

# DE NIEUWE BELGISCHE M&A-INDEX

**Bart Bellen en Frank Wijckmans<sup>(1)</sup>**

## I. INLEIDING

In 2007 hebben wij een eerste bevraging georganiseerd naar de concrete invulling van een aantal klassieke variabelen in overnameovereenkomsten. Met dat onderzoek hebben we toen een aanzet willen geven tot de objectivering van de gangbare overnamepraktijk in België. De resultaten van het onderzoek werden gepubliceerd in dit Tijdschrift<sup>(2)</sup>.

Eind 2009 hebben we de bevraging herhaald. Het tweede onderzoek werd gevoerd aan de hand van een meer uitgebreide vragenlijst en een groter sample. Hierdoor werd de representativiteit van het onderzoek merkbaar vergroot. De conclusies van het tweede onderzoek werden eveneens gepubliceerd in dit Tijdschrift<sup>(3)</sup>. Uit de praktijk blijkt dat de bevindingen sindsdien ook regelmatig worden gebruikt aan de onderhandelingstafel.

Eind 2012 werd de bevraging een derde keer herhaald, ditmaal met betrekking tot de periode 2009-2012. We hebben dit derde onderzoek georganiseerd, enerzijds om de resultaten van de twee vorige studies steviger te verankeren en anderzijds om na te gaan of er (mogelijk ingevolge de gewijzigde economische omstandigheden) verschuivingen kunnen worden vastgesteld. De derde M&A survey had opnieuw enkel betrekking op transacties waarbij een koper, door middel van een aandelenoverdracht (*share deal*), de controle verwerft over een niet-beursgenoteerde Belgische onderneming. Voor een beschrijving van de onderzoeksmethode verwijzen we graag naar onze vorige publicaties in dit Tijdschrift.

De derde editie van de M&A survey had betrekking op 156 transacties afgesloten in de periode 2009-2012 en kwam tot stand met de medewerking van 49 gereputeerde investeringsmaatschappijen, financiële dienstverleners en advocatenkantoren<sup>(4)</sup>. De totale transactiewaarde van de in het onderzoek betrokken overnames bedroeg ruim 9.5 miljard euro<sup>(5)</sup>.

- 
1. Advocaten te Brussel (contrast). Met de medewerking van Evy Claeÿ, Jeroen Stevens, Reinout Vleugels, Sofie Mombaerts, Sofie Lenaers en Inge Moldenaers.
  2. Zie B. BELLEN en F. WIJCKMANS, "M&A Survey", *TRV* 2008, 113. We verwijzen graag naar die publicatie voor een meer omstandige bespreking van de juridische context en een aantal van de in deze bijdrage gehanteerde begrippen.
  3. Zie B. BELLEN en F. WIJCKMANS, "De Belgische M&A-index", *TRV* 2010, 104.
  4. De derde M&A survey kwam tot stand met medewerking van Ackermans & van Haaren, Allen & Overy, Altius, Altra Law, Ambos NBGO, Antaxius, Arts, Cleeren & Vennoten, Ashurst, Bird & Bird, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, Clifford Chance, contrast, Creafund, Curia, De Wolf & Partners, Dechert, Declerck Leterme & Partners, Derycke & Vandenberghe, DLA Piper, Dumon, Sablon & Vanheeswijck, Eubelius, Eversheds, Field Fisher Waterhouse, Gimv, GSJ, ING Bank, K law, Laurius, Liedekerke, Linklaters, Loyens & Loeff, Lydian, Marx Van Ranst Vermeersch & Partners, Mertens & De Paepe, Monard D'Hulst, NautaDutilh, PMV, Quinz, Saffelberg Investments, Simont Braun, Stibbe, Titeca Accountancy, Van Bael & Bellis, Van Gompel & Renette, Vandelanotte Corporate Finance, Vervisch Overnamebegeleiding en VWEW.
  5. 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).

## II. ONDERZOEKSRESULTATEN

### A. Algemene kenmerken van de transactie

In dit deel van het onderzoek hebben we 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 een deel van de overnameprijs hebben geherinverteerd in de nieuwe structuur, bijvoorbeeld in het kader van een MBO of LBO. Verder werd gemeten of de transactie tot stand kwam na een formele biedingprocedure (*auction*) waarbij verschillende kandidaat-kopers een bod konden uitbrengen op de doelvennootschap.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De transactie heeft betrekking op alle aandelen van de doelvennootschap.	92 %	86 %	97 %	96 %
De verkopers herinvesteren in een nieuwe holdingstructuur.	18 %	12 %	26 %	17 %
Er is een <i>auction</i> georganiseerd.	31 %	9 %	37 %	74 %

Deze resultaten liggen volledig in de lijn van ons vorig onderzoek. Het sample van onderzochte overnameovereenkomsten is dan ook zeer vergelijkbaar met de transacties die het voorwerp uitmaakten van de vorige studie.

De meeste onderzochte transacties (92 %) hadden betrekking op alle aandelen van de doelvennootschap. Een kleine minderheid van de transacties (18 %) kwam tot stand met een herinvestering van een deel van de koopprijs door de verkopers.

De resultaten wijzen wel op een verdere doorbraak van het gebruik van *auctions*, vooral bij grotere transacties. In de periode die we hebben onderzocht bij de vorige M&A survey (2007-2009) kwam iets minder dan de helft van de transacties in categorie III (transactiewaarde van meer dan 100 miljoen euro) tot stand na een *auction*. In de periode 2009-2012 was dit in bijna 3 op de 4 transacties het geval. Uit de resultaten blijkt ook meer algemeen een duidelijke positieve correlatie tussen de transactiewaarde en het gebruik van *auctions*.

