

DE BELGISCHE M&A-INDEX

Bart Bellen en Frank Wijckmans⁽¹⁾

INHOUD

- I. INLEIDING (p. 104)
- II. ONDERZOEKSRESULTATEN (p. 105)
 - A. Algemene kenmerken van de transactie (p. 105)
 - B. De voorbereidende fase (p. 106)
 - 1. Het gebruik van intentiebrieven (*letter of intent*) (p. 106)
 - 2. Bedrijfsonderzoek (*due diligence*) (p. 107)
 - C. De overnameovereenkomst (p. 108)
 - 1. Betaling van de koopprijs (p. 109)
 - 2. Verklaringen en garanties van de verkoper - *disclosure* (p. 109)
 - 3. Contractuele beperkingen aan de vergoedingsplicht van de verkopers (p. 110)
 - D. Opschortende voorwaarden (p. 113)
 - E. Niet-concurrentiebedingen - verbod van afwerving (p. 113)
 - F. Geschillen en geschillenregeling (p. 115)
- III. CONCLUSIE (p. 116)

I. INLEIDING

Bij onderhandelingen over de overname van een onderneming komt een aantal variabelen nagenoeg steeds aan de orde.

In 2007 hebben wij een bevraging georganiseerd naar de concrete invulling van deze variabelen in overnameovereenkomsten. Met ons onderzoek hebben we toen een eerste aanzet willen geven tot objectivering van de gangbare overnamepraktijk in België. De resultaten van dit onderzoek werden gepubliceerd in dit Tijdschrift⁽²⁾.

Eind 2009 hebben we de bevraging herhaald. Met dit tweede onderzoek wilden we tot een stevigere verankering van de resultaten komen en de representativiteit van het onderzoek vergroten. Daarom werd dit onderzoek gevoerd aan de hand van een uitgebreidere vragenlijst en een groter *sample*. Het had opnieuw specifiek betrekking op transacties waarbij een koper, door middel van een aandelenoverdracht (*share deal*), de controle verwerft over een niet-beursgenoteerde Belgische onderneming. De totale transactiewaarde van de in het onderzoek betrokken overnames bedroeg ruim 9,5 miljard euro.

De tweede editie van de bevraging had betrekking op 150 transacties afgesloten in de periode 2007-2009 en kwam tot stand met de medewerking van 34 investeringsmaatschappijen, financiële dienstverleners en advocatenkantoren met een gevestigde over-

1. Advocaten te Brussel (contrast). Met de medewerking van Thomas De Clerck, Jeroen Stevens, Sophie Van den Broeke en Inge Moldenaers.
2. Zie B. BELLEN en F. WIJCKMANS, "M&A Survey", *TRV* 2008, 113.

namepraktijk³). Elk van hen werd gevraagd om gedetailleerde vragenlijsten in te vullen, telkens met betrekking tot 3 tot 5 recente transacties die zij als representatief beschouwen voor hun overnamepraktijk. De vertrouwelijkheid van de onderzochte transacties werd ten volle gerespecteerd. Aan de deelnemers werd niet gevraagd om namen of andere details mee te delen die de anonimiteit van de bevraging in het gedrang zouden kunnen brengen. De vragenlijst bevatte wel een beveiliging om dubbelstellingen te vermijden.

Om de mogelijke invloed van de transactiewaarde te meten op de concrete invulling van bepaalde variabelen, werden de onderzochte transacties opnieuw opgedeeld in drie categorieën : (i) transactiewaarde tot 10 miljoen euro (categorie I), (ii) transactiewaarde tussen 10 en 100 miljoen euro (categorie II) en (iii) transactiewaarde hoger dan 100 miljoen euro (categorie III).

Alhoewel wij geen wetenschappelijke precisie beogen, blijkt uit het onderzoek dat voor de meeste variabelen een zeer duidelijke lijn kan worden onderkend in de onderzoeksresultaten. Heel wat resultaten liggen bovendien *grosso modo* in het verlengde van ons eerste onderzoek. Deze vaststellingen, in combinatie met het gedetailleerde karakter van de vragenlijst en de brede *sampling*, leiden ertoe dat de hierna weergegeven onderzoeksresultaten naar ons oordeel een goed beeld bieden van de Belgische overnamepraktijk. Waar dit voor het eerste onderzoek zeker voorbarig zou zijn geweest, lijkt het niet ongepast om de resultaten van dit tweede onderzoek reeds als een (eerste) Belgische M&A-index te bestempelen.

