



Jort Kelder is televisiemaker en voormalig hoofdredacteur van het zakenblad Quote. Hij is de eerste gastcolumnist van FACT

“Er is niks mis met boekhouders, zolang ze hun plaats maar kennen”

# Zakken zoals ik

Geen betere plek voor een pleidooi tegen – zoals dat chic heet – ‘de financiële discipline’ dan in het clubblad van een accountantsfirma. Want laat ik maar meteen binnenstappen zonder kloppen: boekhouders, het zijn mijn maatjes niet. Misschien komt dat door onze breinen grofweg in te delen als een goed gesmeerde machinerie die functioneert volgens koele berekening, versus een weke substantie waaruit volgens volslagen willekeurige, chaotische, irrationele overwegingen opvattingen tevoorschijn floepen, die in het meest gunstige geval doordacht lijken. Categorie één, de calculator, voldoet aan het profiel van de ideale accountant en misschien wel van u, superieure alfa, rationele FACT-lezer. De laatste rommelige hersentjes horen bij mijn personage. Door politici wordt mijn tak van sport ook wel getooid met het subsidiabele woord ‘creatieve industrie’. Samen verdelen wij de markt der gedachtes. Soms zijn we veroordeeld tot elkaar in één hoofd, en vechten de linker- en de rechterhersenkwab om voorrang naar de nooduitgang. Uw dokter heeft daar pilletjes voor.

Wat is er mis met boekhouders? Weinig. Zolang ze hun plaats kennen. Ergens in de jaren tachtig van de vorige eeuw is dat fout gegaan. Tot dan zijn de financiële jongens en meisjes in onze bedrijven belast met het verzamelen en accorderen van bonnetjes. Ze kijken in de achteruitkijkspiegel van de onderneming, dammen de woeste financiële risico's in met regeltjes en procedures. Een noodzakelijk kwaad waarmee te leven valt. Zolang ze zich niets anders wanen dan beheerders van de clubkas. Niets meer, niets minder. Maar toen kwam de nieuwe mantra van de shareholder value en was ordners vullen en zorgen dat de bonnetjes klopten niet genoeg meer. De factor kapitaal werd de loopgraven ingestuurd om te zorgen dat het bedrijf de permanente economische oorlog won. Boekhouders waren ineens geen grauwe mannen meer die klokke vijf de kantoorruimte uitslopen om hun rode windjack aan te ritsen en de tram terug naar hun nieuwbouwwijk te nemen. Bonnentellers werden financial engineers en financieel directeurs heetten plots CFO's. Raden van bestuur, traditioneel bevolkt door kreukloze corpsballen uit Leiden en Utrecht, werden meer en meer bevolkt door boekhouders de luxe. RA RA, hoe kon dat?

Reden: ordinaire hebzucht bij beleggers in combinatie met blinde ambitie en kortzichtigheid van de RA's zelf. Accountant, ken uw beperkingen. En buit ze uit. Geen enkel zakelijk imperium beklijft dankzij slimme financiële constructies. Het helpt, maar uiteindelijk ontstaan de Googles en Virgins van deze wereld alleen dankzij het kunstenaarschap van unieke risk takers. Was Richard Branson ooit een platenmaatschappij of een airline begonnen als-ie een deugdelijk, door een accountant geaccordeerd businessplan had moeten inleveren? Nee natuurlijk. Was Google zonder de briljante wiskundige breinen van Larry Page en Sergey Brin online gegaan? Mwah, we hadden Netscape toch al? En het rijke Microsoft zou vast met iets slimmers komen. Het karakterologische verschil tussen een geboren ondernemer en een geregistreerde boekhouder is als tussen de aanvaller en keeper van een sportploeg. De een scoort, de ander voorkomt scoren – het resultaat is hetzelfde. Draai je de rollen om met de keeper in de spits en de goalgetter in het doel, dan dient zich een drama aan. Boekhouders zijn beredeneerde verdedigers, aanvallers irrationele flierefluiter. Wie die rollen wil veranderen, brouwt het recept voor een ramp. Een boekhouder moet niet méé willen denken, moet geen sparringpartner willen zijn voor zijn klanten. De boekhouder, of zo u wilt registeraccountant, is de bad guy die ‘neen’ zegt. Onkreukbaar, stoïcijns en een tikje dwars. Dat voorkomt faillissementen, beursfraudes en wellicht zelfs kredietcrises. Lezers van FACT, koester uw positie. U bent de zak, net als ik. Wees daar trots op. ●



