de waarderingsdeskundige, dat bij alle prudentie die betracht kan worden, een bedrijf toch een overname kan doen, waarvan de waarde al tamelijk kort na de aankoop verschrompelt. "In technologiegerelateerde sectoren kan de waarde van een overname of een investering sterk worden bepaald door bijvoorbeeld welke standaard de markt gaat overnemen."

BLU-RAY

Voorbeeld van dat laatste is de zogeheten *blu-ray*-technologie, een geavanceerde methode om grote hoeveelheden informatie op te slaan. Een soort verbeterde dvd-technologie. Er zijn bedrijven die klaar moeten zijn om op *blu-ray* gebaseerde producten te leveren zodra dat wereldwijd een standaard is geworden.

Ze hebben geen keuze: ze moeten investeren of overnames doen voordat die zekerheid volledig is. Anders zijn ze te laat. Van der Wal: "Soms is het onvermijdelijk dat een investering gepaard gaat met een aanzienlijk risico dat de waarde zal verdampen. Toch kan zo'n beslissing dan verantwoord zijn."

Van der Wal weet overigens ook, door zijn optreden als adviseur van collega's die een jaarrekening controleren en later de eventuele impairment van dergelijke *iffy*-investeringen moeten beoordelen, hoe moeilijk de discussie met een raad van bestuur daarover kan zijn. Uit een onderzoek dat enkele jaren geleden werd uitgevoerd bleek dat het bekendmaken van een impairment-beslissing meestal direct een koersdaling tot gevolg heeft. Directies zijn zich daarvan zeer bewust.

Van der Wal: "De kernvraag in die discussie is meestal: Is het moment om tot impairment over te gaan al aangebroken? Meestal is een directie daar later aan toe dan de accountant en zijn adviseurs. Wij zoeken naar een bepaald *triggering event*, een signaal in de markt. Het kunnen de verkoopcijfers van product A of de koers van bedrijf B zijn die je doen besluiten dat de trend in een bepaalde richting gaat en dat impairment daarom wel of niet aan de orde is, en in welke mate."

HYPE OF TUNNELVISIE

"Ook psychologische factoren spelen een rol bij de conclusie om eerder of juist later tot een impairment over te gaan", zo weet ook Egbert Eeftink uit ervaring. Eeftink is partner en controlerend accountant bij KPMG en hoogleraar financial reporting aan de economische faculteit van de Vrije Universiteit in Amsterdam. "Er is nogal wat bandbreedte en dus ruimte voor discussie over de te hanteren schattingen en waarderingen; niet alleen rond impairment, maar ook bij de eerdere *purchase price allocation*."

Eeftink wijst erop dat het een vergissing ■

is te denken dat kiezen voor impairment altijd een veiliger keuze is. “Je mag ook niet zomaar afwaarderen. Een Amerikaans bedrijf dat kort na een overname tot impairment van goodwill wilde overgaan, kreeg een probleem met beurstoezichthouder SEC. Die accepteerde niet dat er kort na aankoop al een waardedaling geboekt zou worden.”

Maar (mede)verantwoordelijkheid en (mede-)aansprakelijkheid van accountants en hun *corporate finance*- of *due diligence*-collega's voor foute beslissingen van een bestuur, komen pas aan de orde als is verzuimd het proces van informatie-inwinning juist en volledig te doorlopen. Eeftink: “Er loopt een heel fijne lijn tussen voortschrijdend inzicht in marktontwik-

‘Meestal is een directie later toe aan impairment dan de accountant.’

Burn rate, page views - hoe was het ook al weer?

Jongens met een leuk internetideetje gaven feesten waarbij ze *faux paparazzi* inhuurden om gasten het idee te geven dat ze belangrijk waren. Zo wordt op Wikipedia - zelf ooit zo'n leuk internetideetje - de dot-com hype treffend getypeerd. Iedereen die iets wilde, wist: ‘Get large or get lost.’ Eerst groeien om *markets share* en *brand awareness* te creëren, dan zou het *business model* wel volgen. ‘Growth over profits’ was de kreet.