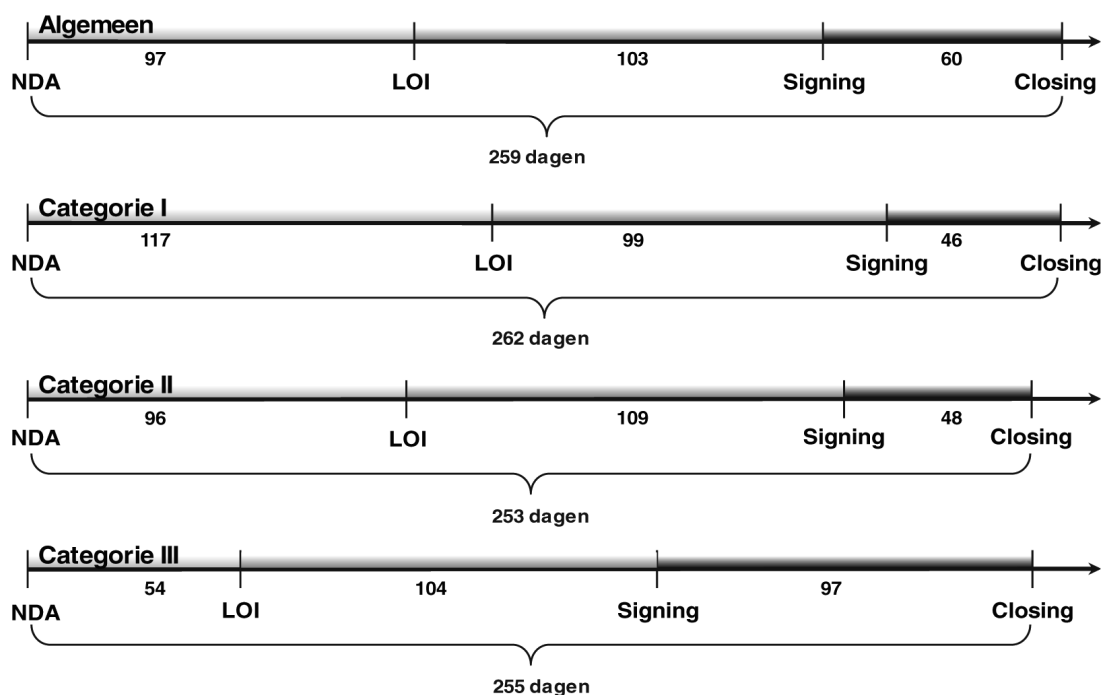
We hebben voor het eerst ook grondig onderzocht in welke mate een herinvestering of het gebruik van *auctions* een invloed heeft op de (juridische) voorwaarden van de overnameovereenkomst, in het bijzonder op de contractuele bescherming van de koper. We hebben daarbij kunnen vaststellen dat herinvesteringen en *auctions*, in het algemeen, geen significante invloed hebben op de overnameovereenkomst, op één (weliswaar belangrijke) uitzondering na, namelijk de beperking van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper (*cap*)<sup>6</sup>.

Ten slotte hebben we ook het typische tijdsverloop van een transactie in kaart gebracht. Concreet werd het aantal dagen tussen de ondertekening van een vertrouwelijkheidsovereenkomst (indien toepasselijk), de ondertekening van een intentiebrief

---

6. Zie verder, titel C.5.b.

(indien toepasselijk) en vervolgens de ondertekening van de overnameovereenkomst zelf gemeten, alsook (in voorkomend geval) het aantal dagen tussen de ondertekening van de overnameovereenkomst en de afronding van de overdracht (*closing*).



Eén van de meest opvallende resultaten van het onderzoek is wellicht dat een normaal transactieproces in alle transactiecategorieën gemiddeld even lang duurt. Een typisch overnametraject neemt gemiddeld tussen de 8 en de 9 maanden in beslag, vanaf het ondertekenen van een vertrouwelijkheidsovereenkomst tot de *closing*, en dit ongeacht de transactiewaarde.

## B. De voorbereidende fase

### 1. Het gebruik van geheimhoudingsovereenkomsten

Het is gebruikelijk om bij de start van de onderhandelingen een geheimhoudingsovereenkomst te ondertekenen, zeker bij grotere transacties. In categorie III is dit het geval bij 100 % van de onderzochte transacties<sup>7</sup>.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
Er wordt een geheimhoudingsovereenkomst getekend bij de start van de onderhandelingen.	61 %	40 %	74 %	100 %

7. Wanneer geen afzonderlijke geheimhoudingsovereenkomst wordt getekend, gaan we er overigens van uit dat de vertrouwelijkheidsverplichting veelal alsnog in een later stadium wordt geformaliseerd en opgenomen in een andere voorbereidende overeenkomst (bijvoorbeeld een intentiebrief).

Geheimhoudingsovereenkomsten worden zeer vaak in het Engels opgesteld. Enkel in de kleinere transacties tot 10 miljoen euro (categorie I) is het Nederlands of Frans meer gebruikelijk.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
In welke taal is de geheimhoudingsovereenkomst opgesteld ?				
- Nederlands/Frans	35 %	58 %	34 %	0 %
- Engels	65 %	42 %	66 %	100 %

Als de partijen een voorafgaandelijke geheimhoudingsovereenkomst aangaan, dan wordt daarin vaak reeds een niet-afwerfingsbeding opgenomen. Meer dan 6 op de 10 geheimhoudingsovereenkomsten bevat een dergelijke clausule. De potentiële koper verbindt zich er in voorkomend geval toe om gedurende een bepaalde periode het personeel en/of cliënteel van de doelvennootschap niet te benaderen. Het belang van deze verbintenis is afhankelijk van de aard van de informatie die de verkoper aan de koper ter beschikking zal stellen tijdens de onderhandelingen.

De praktische afdwingbaarheid van een niet-afwerfingsverplichting wordt gevoelig versterkt door deze te koppelen aan een efficiënte schadevergoedingsregeling. Nochtans blijkt uit het onderzoek dat niet-afwerfingsverplichtingen in dit preliminaire stadium slechts zelden worden gesanctioneerd door een forfaitair schadebeding.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De geheimhoudingsovereenkomst bevat een niet-afwerfingsbeding.	62 %	62 %	61 %	64 %
Indien ja, wordt de niet-afwerfingsverplichting afgedwongen via een strafbeding ?	27 %	31 %	32 %	11 %

## **2. Het gebruik van intentiebrieven (*letters of intent*)**

Uit onze twee vorige onderzoeken bleek reeds dat zeer vaak wordt onderhandeld op basis van een intentiebrief vooraleer een definitieve overnameovereenkomst wordt getekend. Deze vaststelling wordt opnieuw bevestigd door ons derde onderzoek.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Voorafgaand aan de overnameovereenkomst is een intentiebrief ondertekend.	73 %	71 %	83 %	50 %

In een duidelijke meerderheid van de transacties (73 %) worden voorbereidende overeenkomsten gesloten, voorafgaand aan de eigenlijke overnameovereenkomst. Enkel bij de grootste overnametransacties (categorie III) is het resultaat minder eenduidig. Wij gaan ervan uit dat dit wordt verklaard door het feit dat de overnameovereenkomst in die transactiecategorie vaak tot stand komt in de context van een *auktion* (zie hoger). In dergelijke transactieprocessen is het gebruik van intentiebrieven in vele gevallen overbodig.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
In welke taal is de intentiebrief opgesteld ?				
- Nederlands/Frans	47 %	63 %	33 %	33 %
- Engels	53 %	37 %	67 %	67 %