Tekst: Arlette van Dort

Fotografie: Sabine Bison

# Jumbodeal!

“Een huzarenstuk,” zo kenschetst Jumbo's CFO Ton van Veen het complexe proces rond de overname van Super de Boer.

Men neme het bekende familiebedrijf Jumbo, het gewilde beursfonds Super de Boer met meerderheidsaandeelhouder Casino, een activa-passiva transactie gevolgd door een liquidatie van dat beursfonds, een back-to-back overeenkomst met concurrent Schuitema, een nieuwe inkoopcombinatie en als slotstuk een deal van ruim een half miljard: zie daar het recept voor een M&A Award. Samen met belastingadviseur Marije Staman en due diligence adviseur Maurice Dercks kijkt Ton van Veen terug op een intensieve periode. Staman >>

## Marije Staman, Tax adviseur: “Intensief maar absoluut een leuke puzzel”

>> en Dercks maakten deel uit van Jumbo's team van adviseurs. Naast Deloitte waren daarbij ook Quore Capital, Allen & Overy, Sparrow & Partners en Mercer betrokken.

### Financiering, structurering en concurrentie

“Bij de totstandkoming van de deal waren drie factoren heel belangrijk,” steekt Van Veen van wal. “Allereerst natuurlijk de prijs, en daarmee samenhangend de financiering. Voor ons als familiebedrijf was extern risicodragend kapitaal uitgesloten. Wij hebben vier aandeelhouders en die heten alle vier Van Eerd. Wij willen op een normale en verantwoorde manier kunnen financieren, en dat is ook gelukt. Tweede element was de bijzondere structurering van de deal. In juni bleek grootaandeelhouder Casino bereid zijn belang aan ons te verkopen. Maar met hun 57 procent in een beursgenoteerde onderneming kunnen wij niet zo veel als familiebedrijf. Daarom hebben we niet de aandelen, maar alle activa en passiva van Super de Boer gekocht. Voor die constructie hadden we een meerderheid van de aandeelhouders nodig, en die hadden we met Casino. Door deze bijzondere oplossing voorkwamen we jarenlange juridische procedures met de overige aandeelhouders. Op het moment dat die deal bekend werd in Nederland, kwamen er natuurlijk concurrenten ten tonele, een derde element met veel invloed op de

dynamiek in het speelveld. Sperwer en Schuitema vormden aanvankelijk een consortium, dat uiteindelijk toen wij met Schuitema een tweetal deals sloten: we hebben tachtig winkels doorverkocht, en zijn een gezamenlijke inkoopcombinatie aangegaan. Dat was een cruciaal moment in de deal. Sperwer is toen doorgegaan, maar in de biedingenstrijd hebben wij uiteindelijk aan het langste eind getrokken. ”

### Kritisch geweten

Van Veen had als CFO een tweeledige rol in dit proces. Enerzijds was hij samen met CEO Frits van Eerd de dealmaker, anderzijds was hij ook het kritisch geweten. Van Veen: “We hebben onze groeiambities nooit onder stoelen of banken gestoken, maar we hebben van te voren wel heel duidelijk onze walk away-punten gedefinieerd. Als CFO moet ik ook tegenwicht bieden. Die dubbele rol zie je ook in het team van adviseurs. De due diligence adviseurs brengen vooral goed in kaart wat we gaan kopen en wat de risico's zijn, en anderen zijn er om te zorgen dat het dealproces tot een goed einde wordt gebracht.”

“Dat klopt,” vult Dercks aan. “In principe probeer je een objectief plaatje te creëren, en je cliënt maar ook de andere adviseurs en de banken halen daaruit wat ze nodig hebben. Een soepel samenspel tussen alle betrokkenen is cruciaal. En er moet een goede balans zijn tussen de wens om de deal te doen en nuchterheid om te zorgen dat alles goed uitwerkt.”

