

# OVERNAMES BIG BUSINESS VOOR ZAKENBANKEN

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

TEKST: JASPER JANSEN & DAVID TOMIĆ

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

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

Uit een steekproef van de VEB blijkt dat de

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

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

## AFHANKELIJK VERDIENEN

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