Ook voor de intentiebrieven blijkt dat deze in een meerderheid van de gevallen werden opgesteld in het Engels. Net zoals bij de geheimhoudingsovereenkomsten, is dit enkel niet zo in de kleinere transacties tot 10 miljoen euro (categorie I), waar het gebruik van het Nederlands of Frans meer gebruikelijk is.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is onderhandelings exclusiviteit bedongen.	85 %	84 %	87 %	80 %
Indien ja, duur van de exclusiviteit (mediaan, uitgedrukt in maanden).	3 m	3 m	2.5 m	1 m

In de intentiebrief zal bijna altijd een korte periode van onderhandelings exclusiviteit worden overeengekomen. Dit is zo in niet minder dan 85 % van de gevallen. De duur van de exclusiviteitsperiode ligt in voorkomend geval doorgaans rond de 3 maanden. Voor de grote transacties (categorie III) wordt deze periode verkort tot 1 maand.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De intentieovereenkomst bevat een niet-afweringsbeding.	22 %	23 %	18 %	30 %

Soms wordt in de intentiebrief ook een niet-afweringsbeding opgenomen. Dit is natuurlijk enkel nuttig wanneer een dergelijk beding nog niet was opgenomen in een eerdere geheimhoudingsovereenkomst.

### **3. Bedrijfsonderzoek (due diligence)**

Een vast onderdeel van onze survey heeft betrekking op de organisatie van het bedrijfs-onderzoek van de koper (*due diligence*).

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De verkopers stellen een “ <i>vendor due diligence</i> ” rapport ter beschikking.	17 %	11 %	15 %	33 %

Het ter beschikking stellen van een *vendor due diligence* rapport blijft uitzonderlijk in alle transactiecategorieën. Dergelijke door de verkoper voorbereide rapporten worden verhoudingsgewijs wel vaker gebruikt bij *auctions*. Het ter beschikking stellen van *vendor due diligence* rapporten kan er dan mee voor zorgen dat de regie strak in handen van de verkoper blijft en dat alle kandidaat-kopers tegelijk toegang hebben tot dezelfde informatie. Echter, zelfs in het kader van een *auction* wordt toch slechts in

een minderheid van de gevallen een *vendor due diligence* rapport ter beschikking gesteld aan de kandidaat-kopers (nl. 23 % in categorie II en 40 % in categorie III).

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De verkopers stellen een “data room” ter beschikking.	93 %	84 %	100 %	100 %
Indien ja, in welke vorm ? <sup>(8)</sup>				
- Virtueel	44 %	19 %	53 %	81 %
- Fysiek	57 %	84 %	47 %	19 %

Het gebruik van de techniek van de *data room* is dan weer duidelijk de norm in alle transactiecategorieën. In vergelijking met onze vorige onderzoeken, zien we ook zeer duidelijk een verdere evolutie naar het gebruik van “virtuele” *data rooms* op basis van internet-toepassingen met beveiligde toegang. Waar uit ons vorig onderzoek nog bleek dat de *data room* gemiddeld in slechts 2 op de 10 transacties op deze manier was georganiseerd, is dit nu in bijna de helft van de transacties het geval. Dit resultaat wordt onmiskenbaar verklaard door een zeer uitgesproken voorkeur voor deze aanpak in de hogere transactiecategorieën. In categorie III is het gebruik van virtuele *data rooms* zelfs duidelijk de nieuwe norm geworden (81 % in vergelijking met slechts 31 % bij de vorige bevraging). De voordelen van digitale toepassingen (organisatie van grote hoeveelheden informatie, anonieme en gelijktijdige toegang door verschillende kandidaat-kopers, modulering van de toegangsrechten, gefaseerde terbeschikkingstelling van informatie, controle van de bestudeerde informatie, enz.) komen in dergelijke gevallen ook het sterkst tot uitdrukking.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een geformaliseerde vraag- en antwoordprocedure ( <i>Q&amp;A</i> ).	56 %	30 %	72 %	89 %

In iets meer dan de helft van de transacties wordt er, als aanvulling op de *data room*, ook een formele vraag- en antwoordprocedure (*Q&A*) georganiseerd. Er is opnieuw een duidelijke positieve correlatie tussen de organisatie van dergelijke *Q&A* procedures en de transactiewaarde. Voor de grootste transacties is er in ongeveer 9 van de 10 gevallen, naast de *data room*, een bijkomende *Q&A* procedure.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De kandidaat-overnemers kunnen kopieën nemen van documenten uit de data room.	72 %	80 %	72 %	48 %

Uit onze vorige onderzoeken bleek reeds dat het nemen van kopieën van *data room*-documenten zeer vaak wordt toegestaan. Dit resultaat blijft verrassen, maar wordt opnieuw bevestigd. De resultaten zijn zelfs nog meer uitgesproken dan bij de vorige onderzoeken en dit in alle transactiecategorieën. Ons inziens zijn deze hoge percentages enkel te verklaren wanneer de mogelijkheid om kopieën te nemen *de facto* wordt beperkt tot vooraf geselecteerde en niet-gevoelige documenten.

8. Voor een aantal transacties in categorie I was de *data room* zowel virtueel als fysiek georganiseerd.

## C. De overnameovereenkomst

### 1. Taal van de overnameovereenkomst

De overnameovereenkomst wordt meer en meer op Angelsaksische leest geschoeid. Dit blijkt ook uit de taal waarin de overeenkomst wordt opgesteld.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
In welke taal is de overnameovereenkomst opgesteld ?				
- Nederlands/Frans	46 %	67 %	39 %	4 %
- Engels	54 %	33 %	61 %	96 %

De resultaten wijzen op een verdere doorbraak van het Engels als de *lingua franca* voor bedrijfsovernames. Waar in het vorige onderzoek nog een (weliswaar kleine) meerderheid van de overnameovereenkomst in één van de officiële landstalen was opgesteld, is dit nu niet langer het geval.

Deze evolutie is vooral het gevolg van een verdere doorbraak van het Engels bij kleinere transacties (in categorie I van minder dan 1 op 5 transacties in de vorige periode naar meer dan 1 op 3 in de periode 2009-2012). Zeker bij de grotere transacties (categorieën II en III) is het gebruik van het Engels eerder regel dan uitzondering. Bij de grootste transacties (categorie III) is het gebruik van een andere taal dan het Engels zelfs echt uitzonderlijk te noemen.

