

Verkoper Belgisch bedrijf zit op rozen

| Gebruiken bij overname van Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven onderzocht

ACHTERGROND
ELLEN CLEEREN

De verkoper van een Belgisch niet-genoteerd bedrijf komt sterk uit de overnameonderhandelingen. Vaak krijgt de verkoper de hele prijs meteen bij het afronden van de onderhandelingen uitbetaald. Dat blijkt uit een onderzoek van het advocatenkantoor Contrast. Bovendien betaalt de gemiddelde verkoper maximaal een kwart van de overnameprijs terug, zelfs als er nadien lijken uit de kast vallen.



Rond de overname van Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven wordt heel wat mist gespuid. Onderhandelaars actief op de overnamemarkt mogen dan al beweren dat een afspraak 'gebruikelijk' is, niemand weet of die bewering klopt. De advocaten Bart Bellen en Frank Wijckmans, beiden venoot bij Contrast en zelf actief op de markt van Mergers and Acquisitions (M&A), onderzochten daarom hoe de verkoop van niet-genoteerde bedrijven concreet verloopt. De onderzoekers namen ruim 150 transacties onder de loep, alle overnames uit de periode 2007-2009. Die werden onderverdeeld naargelang hun transactiewaarde: transacties tot 10 miljoen euro (klasse 1), van 10 tot 100 miljoen euro (klasse 2) en van meer dan 100 miljoen euro (klasse 3).

1 Eerste fase DE VOORBEREIDING

De intentiebrief

Een typisch Belgisch verkoopproces begint met een intentiebrief. Dat is een voorbereidende overeenkomst waarin de partijen er zich toe verbinden in goed vertrouwen te onderhandelen, met de bedoeling binnen een bepaalde tijd de eigenlijke overnameovereenkomst te sluiten. Bij 69 procent van de transacties gaat zo'n intentiebrief de overnameovereenkomst vooraf.

Heel vaak belooft de verkoper in die periode niet met andere kandidaten te onderhandelen. 75 procent van de verkopers geeft onderhandelingsexclusiviteit in de intentiebrief. De kandidaat-koper krijgt daardoor de garantie dat de verkoper geen verschillende kandidaten tegen elkaar uitspeelt om de prijs op te voeren.

Natuurlijk kan dat niet eindeloos. De kandidaat-overnemer mag de verkoper ook niet aan het lijntje houden. Daarom spreken de partijen een termijn af voor de exclusiviteit, gemiddeld drie maanden.

Het bedrijfsonderzoek (due diligence)

In de afgesproken termijn van

gemiddeld drie maanden krijgt de potentiële overnemer de mogelijkheid de boeken van de verkoper uit te pluizen. In 80 procent van de gevallen stelt de verkoper een dataroom ter beschikking. Wijckmans: 'Hoewel steeds meer partijen gebruikmaken van intranettoepassingen, mag je zo'n dataroom vrij letterlijk nemen. Het gaat om een kantoorruimte waar de verkoper allerhande mappen met cruciale informatie over zijn bedrijf samenbrengt. Bijna altijd gaat het om een ruimte buiten de onderneming van de verkoper, omdat hij zijn personeel niet wil verontrusten', verklaren de onderzoekers.

De adviseurs van de kandidaat-koper krijgen dan de gelegenheid al die informatie te bestuderen. 'Het is verbazend vast te stellen dat heel wat adviseurs (62%) ook kopieën van die informatie mogen meenemen.' Volgens Wijckmans houdt dat een zeker risico in. 'Gaat de geplande deal toch niet door, dan heeft de verkoper geen enkele garantie dat die vertrouwelijke informatie effectief wordt vernietigd, zelfs niet als dat zo is overeengekomen.'

Welke gegevens moet de verkoper prijsgeven? Eigenlijk alle informatie die de koper nodig heeft om een correcte prijs te bepalen en om de risico's in te schatten: de klantenbestanden, de contracten met klanten, de leverancierslijsten en de bijbehorende overeenkomsten, het personeelsregister, individuele arbeidscontracten, een overzicht van de lopende gerechtelijke procedures, de jaarrekeningen, de balansen, enzovoort.

2 Tweede fase DE OVERNAME-OVEREENKOMST

Gemiddeld komen de partijen na 122 dagen of vier maanden, te rekenen vanaf de intentiebrief, tot een akkoord over de prijs en het precieze voorwerp van de transactie, en dus tot een overnameovereenkomst (zie grafiek 1 - timing).

Die overeenkomsten worden nog vaker dan de intentiebrieven in het Engels opgesteld. 'Het gebruik van het Engels neemt toe naarmate de transactiewaarde stijgt', zegt Bellen. 'De contracten voor de overname van de grootste bedrijven (transactiewaarde boven

100 miljoen euro) worden negen op de tien keer in het Engels geregeerd.'