Bij de publicatie van de resultaten van het eerste onderzoek in dit Tijdschrift, hebben wij ook meer het algemeen juridische kader van bedrijfsovernames geschetst. We verwijzen graag naar die publicatie voor een meer omstandige bespreking van de juridische context en een aantal van de hierna gehanteerde begrippen.

In deze bijdrage gaan wij vooral in op de resultaten van het tweede onderzoek zelf.

II. ONDERZOEKSRESULTATEN

A. Algemene kenmerken van de transactie

Onder deze afdeling hebben wij een aantal algemene kenmerken van de onderzochte transacties en het transactieproces in kaart gebracht.

Concreet werd onderzocht of de controleverwerving werd gerealiseerd door de overname van alle aandelen van de doelvennootschap, of slechts een deel van de aandelen. Ook werd gevraagd of de verkopers rechtstreeks of onrechtstreeks een deel van de overnamesom hebben geherinvesteerd in de nieuwe structuur⁴.

Verder werd gemeten of de transactie tot stand kwam na een formele biedingprocedure waarbij verschillende kandidaat-kopers een bod konden uitbrengen op de doelvennootschap.

Ten slotte hebben we ook het normale tijdsverloop van een transactie berekend. Concreet werd het aantal dagen tussen de ondertekening van een intentiebrief (indien toepasselijk) en de ondertekening van de overnameovereenkomst gemeten, alsook het

3. Ackermans & Van Haaren, Allen & Overy, Altius, Altra law, Ambos Law, Arts Cleeren & Vennoten, Astrea, Cadanz, Cnockaert Salens, contrast, Curia Advocaten, De Broeck Van Laere Van Camp Coopman Sandra, Declerck Letermé & Partners, Derycke & Vandeberghe Advocaten, Dumont Sablon & Vanheeswijck, Eubelius, Finpartners, GIMV, Goossens Sebreghts Jacquain Advocaten, KPMG Legal Advisers, Laga, Liedekerke, Linklaters, Loyens & Loeff, Monard d'Hulst, Nauta Dutilh, Olislagers & De Creus, Petercam Securies, Simont Braun, Stibbe, Titeca Henry Accountants, Vandelanotte Accountants, Vectis Participaties en VMB Bedrijfsrevisoren.

4. Dergelijke transactiestructuren zijn niet ongebruikelijk bij *management buy-outs*, *leveraged buy-outs* of herfinancierings- en herkapitaliseringsoperaties. Een substantiële herinvestering door bepaalde verkopers kan een merkbare invloed hebben op andere bepalingen van de overeenkomst (in het bijzonder de contractuele bescherming van de koper).

aantal dagen tussen de ondertekening van de overnameovereenkomst en de afronding van de overdracht (*closing* of *completion* in het jargon).

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De transactie heeft betrekking op alle aandelen van de doelvennootschap.	88 %	87 %	85 %	100 %
De verkopers herinvesteren in een nieuwe holdingstructuur.	17 %	12 %	25 %	6 %
Er is een formele biedingsprocedure georganiseerd.	22 %	4 %	37 %	47 %
Gemiddeld aantal dagen tussen de ondertekening van de intentiebrief (indien toepasselijk) en de overnameovereenkomst.	122	110	126	191
Gemiddeld aantal dagen tussen de ondertekening van de overnameovereenkomst en de <i>closing</i> (wanneer niet samenvallend).	46	22	38	108

Deze cijfergegevens tonen aan dat in een grote meerderheid van de gevallen de onderzochte transacties inderdaad betrekking hadden op alle aandelen van de doelvennootschap. Slechts een kleine minderheid van de transacties had betrekking op transactiestructuren waarbij de verkopers een deel van de opbrengst hebben geherinvesteerd⁵.

Uit het onderzoek blijkt dat het gebruik van formele biedingsprocedures (*auctions* in het jargon) stijgt met de transactiewaarde. In de grootste overnametransacties (categorie III) is dat het geval in bijna de helft van de transacties.

Ook is het duidelijk dat de totstandbrenging en afronding van een overnametransactie langer duren naarmate de transactiewaarde stijgt. In de grotere overnametransacties (categorieën II en III) heeft dit ongetwijfeld te maken met de noodzaak om tussen de ondertekening en de afronding een aantal opschortende voorwaarden te vervullen (zie verder).

B. De voorbereidende fase

1. Het gebruik van intentiebrieven (*letter of intent*)

Uit ons eerste onderzoek bleek reeds dat zeer vaak wordt onderhandeld op basis van een intentiebrief vooraleer een definitieve overnameovereenkomst wordt getekend. Deze vaststelling wordt bevestigd door ons tweede onderzoek.