### 2. Betaling van de koopprijs

Een ander vast onderdeel van het onderzoek heeft betrekking op de vaststelling van de koopprijs en de betalingsmodaliteiten.

Ook voor deze aspecten liggen de resultaten *grosso modo* in de lijn van de vorige onderzoeken.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De koopprijs wordt voldaan via uitgestelde betalingen.	31 %	37 %	29 %	19 %
Er is een prijsaanpassing na closing op basis van "closing accounts".	45 %	36 %	49 %	59 %
Er zijn "earn-out" betalingen.	25 %	33 %	24 %	7 %
De koopprijs wordt (gedeeltelijk) gestort op een escrow rekening.	37 %	37 %	40 %	33 %

Een aantal tendensen die reeds zichtbaar waren in de resultaten van het vorige onderzoek hebben zich verder doorgezet in de huidige onderzoeksperiode. Zo blijkt opnieuw dat de verkoper in een ruime meerderheid van de transacties onmiddellijk de gehele koopprijs ontvangt bij afronding van de transactie. Er zijn dan geen uitgestelde betalingen en de koopprijs is niet afhankelijk gemaakt van de toekomstige prestaties van de doelvennootschap (*earn out*). Er is overigens een duidelijk (omgekeerd) ver-

band tussen de transactiewaarde en het gebruik van uitgestelde betalingen en *earn outs*. Hoe groter de transactiewaarde, hoe minder deze betalingsformules worden gebruikt.

Prijsaanpassingsclausules op basis van *closing accounts* komen vaker voor. Dergelijke clausules kunnen tot een prijsaanpassing leiden op basis van de precieze situatie van de doelvennootschap op het moment van de afronding van de transactie (*closing*). Deze *closing accounts* worden dan kort na de afronding van de transactie opgesteld volgens een overeengekomen procedure.

Het gebruik van een gezamenlijke bankrekening (*escrow*) waarop een deel van de koopprijs tijdelijk wordt geblokkeerd (bijvoorbeeld als zekerheid voor eventuele aanspraken van de koper op basis van de garanties), is licht gestegen in vergelijking met de vorige periode, maar ook deze techniek wordt nog steeds slechts in een minderheid van de transacties gebruikt.

### 3. Verklaringen en garanties van de verkoper

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De overnameovereenkomst bevat expliciete verklaringen en garanties.	100 %	100 %	100 %	100 %
De verklaringen en garanties zijn gebaseerd op een standaardlijst.	93 %	94 %	92 %	92 %

In alle onderzochte transacties (100 %) heeft de verkoper in de overnameovereenkomst bijkomende, contractuele garanties over de doelvennootschap gegeven aan de koper. In niet minder dan 93 % van de gevallen geven de respondenten bovendien aan dat deze garanties in essentie zijn gebaseerd op een standaardlijst. Tijdens de voorstelling van de resultaten aan de respondenten is gebleken dat dit in de praktijk betekent dat de onderhandelingen in de regel gevoerd worden aan de hand van een vooraf bestaande standaardlijst, maar dat er wel degelijk nog wordt onderhandeld over de inhoud en formulering van de garanties.

Voor dit derde onderzoek hebben we gepolst naar de aanwezigheid van 3 klassieke garanties : (i) een garantie van de balans waarop de koopprijs is gebaseerd, (ii) een algemene garantie met betrekking tot het naleven van wettelijke en reglementaire verplichtingen door de doelvennootschap en (iii) een garantie dat de informatie die werd meegedeeld aan de koper in het kader van het bedrijfsonderzoek volledig en accuraat is.

	Totaal	Cat. I	Cat. II	Cat. III
De verklaringen en garanties bevatten de volgende garanties :				
- balansgarantie	95 %	99 %	95 %	88 %
- naleven wettelijke en reglementaire verplichtingen ( <i>compliance with laws</i> )	85 %	91 %	86 %	67 %
- volledige en accurate mededeling informatie ( <i>full disclosure</i> )	76 %	77 %	81 %	64 %



Deze resultaten zijn zeer uitgesproken. De verkoper van aandelen moet zich verwachten aan dit soort algemene garanties in de overnameovereenkomst. Enkel in de grootste transacties is er een iets grotere terughoudendheid, maar ook in deze transactie-categorieën zijn dergelijke algemene garanties zeer gebruikelijk.

Vaak wordt de transactie niet meteen afgerond bij de ondertekening van de overnameovereenkomst, bijvoorbeeld omdat de overnameovereenkomst opschortende voorwaarden bevat. Dan rijst de vraag of de garanties van de verkoper enkel gelden op het moment van de ondertekening van de overeenkomst (*signing*), dan wel of de garanties worden herhaald op het moment van de eigenlijke afronding, wanneer de koper de eigendom van de verkochte aandelen verwerft en de koopprijs betaalt (*closing*).

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De verklaringen en garanties worden herhaald bij de <i>closing</i> (wanneer deze niet samenvalt met de ondertekening van de overeenkomst).	82 %	59 %	87 %	100 %

Het onderzoek toont duidelijk aan dat de koper mag verwachten dat de garanties van de verkoper ook op de *closing* zelf worden herhaald. Er is overigens een duidelijke positieve correlatie tussen de transactiewaarde en de onderzoeksresultaten voor dit aspect. Waar er in de kleinere transacties nog regelmatig uitzonderingen worden gemaakt op dit principe, is dit in de grootste transacties helemaal niet meer het geval. Voor de grootste transacties is de herhaling van de garanties op *closing* dan ook zonder meer de regel.

Ten slotte hebben we onderzocht of er in de overnameovereenkomst, naast de algemene garanties van de verkoper, ook bijzondere vrijwaringsregelingen waren opgenomen met betrekking tot specifiek geïdentificeerde problemen (*specific indemnities*).

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overnameovereenkomst bevat bijzondere vrijwaringsregelingen voor specifiek geïdentificeerde problemen.	62 %	49 %	80 %	56 %
Indien ja, deze bijzondere vrijwaringsregelingen hebben betrekking op :				
- fiscale aspecten	36 %	24 %	48 %	18 %
- milieu	46 %	48 %	45 %	45 %
- andere	61 %	66 %	55 %	73 %

Een meerderheid van de transacties (62 %) bevat dergelijke specifieke vrijwaringsregelingen. Dit betekent dat de tendens die reeds voorzichtig tot uiting kwam in het vorige onderzoek, zich in de huidige onderzoeksperiode nadrukkelijk heeft bevestigd. Deze evolutie kan in zekere mate een verschuiving van de onderhandeling inhouden, van de algemene garantieregelingen (die om die reden eerder uniform kunnen blijven) naar een aantal op maat gemaakte bijzondere vrijwaringsregelingen die betrekking hebben op concrete, geïdentificeerde aandachtspunten. De in het onderzoek geïdentificeerde vrijwaringsregelingen hebben bijvoorbeeld betrekking op concrete milieu-aangelegenheden (46 %) of fiscale aspecten (36 %).