In 84 procent van de transacties dwingt de overnemer de verkoper hem geen concurrentie aan te doen, en dat gedurende een termijn van doorgaans drie jaar.

Verklaringen en garanties van de verkoper

In een klassieke overnameovereenkomst nemen de verklaringen en garanties van de verkoper een centrale plaats in. 'Dat hoeft niet te

verwonderen. Want een ontvreden koper van aandelen geniet weinig wettelijke bescherming. Hij koopt strikt genomen alleen aandelen, niet de onderliggende activa', zegt Bellen.

Daarom bevat de overnameovereenkomst vrijwel altijd (97% van de transacties) uitdrukkelijke waarborgen. Gebruikelijk garandeert de verkoper dat er geen RSZ-schulden zijn, dat het bedrijf niet kampt met milieuproblemen en dat er geen geschillen zijn met de fiscus. Klassiek waarborgt de verkoper ook dat er geen gerechtelijke

procedures lopen, dat de leveranciers niet van plan zijn de leveringen stop te zetten en dat alle verzekeringspolissen zijn betaald, zodat de risico's zijn gedekt. Blijken er nadien toch problemen te bestaan met bijvoorbeeld de RSZ, dan kan de koper een schadevergoeding eisen van de verkoper. De koper heeft dan een poot om op te staan.

Beperkingen op de waarborgen

Meestal (93% van alle transacties) zal de verkoper de termijn waarin de overnemer hem kan

aanspreken voor een schadevergoeding echter beperken. Volgens het onderzoek bedraagt die termijn gemiddeld 24 maanden. Die termijn geldt bijvoorbeeld als er, ondanks de garantie van het tegendeel, toch procedures blijken te lopen voor de rechtbanken.

Vaak is de termijn van aanspreekbaarheid langer voor eisen van de fiscus, van de RSZ, bij milieuverontreiniging en bij arbeidsrechtelijke of strafrechtelijke inbreuken. Afhankelijk van de situatie kan de termijn van aanspreekbaarheid dan oplopen tot vijf of zeven jaar en zelfs nog langer.

Opvallend is dat de verkoper de maximale aansprakelijkheid (CAP amount in het jargon) beperkt tot gemiddeld 25 procent van de koopprijs als er nadien toch een lijn uit de kast valt (zie grafiek 2). Die beperking is in België heel sterk ingeburgerd. Bij 89 procent van alle transacties wordt de aansprakelijkheid van de verkoper geplaformeerd.

In klasse 3 (transactiewaarde hoger dan 100 miljoen euro) is de CAP beperkt tot gemiddeld 11 procent, wat deels te verklaren is door de hogere overnamesom. Bij overnames tot 10 miljoen euro kan de gemiddelde overnemer bij eventuele calamiteiten maar terugvallen op een vergoeding van maximaal 40 procent van de overnamesom. 'De typische verkoper weet zich dus goed te beschermen tegen mogelijke vergoedingsaanspraken. Hij mag een familiebedrijf overlaten en het dak mag na de verkoop nog instorten, dan nog kan hij 60 procent van de ontvangen prijs op zak houden', illustreert Wijckmans.

De verkoper kan ook aan claims van de overnemer ontsnappen door zogenaamde disclosures te formuleren. Dan erkent de verkoper dat er nog problemen kunnen rijzen waarvoor hij niet zal instaan. 'Het standaardargument van de verkoper is dat de koper zich toch niet meer kan beroepen op proble-

men die hij kende op het ogenblik dat de overeenkomst werd gesloten', aldus Wijckmans. Zo kan de verkoper aangeven dat er een btw-controle is geweest waarvan de uitkomst nog onzeker is. Hij kan ook melden dat er nog openstaande facturen zijn waarvan niet zeker is dat ze ooit betaald worden.

3 Derde fase DE CLOSING

De closing is het moment waarop de verkoper de overnamesom ontvangt en de controle over zijn bedrijf effectief overdraagt. De closing gebeurt gemiddeld 46 dagen nadat de overnameovereenkomst is gesloten en kan pas plaatsvinden als aan alle randvoorwaarden is voldaan. Hoe groter de transactie, hoe langer het duurt vooraleer de partijen de deal kunnen closen. Vaak is dat omdat grote ondernemingen eerst nog het fiat moeten krijgen van de mededingingsautoriteiten.

Verrassend is de vaststelling dat de totale overnameprijs doorgaans in een keer wordt betaald bij de closing. De overnemer houdt vaak zelfs geen fractie van de koopsom achter de hand. 'Alweer een illustratie van het feit dat de typisch Belgische verkoper het been goed stijf kan houden', vindt Wijckmans. 'Hij eist en krijgt boter bij de vis.'