We hebben ook gemeten of de koper in voorkomend geval (*i.e.* in de gevallen waarin een intentiebrief is opgesteld) al dan niet onderhandelingsexclusiviteit had bedongen en, zo ja, hoe lang.

Ten slotte hebben we gepeild naar de taal waarin de intentiebrief werd opgesteld.

5. Uit beide vaststellingen kan worden afgeleid dat de onderzoeksresultaten slechts beperkt beïnvloed zijn door het gebruik van alternatieve transactiestructuren. Wij hebben er dan ook voor gekozen om de transacties voor doeleinden van dit artikel vanuit dat perspectief niet verder op te splitsen in bijkomende categorieën.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Voorafgaand aan de overname-overeenkomst is een intentiebrief ondertekend.	69 %	68 %	75 %	53 %
Indien ja, in welke taal is de intentiebrief opgesteld ?				
- Nederlands	50 %	70 %	34 %	22 %
- Engels	47 %	26 %	64 %	78 %
- Frans	3 %	4 %	2 %	0 %
Er is onderhandelingsexclusiviteit bedongen.	75 %	70 %	84 %	56 %
Indien ja, duur van de exclusiviteit (mediaan, uitgedrukt in maanden).	3	3	3	2,5

Uit de resultaten blijkt dat in een duidelijke meerderheid van de transacties voorbereidende overeenkomsten werden gesloten, voorafgaand aan de eigenlijke overname-overeenkomst. Enkel in de grootste overnametransacties (categorie III) is het resultaat minder eenduidig. Dit heeft wellicht vooral te maken met het feit dat de overname-overeenkomst in dergelijke gevallen vaak tot stand komt in het kader van strak geregisseerde biedingprocedures (zie boven) waarin het gebruik van intentiebrieven vaak overbodig is.

Zodra de partijen evenwel een intentiebrief gebruiken, is daarin doorgaans ook onderhandelingsexclusiviteit bedongen. De partijen komen dan overeen om gedurende een afgesproken periode niet te onderhandelen met andere partijen over eenzelfde transactie (of andere transacties die het doel van de voorgenomen operatie zouden ondermijnen). De duur van de exclusiviteitsperiode ligt in voorkomend geval doorgaans rond de 3 maanden.

2. Bedrijfsonderzoek (*due diligence*)

In een klassiek overnameproces krijgen de kandidaat-koper en zijn adviseurs gedurende een bepaalde periode toegang tot bepaalde vertrouwelijke informatie van de doelvennootschap om zo zelf een inschatting te kunnen maken van de doelvennootschap en haar onderliggend vermogen. In de praktijk verwijst men naar het *due diligence* onderzoek.

Concreet hebben we onderzocht of de verkoper dit deel van het overnameproces reeds zelf had voorbereid en rapporten ter beschikking heeft gesteld van de kandidaat-kopers (zgn. *vendor due diligence*)⁶. Ook werd nagegaan of de verkoper de benodigde vertrouwelijke informatie voor het bedrijfsonderzoek georganiseerd en afgezonderd ter beschikking heeft gesteld in een zogenaamde *data room*. Daarbij werd een onderscheid gemaakt naargelang de *data room* op een bepaalde, fysieke plaats werd georganiseerd, dan wel virtueel met de hulp van intranettoepassingen met beveiligde toegang.

6. Over de voordelen van een dergelijke aanpak in het kader van *auctions*, zie B. BELLEN en F. WIJCKMANS, "M&A Survey", TRV 2008, voetnoot 10.

Ten slotte werd gevraagd of de koper en zijn adviseurs documenten uit de *data room* konden kopiëren en of de partijen, als aanvulling op de *data room*, ook een formele vraag- en antwoordprocedure (*Q&A*) hebben georganiseerd.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De verkopers stellen een <i>vendor due diligence report</i> ter beschikking.	7 %	7 %	3 %	18 %
De verkopers stellen een <i>data room</i> ter beschikking.	80 %	65 %	93 %	94 %
Indien ja, in welke vorm ?				
- Virtueel	22 %	11 %	28 %	31 %
- Fysiek	78 %	89 %	72 %	69 %
De kandidaat-overnemers kunnen kopieën nemen van documenten uit de <i>data room</i> .	62 %	63 %	65 %	40 %
Er is een geformaliseerde vraag- en antwoordprocedure (<i>Q&A</i>).	50 %	29 %	71 %	76 %

Uit het onderzoek blijkt dat het gebruik van *vendor due diligence*-rapporten in geen van de categorieën echt gebruikelijk is. Wel is het gangbare praktijk dat de verkoper een *data room* ter beschikking stelt van de koper en zijn adviseurs. In een grote meerderheid van de gevallen mag men dat bovendien nog letterlijk nemen en gaat het inderdaad om een afgezonderde, fysieke ruimte. In een minderheid van de gevallen is de *data room* "virtueel" georganiseerd; het gebruik van deze methode stijgt met de transactiewaarde.