#### **4. Uitzonderingen op de verklaringen en garanties van de verkoper (disclosures)**

Een klassiek onderdeel van de overnameonderhandelingen betreft de vraag of feiten die aan de koper werden meegedeeld, nog aanleiding kunnen geven tot schadevergoeding op basis van de verklaringen en garanties van de verkoper. Wanneer dergelijke door de koper gekende feiten een uitzondering op de garanties vormen, spreekt men in het jargon van een *disclosure*.

Ook op dit punt worden de tendensen uit het vorige onderzoek bevestigd en voor bepaalde aspecten verder versterkt.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Aard van de <i>disclosure</i> :				
- data room index/documenten (indien beschikbaar)	70 %	50 %	79 %	96 %
- Q&A log (indien georganiseerd)	68 %	33 %	74 %	91 %
- disclosure schedules/letters	48 %	48 %	36 %	68 %
- due diligence rapport	14 %	13 %	10 %	22 %
- publieke informatie	36 %	24 %	44 %	54 %

Uit het onderzoek blijkt inderdaad opnieuw dat, wanneer een *data room* en/of een *Q&A* procedure worden georganiseerd, van de koper normaliter ook wordt verwacht dat hij erkent de daarin opgenomen informatie effectief te hebben onderzocht en te aanvaarden als uitzondering op de verklaringen en garanties van de verkoper. Enkel voor de kleinere transacties (categorie I) is het resultaat minder eenduidig.

De resultaten met betrekking tot de *disclosure* van het *Q&A* logboek wijzen duidelijk op een tendens naar standaardisering van de gevolgde procedure voor dit aspect bij grotere transacties. In de vorige onderzoeksperiode werd het *Q&A* logboek in 55 % (categorie II) en 77 % (categorie III) van de gevallen beschouwd als *disclosed*. Deze tendens zet zich duidelijk door in de huidige onderzoeksperiode.

Voor dit derde onderzoek hebben we ook gemeten of de *data room* documenten in bewaring worden gegeven aan een onafhankelijke derde (bv. een notaris). Deze techniek laat de partijen toe om de integriteit van de *data room* en de toegang tot de *data room* na de *closing* op een neutrale en controleerbare wijze te organiseren. Uit de resultaten blijkt dat deze aanpak niet erg gebruikelijk is. Gemiddeld wordt de *data room* in slechts 17 % van de transacties in bewaring gegeven. Wel is er een (weliswaar voorzichtige) positieve correlatie tussen het gebruik van deze techniek en de transactiewaarde : in een derde van de grootste transacties (categorie III) wordt deze techniek toch aangewend.

De resultaten voor het gebruik van *disclosure letters* of specifieke bijlagen bij de overnameovereenkomst (*disclosure schedules*), die uitzonderingen bevatten op de verklaringen en garanties, geven een gemengd beeld. In het algemeen blijkt uit de resultaten een verdere achteruitgang van deze techniek. Uit ons eerste onderzoek bleek dat *disclosure letters* of *disclosure schedules* werden gebruikt in ongeveer 7 op de 10 transacties. In de vorige onderzoeksperiode (2007-2009) was dit verminderd tot 6 op 10

transacties. In de huidige onderzoeksperiode is het gebruik van deze techniek verder teruggevallen tot minder dan de helft van de onderzochte transacties.

Het onderzoek bevestigt onze eerdere vaststellingen over het uitzonderlijk gebruik van het *due diligence* rapport van de koper als uitzondering op de garanties (14 %).

Met betrekking tot publiek beschikbare informatie, ten slotte, en de mate waarin wordt gestipuleerd dat dit type van informatie in het algemeen als uitzondering op de garanties geldt, liggen de resultaten opnieuw volledig in de lijn van onze eerdere onderzoeken. Er is ook opnieuw een (beperkt) verband tussen dit type van *disclosure* en de transactiewaarde : daar waar dit type van *disclosure* bij de kleinere transacties (categorie I) in slechts 1 op de 3 transacties wordt aanvaard, is dit bij de grotere transacties (categorie III) in meer dan de helft van de transacties het geval.

## **5. Contractuele beperkingen aan de vergoedingsplicht van de verkopers**

We hebben opnieuw onderzocht welke contractuele beperkingen worden gesteld aan de vergoedingsverplichting van de verkoper voor schade die voortvloeit uit een schending van de verklaringen en garanties.

### *a. Beperking in de tijd*

Een eerste klassieke contractuele beperking is de beperking van de vergoedingsverplichting van de verkoper in de tijd.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een algemene beperking van de vergoedingsplicht in de tijd.	98 %	97 %	98 %	100 %
Indien ja, wat is de duur (mediaan, uitgedrukt in maanden) ?	24 m	24 m	24 m	18 m

De vergoedingsverplichting van de verkoper wordt bijna altijd (98 %) onderworpen aan een uitdrukkelijke beperking in de tijd. De mediaan van de *algemene contractuele vervaltermijn* ligt onveranderd rond de 24 maanden. Voor de grootste transacties (categorie III) was de mediaan opnieuw 18 maanden. Ook deze resultaten liggen perfect in de lijn van onze vorige onderzoeken.

Uit onze vorige onderzoeken bleek ook dat overnameovereenkomsten, naast een algemene vervaltermijn, zeer vaak ook afzonderlijke termijnen voor specifieke aanspraken bevatten. Ook op dit punt worden de resultaten van de vorige onderzoeken over de hele lijn bevestigd.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een specifieke beperking in de tijd met betrekking tot vergoedingsaanspraken in volgende domeinen :				
- fiscaliteit	94 %	94 %	97 %	89 %
- sociale zekerheid	76 %	81 %	83 %	44 %
- arbeidsrechtelijke inbreuken	35 %	43 %	36 %	11 %
- milieu	49 %	39 %	60 %	52 %
- strafrechtelijke inbreuken	12 %	13 %	14 %	4 %
- ongestoorde eigendom van de aandelen	29 %	24 %	36 %	30 %

Een zeer significante meerderheid van de onderzochte transacties bevat opnieuw een afwijkende contractuele vervalt termijn voor fiscale aanspraken (94 %) en aanspraken die verband houden met inbreuken op de sociale zekerheidswetgeving (76 %). Ook voor milieurechtelijke aanspraken geldt in ongeveer de helft van de gevallen een afwijkende termijn. Andere bijzondere vervalttermijnen, bijvoorbeeld met betrekking tot arbeidsrechtelijke inbreuken, strafrechtelijk gesanctioneerde inbreuken of de garanties van de verkoper met betrekking tot de ongestoorde eigendom van de verkochte aandelen, komen minder frequent voor.