De samenwerking was gedurende een aantal maanden heel intensief. “Ik heb onze adviseurs en de mensen in het team toen meer gezien dan mijn vrouw en kinderen,” lacht Van Veen. Ook Dercks heeft de tijdsdruk nog scherp op het netvlies: “Voor een onderneming als Super de Boer heb je normaliter vier à vijf weken voor je onderzoek. Nu moest het binnen drie weken helemaal klaar zijn. Dat was een kwestie van enerzijds harder

werken, en anderzijds slimmer werken waarbij je focus op de belangrijkste dingen. Met Jumbo konden we al snel naar een vrij kort lijstje teruggaan, maar je hebt natuurlijk ook de banken die een goed inzicht willen hebben voordat ze zo'n astronomisch bedrag verstrekken, zeker in de huidige kredietmarkt.”

“Ja, daar lag een verschil,” bevestigt Van Veen. “We namen een bedrijf over dat groter was dan wij zelf, en waar de afgelopen jaren veel is gebeurd. We wilden natuurlijk niet het paard van Troje binnenhalen, dus onze opdracht aan Maurice en zijn mannen was dat coûte que coûte elke deur in dat huis openging. Ik wilde goed weten wat we kochten aan contractuele verplichtingen en risico's, de welbekende ‘lijken in de kast’, voor onze overwegingen en de waardering. Veel minder behoefte had ik aan business analyses, zoals marges per winkel en omzetten per vierkante meter. Daar wist ik zelf al heel veel van en bovendien gaan we die winkels toch ombouwen naar het Jumboformat. Maar de bank wilde dat plaatje wel graag helder hebben. Daar heeft Maurice een goede middenweg in gevonden.”

### Bescheiden

Hoe belangrijk was due diligence bij deze overname? “Je stelt in vrij korte tijd vast wat je moet weten op het vlak van waarde elementen en risico's. Dat is belangrijk,

Van links naar rechts: Ton van Veen, CFO van Jumbo en Marije Staman en Maurice Dercks van Deloitte



Ton van Veen, CFO Jumbo:  
“Door een goede due diligence wisten we dat we geen paard van Troje binnenhaalden”

>>

## Maurice Dercks, due diligence adviseur: “Onze focus ligt op het laten slagen van de transactie”

maar tot op bepaalde hoogte slechts een check the box-exercitie; focus op het laten slagen van de transactie en dus verslaan van de concurrenten was in dit geval belangrijker dan de due diligence,” is het bescheiden oordeel van Dercks – die overigens recent de Best Transaction Support Award won tijdens de jaarlijkse M&A Awards verkiezing. Van Veen spreekt hem echter onmiddellijk tegen: “Het financiële en fiscale due diligence onderzoek van de teams van Maurice en Marije zijn voor mij echt cruciaal geweest. Als wij ons zouden vergalopperen met zo’n grote deal zou dat een direct continuïteitsgevaar voor Jumbo kunnen opleveren. Naast het financiële verhaal was de fiscale due diligence ook uiterst belangrijk. Super de Boer had omvangrijke fiscaal compensabele verliezen, en er was een diepgaande analyse nodig om de waarde hiervan vast te stellen en deze zoveel mogelijk te behouden.”

### Transparante structuur

Uiteindelijk is gekozen voor een transparante structuur, waarbij Super de Boer naast het bestaande Jumbobedrijf samen onder een moedervennootschap valt waar uiteindelijk de familie Van Eerd aandeelhouder van is. “Het was absoluut een leuke puzzel,” vertelt Staman. “We hadden de eisen van de banken, juridische beperkingen, en een aantal fiscale zaken waar we rekening mee moesten houden. Hierbij was vooral het behoud van de verliespositie belangrijk. Al deze factoren speelden een rol bij het opzetten van deze structuur.” “Bijkomend aspect

was dat wij vastgoed en business gescheiden hebben bij Jumbo. Bij Super de Boer zat dat bij elkaar,” vult Van Veen haar aan. “Bij de closing is dat uit elkaar getrokken en ook apart gefinancierd. Zo komen er veel zaken tegelijk bij elkaar, die letterlijk op één dag op volgorde van transacties moeten plaatsvinden. Financiering, closing en subsequeante transacties resulterend in een structuur waar je uiteindelijk tevreden over bent en mee vooruit kunt. Het was geen huzarenstukje, maar een huzarenstuk, het neusje van de zalm.”