Uit het eerste onderzoek was reeds gebleken dat kopieën van *dataroom*-documenten nemen ruimer wordt toegestaan dan vaak wordt vermoed. Deze opmerkelijke vaststelling wordt bevestigd door ons tweede onderzoek.

C. De overnameovereenkomst

Het centrale document in elke overnametransactie is de overnameovereenkomst zelf.

Uit ons eerste onderzoek was gebleken dat deze overeenkomst, zelfs voor kleinere transacties, vaak op Angelsaksische leest is geschoeid. Deze vaststelling wordt bevestigd door de resultaten van het tweede onderzoek. Dit blijkt overigens ook uit de taal waarin de overeenkomst wordt opgesteld. Zeker bij hogere transactiewaarden (categorieën II en III) was dit in een grote meerderheid van de gevallen het Engels (61 % van de gevallen in categorie II en 88 % in categorie III).

Naast de taal van de overnameovereenkomst, hebben we ook de betalingsmodaliteiten van de koopprijs, het gebruik van verklaringen en waarborgen door de verkoper, de aard van de uitzonderingen op de verklaringen en waarborgen en beperkingen aan de vergoedingsplicht van de verkoper onderzocht.

1. Betaling van de koopprijs

Concreet hebben we onderzocht of de koopprijs in één keer werd betaald bij afronding van de overname, dan wel in schijven.

Daarnaast werd genoteerd of de prijs nog kon worden aangepast na *closing* op basis van *closing accounts*, alsook of er nog nabetalingen waren na de afronding van de transactie afhankelijk van de toekomstige realisatie van bepaalde objectieven (*earn-out*).

Ten slotte werd nagegaan of een deel van de koopprijs op een zogenaamde *escrow*-rekening werd gestort en dus bij afronding van de transactie niet onmiddellijk in handen van de verkoper werd betaald.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Er is een prijsaanpassing na <i>closing</i> op basis van " <i>closing accounts</i> ".	35 %	29 %	41 %	47 %
Er zijn <i>earn-out</i> -betalingen.	35 %	33 %	44 %	6 %
De koopprijs wordt (gedeeltelijk) gestort op een <i>escrow</i> -rekening.	35 %	39 %	32 %	24 %

Eén van de opvallendste resultaten van het onderzoek betreft ongetwijfeld de vaststelling dat een verkoper in een ruime meerderheid van de gevallen de gehele koopprijs onmiddellijk bij afronding ontvangt. Bovendien blijkt uit het onderzoek dat de prijs nadien slechts in een minderheid van de gevallen nog onderhevig is aan contractuele aanpassingsmechanismen.

Zowel het gebruik van prijsaanpassingen op basis van *closing accounts*, als de betaling van een deel van de prijs op een gezamenlijke *escrow*-rekening blijken constant te zijn gebleven ten aanzien van onze eerste bevraging. De opname van *earn-out*-betalingen blijkt anderzijds meer ingeburgerd te zijn dan wij hadden verwacht op basis van ons eerste onderzoek. Wel lijkt deze techniek vooral populair in de kleine en middelgrote transacties (categorieën I en II) en wordt zij nagenoeg niet meer gebruikt bij de grotere overnametransacties.

2. Verklaringen en garanties van de verkoper - disclosure

Gezien de zeer beperkte wettelijke bescherming die een koper van aandelen geniet, vormen de verklaringen en garanties van de verkoper een cruciaal onderdeel van de klassieke overnameovereenkomst.

Het zal niemand verwonderen dat uit het onderzoek opnieuw blijkt dat in nagenoeg 100 % van de transacties uitdrukkelijke verklaringen en garanties werden opgenomen in de overnameovereenkomst. Bovendien geven de deelnemers in bijna 90 % van de gevallen aan dat de verklaringen en garanties essentieel overeenstemmen met een standaardlijst (in categorie III zelfs in 94 % van de gevallen).

In ongeveer de helft van de onderzochte transacties werden er, behalve de algemene verklaringen en waarborgen, ook bijkomende bepalingen opgenomen met betrekking tot mogelijke schadeloosstelling door de verkoper voor specifieke problemen (de *specific indemnities*). Deze techniek neemt toe met de transactiewaarde (65 % in categorie III).