Ook met betrekking tot de duurtijd van deze specifieke contractuele termijnen worden de resultaten van ons vorig onderzoek integraal bevestigd.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Welk type van specifieke beperking in de tijd is van toepassing op de vergoedingsaanspraken ?				
<u>Fiscaliteit :</u>				
De beperking in de tijd is gedefinieerd op basis van de toepasselijke wettelijke verjaringstermijn.	82 %	86 %	86 %	62 %
De beperking in de tijd wordt uitgedrukt als een vast aantal maanden.	18 %	14 %	14 %	38 %
Indien ja, wat is de duur (mediaan, uitgedrukt in aantal maanden) ?	60 m	60 m	60 m	36 m
<u>Sociale zekerheid :</u>				
De beperking in de tijd is gedefinieerd op basis van de toepasselijke wettelijke verjaringstermijn.	80 %	86 %	80 %	50 %
De beperking in de tijd wordt uitgedrukt als een vast aantal maanden.	20 %	14 %	20 %	50 %
Indien ja, wat is de duur (mediaan, uitgedrukt in aantal maanden) ?	60 m	60 m	60 m	36 m
<u>Milieu :</u>				
De beperking in de tijd is gedefinieerd op basis van de toepasselijke wettelijke verjaringstermijn.	38 %	59 %	31 %	14 %
De beperking in de tijd wordt uitgedrukt als een vast aantal maanden.	62 %	41 %	69 %	86 %
Indien ja, wat is de duur (mediaan, uitgedrukt in aantal maanden) ?	60 m	60 m	60 m	60 m
<u>Arbeidsrechtelijke inbreuken :</u>				
De beperking in de tijd is gedefinieerd op basis van de toepasselijke wettelijke verjaringstermijn.	78 %	83 %	71 %	67 %
De beperking in de tijd wordt uitgedrukt als een vast aantal maanden.	22 %	17 %	29 %	33 %
<u>Ongestoorde eigendom van de aandelen :</u>				
Mediaan uitgedrukt in aantal maanden	120 m	360 m	120 m	120 m

In 82 % 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 + 3 maanden”). In de andere transacties werd gewerkt met een vaste termijn, waarbij de mediaan lag op 60 maanden.

Voor de gevallen waarin de overnameovereenkomst een specifieke conventionele termijn hanteert voor sociale zekerheidsaangelegenheden, zijn de resultaten zeer vergelijkbaar. In 80 % van de gevallen wordt de limiet eveneens gedefinieerd door verwijzing naar de toepasselijke wettelijke verjaringstermijnen. Wanneer wordt gewerkt met een vaste termijn, dan is die typisch gelijk aan de fiscale termijn (60 maanden).

Gezien de mogelijk zeer lange wettelijke verjaringstermijnen voor milieurechtelijke aangelegenheden, blijft het enigszins verrassend dat voor deze aanspraken in een meerderheid van de gevallen (62 %) toch wordt gekozen voor een vaste termijn. De mediaan lag daarbij op 5 jaar in alle categorieën.

Wanneer de overeenkomst, in afwijking van de algemene contractuele verjaringstermijn, een langere termijn bevatte voor de garanties betreffende de ongestoorde eigendom van de verkochte aandelen zelf, dan lag de mediaan precies op 10 jaar. Deze termijn komt overeen met de gemeenrechtelijke verjaringstermijn (artikel 2262*bis*, § 1 BW). In de kleinere transacties lag de mediaan voor de duurtijd van de eigendoms garanties op 30 jaar.

#### *b. Beperking van het bedrag van de vergoedingsplicht*

##### *(i) De minimis-drempels*

Naast de beperking van de vergoedingsplicht van de verkoper in de tijd, wordt de aansprakelijkheid van de verkoper voor inbreuken op de verklaringen en garanties dikwijls ook qua bedrag beperkt.

Een eerste courante techniek in dit verband is het bepalen van een financiële drempel voor de vergoedingsaanspraken van de koper. Een dergelijke *de minimis*-drempel kan worden ingebouwd per individuele vergoedingsaanspraak, maar ook cumulatief voor alle vergoedingsaanspraken samen.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een individuele <i>de minimis</i> -drempel per vergoedingsaanspraak.	81 %	73 %	86 %	92 %
Indien ja :				
- verhouding tot de koopprijs (mediaan)	0.10 %	0.16 %	0.06 %	0.06 %
- in de vorm van een franchise	19 %	29 %	17 %	4 %
Er is een cumulatieve <i>de minimis</i> -drempel voor alle vergoedingsaanspraken gezamenlijk.	88 %	79 %	95 %	92 %
Indien ja :				
- verhouding tot de koopprijs (mediaan)	0.65 %	0.91 %	0.56 %	0.56 %
- in de vorm van een franchise	19 %	19 %	23 %	13 %

Zoals ook bleek uit onze vorige onderzoeken, is het gebruik van *de minimis*-drempels (zowel per aanspraak als voor alle aanspraken gezamenlijk) een courante praktijk.

Ook het bedrag van de drempels, in verhouding tot de koopprijs, ligt ongeveer op hetzelfde niveau als bij de vorige onderzoeken. De individuele *de minimis*-drempel ligt daarbij typisch op ongeveer 0.1 % van de koopprijs (met lichte variaties afhankelijk van het bedrag van de koopprijs). De mediaan voor de cumulatieve drempel ligt tussen de 0.6 % en de 0.9 % van de koopprijs.

Het is daarbij niet gebruikelijk om een *de minimis*-drempel te beschouwen als een franchise; bij overschrijding van de drempel kan de koper dus het volledige bedrag terugvorderen en niet enkel het gedeelte dat de minimumdrempel overschrijdt.

*(ii) Beperking van de maximale aansprakelijkheid (cap)*

Een moeilijker onderhandelingspunt is vaak de beperking van de maximale aansprakelijkheid van de koper voor inbreuken op de verklaringen en garanties. In het jargon spreekt men van de *cap*.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De maximale aansprakelijkheid van de verkoper wordt beperkt ( <i>cap</i> ).	96 %	91 %	98 %	100 %
Indien ja, verhouding tot de koopprijs (mediaan).	25 %	40 %	20 %	14 %

Ook voor dit aspect worden de resultaten van onze vorige onderzoeken over de hele lijn bevestigd. Het beperken van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper blijft in alle categorieën heel duidelijk de regel. Slechts zeer uitzonderlijk vindt men deze beperking niet terug in de overnameovereenkomst.