De integratie ligt inmiddels op schema. Naast het ombouwen van de winkels moeten er twee hoofdkantoren in elkaar geschoven worden, evenals de logistiek, IT, human resources en de organisatiecultuur. Heeft Jumbo al weer plannen voor een volgende overname? “Voorlopig niet! De familie is ambitieus. We willen groeien, en dat houdt misschien niet op bij twaalf procent marktaandeel. Maar eerst gaan we netjes integreren en absorberen wat we gekocht hebben.” ●

### Integrated M&A Deloitte

Deloitte’s Integrated M&A oplossing omvat brede dienstverlening in het kader van fusies en overnames. Dit concept bundelt alle M&A services van Deloitte om cliënten geïntegreerde oplossingen op maat te bieden, wat resulteert in intensieve samenwerking op het vlak van deal initiatie, procesbegeleiding, due diligence, waardering en financieringsvraagstukken, fiscale structurering, integratie en carve out, juridische documentatie en accounting vraagstukken. In totaal zijn ruim 200 Deloitte-professionals dagelijks actief op M&A trajecten van cliënten.

# Hebben we ’n deal?

Een aankondiging van een overname in de krant lijkt vaak slechts een kwestie van het vaststellen van een goede prijs en voilà: de deal is gesloten. Fiscaliteit is dan niet het eerste waar je aan denkt. Toch is dat meer dan het overwegen waard. Het M&A Tax team van Deloitte begeleidt de cliënt vaak vanaf het prille begin van een fusie of overname tot na de levering van de aandelen of de activa. Elke fusie of overname heeft fiscaal gezien interessante aspecten. Het begint al bij het onderhandelen van de letter of intent. Daarin wordt het speelveld van de deal bepaald. Afslagen die commercieel heel logisch zijn kunnen fiscaal verstrekkende gevolgen hebben. Alle opties openhouden is dus het devies. Tijdens de due diligence onderzoeken we de fiscale positie van de overnamekandidaat. Dit onderzoek is gericht op waarde-items, zowel positief (zoals het vinden van fiscale opportuniteiten) als negatief. Deze bevindingen spelen een rol in de onderhandelingen waarbij ook de overnamedocumentatie een belangrijk element is. De toekomstige structuur van de combinatie ontwerpen is een volgende stap. Er zijn vele stakeholders waarmee rekening moet worden gehouden. De structuur moet niet alleen voldoen aan de eisen van alle bij de overname betrokken partijen maar ook aan de wensen van de betrokken banken. De beoogde structuur moet juridisch en accounting-technisch uitvoerbaar en fiscaal optimaal zijn. Voorbeeld van dit laatste: de fiscale aftrek van rente op acquisitiefinanciering. Deze rente moet niet alleen fiscaal aftrekbaar zijn maar ook kunnen worden afgezet tegen voldoende winstcapaciteit. Daarnaast moet de cashflow van de business op het juiste niveau terechtkomen om de rente te betalen en de leningen af te lossen zonder juridische belemmeringen. M&A trajecten zijn vaak complex, zoals de recente overname van Super de Boer door Jumbo, waarbij Deloitte adviseerde. Deze transactie was vooral complex mede door de combinatiedeel die Jumbo had met Schuitema. Ook de financiering stelde stringente eisen aan de beoogde structuur. Dergelijke uitdagingen zijn bij iedere deal aanwezig en nodigen ons keer op keer uit om onze creativiteit en M&A kennis maximaal in te zetten. ●



Marije Staman is adviseur in het M&A Tax team van Deloitte

“De structuur moet niet alleen voldoen aan de business eisen van alle partijen en aan de wensen van de betrokken banken, maar ook fiscaal optimaal zijn”