We hebben ook opnieuw onderzocht welke uitzonderingen op de verklaringen en garanties werden gestipuleerd en met name welke kennis de koper wordt verondersteld te hebben aanvaard bij het aangaan van de overeenkomst, zodat de verkoper voor de gekende problemen niet langer aansprakelijk kan worden gesteld. In de praktijk spreekt men van "*disclosures*".

Concreet werd onderzocht of de inhoud van de *data room* in zijn geheel werd beschouwd als "*disclosed*". Andere mogelijke uitzonderingen betreffen de neerslag van een schriftelijke vraag- en antwoordprocedure (indien deze werd georganiseerd), specifiek in een brief of bijlage omschreven uitzonderingen, het *due diligence*-verslag van de koper of publiek beschikbare informatie.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Aard van de <i>disclosures</i> :				
- <i>data room index</i> /documenten (indien beschikbaar)	65 %	42 %	80 %	94 %
- <i>Q&A log</i> (indien georganiseerd)	53 %	35 %	55 %	77 %
- <i>disclosure schedules/letters</i>	61 %	55 %	76 %	35 %
- <i>due diligence</i> rapport	7 %	9 %	3 %	12 %
- publieke informatie	39 %	30 %	47 %	47 %

Uit het onderzoek blijkt zeer duidelijk dat, wanneer een *data room* en/of een *Q&A* procedure wordt georganiseerd, dan van de koper doorgaans ook zal worden verwacht dat hij erkent de daarin opgenomen informatie effectief te hebben onderzocht en te aanvaarden als uitzondering op de verklaringen en garanties. De partijen komen dan overeen dat de koper zich niet meer kan beroepen op problemen die hij kende (of behoorde te kennen) bij de ondertekening van de overnameovereenkomst. Enkel voor de kleinere transacties (categorie I) is dit slechts in een minderheid van de gevallen zo bepaald.

Uit de resultaten kan men ook afleiden dat het gebruik van *disclosure letters* of specifieke bijlagen bij de overnameovereenkomst (*disclosure schedules*) goed ingeburgerd is, al neemt het gebruik af bij de hoogste transactiewaarden.

Het onderzoek bevestigt de vaststellingen van onze eerste bevraging over het zeer uitzonderlijk gebruik van het *due diligence*-rapport van de koper als uitzondering op de garanties. Ook de resultaten betreffende het al dan niet toelaten van publiek beschikbare informatie, in het algemeen, als uitzondering op de garanties liggen in de lijn van ons eerste onderzoek. Men merkt wel op dat dit zeker bij de kleinere transacties eerder de uitzondering dan de regel is.

3. Contractuele beperkingen aan de vergoedingsplicht van de verkopers

Een goed opgestelde overnameovereenkomst bevat een vergoedingsregeling ten behoeve van de koper voor het geval dat bepaalde verklaringen of garanties van de verkoper achteraf niet correct blijken te zijn.

De onderhandelingen spitsen zich dan verder toe op de vraag hoe lang deze vergoedingsregeling na *closing* blijft gelden en hoe belangrijk het probleem minimaal moet zijn om ook effectief aanleiding te geven tot een vergoedingsaanspraak lastens de ver-

koper (*de minimis*-drempels). Eén van de belangrijkste contractuele beperkingen betreft daarnaast de maximale aansprakelijkheid van de verkoper voor inbreuken op de verklaringen en garanties (*de cap*).

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Er is een algemene beperking van de vergoedingsplicht in de tijd.	93 %	91 %	95 %	94 %
Indien ja, wat is de duur (mediaan, uitgedrukt in maanden) ?	24	24	24	18
Er is een specifieke beperking in de tijd met betrekking tot vergoedingsaanspraken in volgende domeinen :				
- fiscaliteit	85 %	84 %	88 %	88 %
- sociale zekerheid	69 %	71 %	68 %	59 %
- arbeidsrechtelijke inbreuken	25 %	29 %	24 %	12 %
- milieu	49 %	43 %	58 %	47 %
- strafrechtelijke inbreuken	10 %	10 %	8 %	18 %
- andere	34 %	25 %	46 %	29 %

Het onderzoek bevestigt opnieuw dat de vergoedingsplicht van de verkoper nagenoeg steeds wordt onderworpen aan een uitdrukkelijke beperking in de tijd zodat de gemeenschappelijke contractuele verjaringstermijn niet van toepassing is op de overeenkomst. Ook de vaststelling dat in een meerderheid van de transacties een onderscheid wordt gemaakt tussen een algemene termijn en afzonderlijke termijnen voor specifieke aanspraken blijft overeind.