Ook het bedrag van de aansprakelijkheidsbeperking, in verhouding tot de koopprijs, ligt precies op hetzelfde niveau als bij de vorige metingen. De mediaan is daarbij opnieuw precies 25 % over alle transactiecategorieën heen. Het niveau van de *cap* ligt bovendien ook in elke transactiecategorie afzonderlijk volledig in lijn met de resultaten van onze vorige onderzoeken.

Uit het onderzoek blijkt tevens dat de beperking van de aansprakelijkheid van de verkoper één van de weinige onderdelen van de overnameovereenkomst is die wordt beïnvloed door het gevolgde overnameproces en de transactiestructuur. Uit de resultaten blijkt meer bepaald dat de *cap* varieert wanneer de transactie tot stand komt met een *auction* of herinvestering door de koper.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Niveau van de <i>cap</i> in geval van <i>auction</i> (mediaan).	15 %	34 %	18 %	11 %
Niveau van de <i>cap</i> zonder <i>auction</i> (mediaan).	30 %	40 %	23 %	27 %

Indien men de onderzochte transacties opdeelt in transacties die wel of niet tot stand komen na een *auction*, is er inderdaad een merkbare invloed op het niveau van de *cap*. In de transacties die tot stand komen na een *auction* daalt de mediaan voor het bedrag van de aansprakelijkheidsbeperking tot slechts 15 % van de koopprijs. In de transacties die niet tot stand komen na een *auction* is de mediaan dubbel zo hoog (30 %). Deze nuance manifesteert zich in alle transactiecategorieën. Het is meteen duidelijk dat de organisatie van een *auction* de verkoper kan toelaten om niet alleen de financiële voorwaarden van de transactie, maar ook zijn juridische positie na *closing* te optimaliseren.

Wanneer we de onderzochte transacties vervolgens opdelen in transacties met en zonder herinvestering, blijkt dat ook dit element een (weliswaar beperktere) invloed kan hebben op de *cap*.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Niveau van de <i>cap</i> in geval van herinvestering (mediaan).	20 %	21 %	20 %	10 %
Niveau van de <i>cap</i> zonder herinvestering (mediaan).	25 %	40 %	23 %	19 %

Wanneer de verkoper een deel van de koopprijs herinvesteert, zal de koper inderdaad vaak genoeg nemen met een minder omvattende garantiebescherming. De verkoper herinvesteert in dat geval immers een deel van zijn eigen middelen, die zo in dezelfde mate als de investering van de koper zelf zullen worden onderworpen aan het risico van de overgenomen onderneming. De verkoper voegt met andere woorden een concrete daad (geld) bij zijn woord (de garantie).

#### **D. Opschortende voorwaarden**

We hebben opnieuw onderzocht of de transactie was onderworpen aan opschortende voorwaarden, dan wel of de overname onmiddellijk bij de ondertekening van de overnameovereenkomst werd afgerond.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overeenkomst was onderworpen aan opschortende voorwaarden.	47 %	34 %	54 %	67 %

Ongeveer de helft van de transacties (47 %) was onderworpen aan een of meer opschortende voorwaarden.

We hebben ook meer concreet gepeild naar de aanwezigheid van de volgende “primaire” opschortende voorwaarden in de overnameovereenkomst : (i) de aanmelding van de transactie bij de bevoegde mededingingsautoriteiten, (ii) de voorafgaande instemming van derde partijen met de overdracht, en (iii) het bekomen van bankfinanciering door de koper.



	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overeenkomst is onderworpen aan de volgende opschortende voorwaarden :				
- aanmelding bij de mededingingsautoriteiten	19 %	3 %	25 %	44 %
Indien ja, aantal aanmeldingen (gemiddeld)	1.48	/	1.21	1.80
- instemming van derde partijen	35 %	27 %	31 %	63 %
- bankfinanciering	21 %	21 %	25 %	7 %

Men merkt een duidelijke positieve correlatie tussen de transactiewaarde en de aanwezigheid van opschortende voorwaarden die verband houden met verplichte aanmeldingen bij de bevoegde mededingingsautoriteit(en). Dit is logisch gelet op het toepasselijk wettelijk en reglementair kader<sup>9)</sup>.

Er is ook een duidelijk verband tussen de transactiewaarde en opschortende voorwaarden die betrekking hebben op de voorafgaandelijke instemming van derde partijen. Het betreft dan bijvoorbeeld de instemming van belangrijke commerciële partners die met de doelvennootschap zijn verbonden op basis van een overeenkomst die kan worden beëindigd door de betrokken partner omwille van een controlewijziging van de doelvennootschap (zgn. *change-of-control* clausules), of nog de voorafgaande instemming van derden die voorkeuren kunnen doen gelden op de verkochte aandelen.

Het onderwerpen van de overnameovereenkomst aan de opschortende voorwaarde dat de koper de transactie met de hulp van een bank zal kunnen financieren, blijft uitzonderlijk, zeker bij de grootste transacties. Wel valt het op dat deze opschortende voorwaarde verhoudingsgewijs vaker voorkwam dan in de vorige onderzoeksperiode (1 op 10 onderzochte overnameovereenkomsten tegenover ongeveer 2 van de 10 onderzochte overeenkomsten in de huidige onderzoeksperiode). Mogelijk is deze (beperkte) evolutie deels te verklaren door de gewijzigde economische omstandigheden en de grotere terughoudendheid van banken bij de financiering van bedrijfsovernames.

Ten slotte hebben we onderzocht in welke mate een overnameovereenkomst, die wordt afgesloten onder opschortende voorwaarde ook een zogenaamde MAC-clausule bevatte. “MAC” staat voor “*Material Adverse Change*”. Een MAC-clausule wordt doorgaans opgenomen als “secundaire” opschortende voorwaarde wanneer de overname, omwille van andere (“primaire”) opschortende voorwaarden, niet onmiddellijk kan worden afgerond op het moment van de ondertekening van de overeenkomst. Deze clausule laat de koper dan toe om de overeenkomst te beëindigen wanneer er zich in de periode tussen de ondertekening van de overeenkomst (signing) en de normale afronding van de overname (closing) een significante negatieve wijziging van omstandigheden voordoet.