Er bestaan nochtans technieken waardoor de overnemer niet meteen de volledige koopsom moet betalen. 'Bij een zogenaamde earn-out wordt een deel van de prijs maar betaald als bepaalde doelstellingen worden gerealiseerd, bijvoorbeeld als de overnemer de bestaande klantenportefeuille gedurende 12 tot 24 maanden na de overdracht kan behouden.' Maar die earn-outs en andere technieken komen maar voor bij 35 procent van de transacties.

Een ontvreden koper van aandelen geniet weinig wettelijke bescherming. Hij koopt alleen aandelen, niet de onderliggende activa.

BART BELLEN, venoot bij Contrast

4 Vierde fase HET GERUZIE ACHTERAF

Verkopers zijn gewaarschuwd. De kous is niet af zodra zij hun centen hebben geïncasseerd.

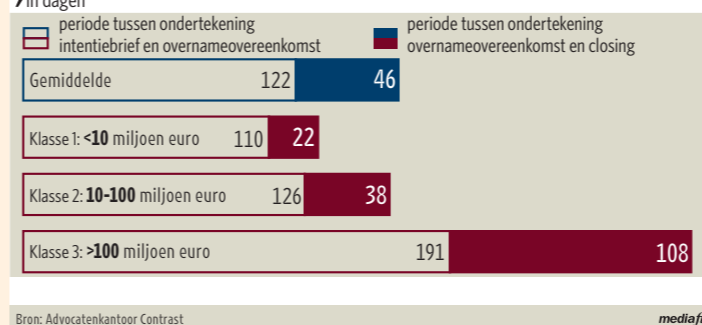
Hoewel de meeste onderzochte deals pas onlangs werden afgesloten, heeft de overnemer in niet minder dan twaalf op de honderd transacties al vergoedingsaanspraken gemaakt. Hoe groter de transactie, hoe meer kans op een geschil na de closing. Bij de grootste transacties stijgt het aantal vergoedingsaanspraken zelfs nog tot een derde van de gevallen (zie grafiek 3). Die vergoedingsaanspraken monden meestal niet uit in gerechtelijke procedures, maar in arbitrage. Het geschil wordt dan niet voorgelegd aan traditionele rechtbanken, maar aan arbiters, vaak specialisten uit het veld.

Unieke robotfoto van verkoopprocedures

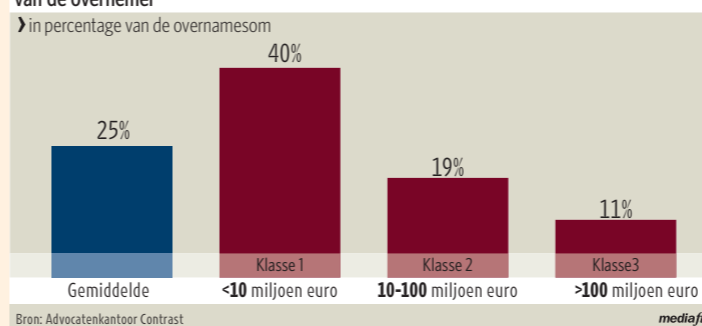
Voor hun onderzoek kregen de advocaten Bart Bellen en Frank Wijckmans de medewerking van tal van overnamebegeleiders die zich de moeite getroosten een uitgebreide vragenlijst te vervullen. Onder die deelnemers zakenbankiers en accountants, maar ook gerenommeerde zakenadvocatenkantoren zoals Allen & Overy, Eubelius, Linklaters, Loyens, NautaDutilh en Stibbe. Daarnaast namen ook professionele investeerders zoals Gimv en Ackermans en Van Haaren (AVH) deel aan het onderzoek.

De ruim 150 onderzochte transacties betroffen de verkoop van een bedrijf door de overdracht van aandelen. Op de meerwaarde die de verkoper daarbij realiseert, is in ons land doorgaans geen belasting verschuldigd. Daarom verkiezen de meeste verkopers een aandelenovername boven de verkoop van activa. Samen vertegenwoordigen de onderzochte transacties een waarde van bijna 10 miljard euro. De resultaten leveren dus een unieke robotfoto op van het verloop van verkoopprocedures in België.

GRAFIEK 1: Gemiddelde duur van het verkoopproces in dagen



GRAFIEK 2: CAP amount: bedrag dat de verkoper maximaal terugbetaalt bij claims van de overnemer



GRAFIEK 3: Aantal aanspraken van de overnemers als er na de closing toch nog lijken uit de kast vallen