De duur van de *algemene contractuele verjaringstermijn* ligt onveranderd rond de 24 maanden, al blijkt uit de resultaten voor de grotere transacties wel een trend naar verkorting van deze termijn (de mediaan was 18 maanden in categorie III). Anderzijds blijkt uit het onderzoek ook dat fiscale aanspraken en aanspraken die betrekking hebben op inbreuken van socialezekerheidswetgeving in een grote meerderheid van de gevallen worden onderworpen aan specifieke contractuele verjaringstermijnen. Ook voor milieurechtelijke aanspraken geldt in ongeveer de helft van de gevallen een afwijkende contractuele verjaringstermijn.

In 76 % van de transacties met een specifieke conventionele termijn voor *fiscaal* geïnspireerde vergoedingsaanspraken werd deze termijn vastgesteld door verwijzing naar de toepasselijke wettelijke verjaringstermijnen voor fiscale inbreuken (bv. "toepasselijke wettelijke verjaringstermijn + 1 maand"). In de andere transacties met een specifieke termijn voor fiscale vergoedingsaanspraken werd gewerkt met een vaste termijn, waarbij de mediaan lag op 60 maanden.

In de gevallen waarin de overnameovereenkomst een specifieke conventionele termijn hanteert voor *socialezekerheidsaangelegenheden*, liggen de resultaten in dezelfde lijn. In 77 % van de gevallen wordt de limiet dan eveneens gedefinieerd door verwijzing naar de toepasselijke wettelijke verjaringstermijnen.

Ook opvallend zijn de specifieke contractuele termijnen die in bijna de helft van de onderzochte transacties worden bedongen voor *milieurechtelijke inbreuken*. Gezien de mogelijk zeer lange wettelijke verjaringstermijnen voor dergelijke aangelegenheden, is het enigszins verrassend dat de contractuele verjaringstermijnen in voorkomend geval toch in een duidelijke meerderheid van de gevallen worden gekoppeld aan een vaste termijn (58 % van de gevallen). De mediaan lag daarbij op 5 jaar in alle categorieën, behalve in categorie III waar de mediaan lag op slechts 3 jaar.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Er is een <i>de minimis</i> -drempel per vergoedingsaanspraak.	71 %	57 %	83 %	82 %
Indien ja :				
- verhouding tot de koopprijs (mediaan)	0,08 %	0,09 %	0,06 %	0,05 %
- in de vorm van een franchise	23 %	22 %	22 %	31 %
Er is een <i>de minimis</i> -drempel voor alle vergoedingsaanspraken gezamenlijk (<i>aggregate</i>).	79 %	70 %	88 %	88 %
Indien ja :				
- verhouding tot de koopprijs (mediaan)	0,76 %	1,22 %	0,74 %	0,33 %
- in de vorm van een franchise	30 %	34 %	28 %	43 %

Behalve contractuele verjaringstermijnen bevat een klassieke overnameovereenkomst ook financiële beperkingen voor mogelijke vergoedingsaanspraken van de koper.

Uit het onderzoek blijkt dat zowel het gebruik van *de minimis*-drempels (zowel per aanspraak als voor alle aanspraken gezamenlijk), als de beperking van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper, de courante praktijk vormen.

De *de minimis*-drempels zijn doorgaans niet opgevat als een franchise; bij overschrijding van de drempel kan de koper dus het volledige bedrag terugvorderen en niet enkel dat gedeelte dat de minimumdrempel overschrijdt.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De maximale aansprakelijkheid van de verkoper wordt beperkt (<i>cap</i>).	89 %	83 %	95 %	100 %
Indien ja, verhouding tot de koopprijs (mediaan).	25 %	40 %	19 %	11 %

Ook de beperking van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper blijft de regel. In de hoogste categorie werd deze techniek gebruikt in 100 % van de onderzochte transacties. Een vergelijking met ons eerste onderzoek lijkt te wijzen op een trend naar verdere verlaging van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper in alle catego-

rieën. Het is natuurlijk de vraag of die trend zich zal bestendigen in de komende periode, gegeven de gewijzigde marktomstandigheden.

D. Opschortende voorwaarden

Zeer vaak wordt een overnameovereenkomst onder opschortende voorwaarden gesloten.