De piek van de dot-com hype was in 1999 en 2000. Alles kwam samen: grote, noodzakelijke IT-investeringen voor de millenniumwisseling, de komeetachtige opkomst van het internet, het geloof in het concept van een conjunctuurloze economische groei (filosofisch ondersteund door Fukuyama's *end-of-history*-gedachte), en - geholpen door lage rentestanden - een ongekennde gretigheid onder beleggers om venture capital te fourneren. Bij zo'n *risk appetite* was er geld voor elke combinatie van ‘nerd-idee-garage’. Iedere internet-startup wist wat investeerder wilden horen: je had een concept voor een site die bezoekers trok. Je toonde percentage van de maandelijkse groei in *hits* of *page views*, want bij voldoende *traffic* kon je advertenties - *banners* - verkopen. Dat was een voorwaarde want dat het publiek voor *infotainment* of andere *content* zou betalen was ondenkbaar. Om snelle groei van *traffic* te garanderen moest er geïnvesteerd worden in *advertisement*. Een fors deel van het door *venture capitalist* gefourneerde geld ging daaraan op. Maar geen probleem, want kosten werden opgevat als investeringen. Het bedrag dat per maand uitgegeven werd - de *burn rate* - werd gerelateerd aan het beschikbare risicokapitaal. Dat gaf aan hoeveel tijd er er was om een site tot wasdom te brengen. Inkomsten uit *banners* zorgde voor extra tijd. Toen in 2001 de bubble leegliep kregen de begrippen B2B en B2C, waarmee duizenden jonge *entrepreneurs* zo vertrouwd waren geraakt, een andere betekenis. Het geld was op dus: *back to banking*, en *back to consulting*.

kelingen, en het onder ogen zien dat een beslissing door fouten in het proces tot stand kwam.” Zulke beslissingen kunnen genomen zijn in de sfeer van een hype of door een tunnelvisie.

“Veel hangt af van de vraag of er te veel werd betaald door een verkeerde taxatie van marktontwikkelingen of door het niet goed in kaart gebracht hebben van financiële risico's, veronderstellingen over *discount rates* of de *cost of capital*. In het tweede geval is er natuurlijk een groter probleem.”

Eeftink benadrukt net als zijn collega Bert Wortel van Ernst & Young dat de beslissing om een overname wel of niet te doen, altijd wordt genomen door de directie. Eeftink. “Bij beursfondsen die veel gespecialiseerde kennis zelf in huis hebben of die kennis bij externe adviseurs inkopen, is de invloed van accountants op dit soort beslissingen zeer beperkt, ook niet via de contacten die in het audit committee plaatsvinden.”

Pittige Prijzen!

Opmerkelijke overnames			
Koper	Doel-markt	Prijs (in mln)	Maand-jaar
eBay (VS)	Skype - internet telefoon	\$ 3.100 (na imp.: \$1.700)	09-05
Google (VS)	YouTube - social networking (Web 2.0)	\$ 1.650	10-06
Yahoo (VS)	Right Media - online advertising network	\$ 700	10-6
Google (VS)	DoubleClick - advertising	\$ 3.100	04-07
Microsoft (VS)	aQuantive - gericht adverteren	\$ 6.000	05-07
Microsoft (VS)	Facebook - social networking (1,6% bel.)	\$ 240	10-07
Google (VS)	Jaiku, social networking	onbekend	10-07
Tomtom (NL)	Teleatlas - navigatiecontent	\$ 4.500	niet afgerond

Waardvolle ideetjes, volgens investeerders

Koper	Doel-markt	Prijs (in mln)	Maand-jaar
LinkedIn (VS)	social networking	\$ 200 (i.p.o.)	12-06
Geni.com (VS)	social networking - genealogie	\$ 100 (kapitaalsuitbreiding)	03-07
Ning (VS)	social networking	\$ 200 (kapitaalsuitbreiding)	10-07
Alibaba (China)	bedrijvenprikbord in China (17%-belang)	\$ 1.500 (i.p.o)	11-07

ABN AMRO

Per saldo wijst weinig er op dat de excessieve bedragen die in de internet- en vergelijkbare groeisectoren werden betaald voor strategische overnames, symptoom zijn van een nieuwe *bubble*. En te veel goodwill betalen komt ook voor in een niet-groeisector, zoals die van de financiële instellingen. Het is zelfs denkbaar dat het probleem van afwaardering in die sector, en zelfs heel dicht bij huis, reëler en meer acuut is. Als een dalende beurskoers voor corporate finance valuatoren een signaal is om tot impairment over te gaan, en dit wordt toegepast op de overname van die van ABN AMRO door Fortis, dan zou een spoedige impairment van die megaovername wel eens eerder op de agenda van het bestuur van Fortis kunnen staan, dan die van aQuantive op de agenda van de Microsoft-board. □