In de praktijk vindt men een waaier van mogelijke opschortende voorwaarden terug in overnameovereenkomsten. In voorkomend geval ontstaat een onderscheid tussen de datum waarop de overeenkomst wordt getekend en de datum waarop de overname wordt afgerond (*closing of completion*). Het is duidelijk dat de complexiteit van de overnameovereenkomst toeneemt zodra een dergelijk onderscheid wordt ingebouwd. De partijen bouwen in dergelijke gevallen immers ook een aantal secundaire opschortende voorwaarden (bijvoorbeeld een MAC-clausule) in, evenals overgangsregelingen in verband met het bestuur van de doelvennootschap in de tussenperiode.

We hebben gepeild naar de aanwezigheid van de volgende "primaire" opschortende voorwaarden in de overnameovereenkomst : aanmelding bij de mededingingsautoriteiten, instemming van derde partijen met de overdracht en het bekomen van bankfinanciering door de koper.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De overnameovereenkomst is onderworpen aan opschortende voorwaarden.	52 %	36 %	61 %	82 %
Indien ja, aard van de opschortende voorwaarden :				
- aanmelding bij de mededingingsautoriteiten	14 %	0 %	22 %	47 %
indien ja, aantal aanmeldingen (gemiddeld)	1	/	1	1
- instemming van derde partijen	33 %	23 %	39 %	47 %
- bankfinanciering	13 %	14 %	15 %	0 %

Uit het onderzoek blijkt dat een meerderheid van de onderzochte transacties werd onderworpen aan één of meer opschortende voorwaarden. Deze vaststelling is vooral uitgesproken in de transacties met hogere transactiewaarden. In de transactiecategorie III blijkt minstens één van de opschortende voorwaarden dan vaak de verplichte aanmelding van de transactie bij de bevoegde mededingingsautoriteiten te zijn.

E. Niet-concurrentiebedingen - verbod van afwerving

In de meeste overnameovereenkomsten tracht de koper het handelsfonds van de overgenomen onderneming te beschermen met niet-concurrentiebedingen en clausules die de verkoper verbieden om het personeel of de cliënteel van de overgenomen vennootschap te benaderen.

Het onderzoek bevestigt dat dergelijke voortdurende verplichtingen na afronding van de transactie inderdaad zeer gebruikelijk zijn. Het onderzoek heeft voornamelijk

gepeild naar de duur van dergelijke niet-concurrentie- en niet-afwervingsbedingen en naar het contractuele sanctioneringsmechanisme.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Er is een niet-concurrentieverplichting voor de verkopers na de <i>closing</i> .	84 %	91 %	81 %	65 %
Indien ja :				
- duur van de niet-concurrentieverplichting (mediaan, uitgedrukt in maanden)	36	36	36	36
- schending van de niet-concurrentieverplichting is gekoppeld aan forfaitaire schadevergoeding	62 %	75 %	62 %	27 %
indien ja, bedrag van de forfaitaire schadevergoeding per inbreuk (mediaan, uitgedrukt in EUR)	100 000	100 000	100 000	175 000
Er is een niet-afwervingsverplichting voor de verkopers na <i>closing</i> .	73 %	75 %	71 %	65 %
Indien ja :				
- duur van de niet-afwervingsverplichting (mediaan, uitgedrukt in maanden)	36	36	36	36
- schending van de niet-afwervingsverplichting is gekoppeld aan forfaitaire schadevergoeding	61 %	77 %	63 %	27 %
indien ja, bedrag van de forfaitaire schadevergoeding per inbreuk (mediaan, uitgedrukt in EUR)	100 000	87 500	100 000	100 000

De belangrijkste vaststelling is dat de duurtijd van het niet-concurrentiebeding doorgaans, over alle categorieën heen, wordt vastgesteld op drie jaar. Dit is enigszins verrassend omdat men, op basis van de richtlijnen van de Europese Commissie, zou verwachten dat het gemiddelde niet-concurrentiebeding beperkt wordt tot 2 jaar.

In een meerderheid van de gevallen worden de niet-concurrentieverplichtingen en niet-afwervingsbedingen gesanctioneerd met een contractueel bedongen forfaitaire schadevergoeding per inbreuk. Dit is ook aan te raden aangezien het bewijs van schade, indien niet in een forfaitaire schadevergoeding werd voorzien, een zeer moeilijke aangelegenheid is, die de uiteindelijke efficiëntie van de niet-concurrentieverplichting ernstig kan ondermijnen. Indien in een forfaitaire schadevergoeding werd voorzien, lag deze doorgaans rond de 100.000 euro per inbreuk (mediaan).

Een andere opvallende vaststelling is dat het gebruik van niet-concurrentieverplichtingen voor de verkoper minder uitgesproken is in de hoogste transactiecategorie. Dit is wellicht te verklaren door het gegeven dat de aandeelhouders van zeer grote bedrijven vaak minder rechtstreeks betrokken zijn bij de activiteiten en als dusdanig na de afronding van de transacties een minder grote bedreiging vormen voor het handelsfonds van de overgenomen onderneming.

F. Geschillen en geschillenregeling

Alle onderzochte transacties bevatten een bepaling met betrekking tot de regeling van eventuele geschillen tussen de partijen.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De overnameovereenkomst bevat een bepaling met betrekking tot de wijze van geschillenbeslechting.	100 %	100 %	100 %	100 %
Indien ja :				
- gewone rechtbanken	64 %	81 %	53 %	35 %
- arbitrage	36 %	19 %	47 %	65 %
- verplichte voorafgaande mediatieprocedure	21 %	23 %	22 %	18 %
De koper heeft na <i>closing</i> effectief vergoedingsaanspraken ingesteld op basis van de verklaringen en waarborgen.	12 %	9 %	12 %	29 %
De overeenkomst heeft aanleiding gegeven tot een procedure voor de rechtbank / arbitrage.	4 %	0 %	7 %	12 %

Daar waar uit ons eerste onderzoek nog een duidelijke, algemene voorkeur voor arbitrage bleek, is het beeld na de tweede bevraging genuanceerder. Men merkt wel een onmiskenbare trend naar arbitrage naarmate de transactiewaarde stijgt. In dergelijke gevallen komen de voordelen van arbitrage wellicht het sterkst tot uiting. De keuze voor arbitrage laat de partijen in voorkomend geval bijvoorbeeld toe om hun discussie voor te leggen aan gespecialiseerde arbiters en om de procedure (al dan niet gedeeltelijk) in een andere taal te voeren (bv. Engels) zodat vertalingen en begripsverwarring kunnen worden vermeden.

Voor de transacties met forumkeuze voor de Belgische rechtbanken, werden in 40 % van de gevallen de rechtbanken van Brussel aangeduid, in 31 % van de gevallen de rechtbanken van Antwerpen. Alle andere rechtbanken zaten onder de 10 %.

Bij de transacties met een arbitrageclausule werd in de overgrote meerderheid van de gevallen (86 %) geopteerd voor Cepina. In een beperkt aantal gevallen ging het om *ad hoc* arbitrage op basis van het Belgisch Gerechtelijk Wetboek (4 %) of het reglement van het ICC (10 %).

Wanneer de partijen kiezen voor arbitrage, kiezen zij tevens in een duidelijke meerderheid van de gevallen voor het Engels als proceduretaal (63 %). Daarna kwam het Nederlands (27 %) en tot slot het Frans (10 %). De keuze voor het Engels stijgt opnieuw naargelang de transactiewaarde toeneemt (categorie I : 17 %; categorie II : 72 % en categorie III : 100 %).

Wat het aantal arbiters betreft, blijft de vaststelling overeind dat de partijen die hun overeenkomst onderwerpen aan een arbitragebeding doorgaans in een procedure voorzien met 3 arbiters (82 % van de gevallen). Slechts uitzonderlijk voorzagen een gerapporteerde overnameovereenkomst in de aanstelling van één alleenzettelende arbiter.

Tot slot werd nagegaan of er voorafgaand aan de eigenlijke geschillenbeslechting een verplichte mediatie werd voorzien. In 22 % van de gerapporteerde transacties bleek dit het geval te zijn.

Dat het geen overbodige luxe is om bij de overnameovereenkomst goed na te denken over de toepasselijke geschillenregeling blijkt uit het feit dat de overeenkomst niet zelden aanleiding geeft tot discussies na closing. Ondanks het feit dat het onderzoek betrekking heeft op een relatief recente periode (2007-2009), blijkt dat in een heel aantal gevallen effectief vergoedingsaanspraken werden ingesteld op basis van de verklaringen en garanties. In categorie III was dat het geval in bijna één derde van de onderzochte transacties.

III. CONCLUSIE

De resultaten van ons tweede onderzoek leveren een vrij duidelijke robotfoto op van een typisch overnameproces in de Belgische praktijk. Op een enkele uitzondering na liggen de resultaten van dit onderzoek ongetwijfeld in de lijn van de verwachtingen van de specialisten in dit vakgebied.

We hopen dat deze Belgische M&A-index houvast biedt aan de diverse actoren in dit domein bij onderhandelingen over een overname. Hoewel iedere onderhandeling en iedere transactie een eigen dynamiek kent, geeft de M&A-index een nuttige indicatie van de relevante onderhandelingsvariabelen en hun gebruikelijke invulling.