9. Voor de aanmeldingsvoorwaarden, zie B. BELLEN en F. WIJCKMANS, “M&A Survey”, TRV 2008, 117, voetnoot 14.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overeenkomst bevat een MAC-clausule (indien de <i>closing</i> niet samenvalt met het ondertekenen van de overeenkomst).	51 %	62 %	59 %	50 %

Uit het onderzoek blijkt dat ongeveer de helft van de overnametransacties met een uitgestelde *closing* ook een *MAC*-clausule bevatten.

### **E. Niet-concurrentiebedingen - verbod van afwerving**

Bij bedrijfsovernames op basis van een aandelenoverdracht is het nuttig om een uitdrukkelijk niet-concurrentiebeding op te nemen om het handelsfonds van de doelvenootschap te beschermen tegen concurrerende activiteiten van de verkoper.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een niet-concurrentieverplichting voor de verkopers na de <i>closing</i> .	75 %	83 %	78 %	48 %
Indien ja :				
- duur van de niet-concurrentieverplichting (mediaan, uitgedrukt in maanden)	36 m	36 m	36 m	36 m
- schending van de niet-concurrentieverplichting is gekoppeld aan forfaitaire schadevergoeding	59 %	64 %	62 %	25 %

Ongeveer drie vierde van de overnameovereenkomsten bevatten een niet-concurrentiebeding. Enkel bij de allergrootste transacties is het gebruik van niet-concurrentiebedingen minder courant. Minder dan de helft van deze transacties bevat een dergelijke verplichting. Deze tendens bleek ook reeds uit onze vorige onderzoeken. Zoals ook toen reeds opgemerkt, ligt de verklaring voor dit afwijkende resultaat in categorie III wellicht in het feit 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.

Wat de duurtijd van het niet-concurrentiebeding betreft, worden de resultaten van onze vorige onderzoeken eveneens bevestigd. De duurtijd van het niet-concurrentiebeding wordt doorgaans, over alle categorieën heen, vastgesteld op drie jaar. Dit blijft enigszins verrassend omdat men, op basis van de richtlijnen van de Europese Commissie, zou verwachten dat het doorsnee niet-concurrentiebeding wordt beperkt tot 2 jaar.

In een meerderheid van de gevallen wordt het niet-concurrentiebeding ten slotte gesanctioneerd met een forfaitair schadebeding. Enkel in de transacties van categorie III is dit minder gebruikelijk. Zoals bekend is een dergelijk contractueel sanctiemechanisme sterk aan te bevelen om de uiteindelijke efficiëntie van het beding te verzekeren<sup>(10)</sup>.

10. Zie B. BELLEN, "Niet-concurrentiebedingen in overnameovereenkomsten. Europese houvast voor de Belgische praktijk/efficiënte sanctionering", *TRV* 2011, 325.

Naast het eigenlijke niet-concurrentiebeding, bevatten overnameovereenkomsten vaak ook een bijkomende niet-afweringsverplichting. Deze bedingen leggen aan de verkoper een verbod op om gedurende een bepaalde periode na de *closing* de personeelsleden en/of belangrijke commerciële partners van de verkochte onderneming af te werven.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Er is een niet-afweringsverplichting voor de verkopers na closing.	71 %	74 %	75 %	56 %
Indien ja :				
- duur van de niet-afweringsverplichting (mediaan, uitgedrukt in maanden)	36 m	36 m	36 m	24 m
- schending van de niet-afweringsverplichting is gekoppeld aan forfaitaire schadevergoeding	59 %	61 %	65 %	36 %

De resultaten met betrekking tot niet-afweringsbedingen zijn zeer vergelijkbaar met de bevindingen inzake niet-concurrentiebedingen.

#### **F. Toepasselijk recht en geschillen**

Alle in het onderzoek betrokken overnameovereenkomsten bevatten een uitdrukkelijke rechtskeuze.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overeenkomst is onderworpen aan het Belgisch recht.	91 %	94 %	95 %	77 %

Het zal niet verbazen dat het gebruikelijk is om een overeenkomst die betrekking heeft op een Belgische doelvennootschap ook te onderwerpen aan het Belgisch recht. Nochtans staat deze vanzelfsprekendheid een beetje onder druk bij de grotere transacties. In iets minder dan 1 op de 4 gevallen werden deze transacties onderworpen aan een buitenlands rechtstelsel. Het betrof voornamelijk transacties onderworpen aan Nederlands, Luxemburgs of Frans recht. Een enkele transactie was ook onderworpen aan het recht van het Verenigd Koninkrijk.

Naast een uitdrukkelijke rechtskeuze, bevatten alle (100 %) betrokken overnameovereenkomsten ook een bepaling met betrekking tot de regeling van eventuele geschillen tussen de partijen.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
De overnameovereenkomst bevat een bepaling met betrekking tot de wijze van geschillenbeslechting.	100 %	100 %	100 %	100 %
Indien ja :				
- gewone rechtbanken	62 %	83 %	53 %	30 %
Indien ja, de Belgische rechtbanken ?	93 %	95 %	100 %	50 %
- arbitrage	38 %	17 %	47 %	70 %

Ook deze resultaten bevestigen de bevindingen van ons eerste onderzoek. In het algemeen worden geschillen uit overnameovereenkomsten in een meerderheid van de gevallen beslecht door de gewone rechtbanken. Men merkt echter een onmiskenbare trend naar arbitrage naarmate de transactiewaarde stijgt. Het is ook in dergelijke gevallen dat de voordelen van arbitrage wellicht het sterkst tot uiting komen. De keuze voor arbitrage laat de partijen 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 een keuze voor de gewone rechtbanken, werden meestal ook de Belgische rechtbanken aangeduid (93 %). Enkel in categorie III is dit minder vanzelfsprekend. Wanneer de overnameovereenkomst voor deze transacties bepaalde dat geschillen worden onderworpen aan de gewone rechtbanken, dan werd slechts in de helft van de gevallen verwezen naar de Belgische rechtbanken. Dit afwijkend resultaat wordt deels verklaard door de afwijkende rechtskeuze in de betrokken overeenkomsten.

Voor de overnameovereenkomsten die een arbitrageclausule bevatten, hebben we vervolgens concreet gepeild naar de keuze van de partijen voor een specifiek arbitrage-instituut en reglement.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Welk arbitrage-instituut is aangeduid in de overeenkomst ?				
- CEPANI	68 %	83 %	75 %	47 %
- ICC	20 %	0 %	14 %	42 %
- Ander	12 %	17 %	11 %	11 %

In een duidelijke meerderheid van de gevallen (68 %) wordt geopteerd voor Cepani. De voorkeur voor Cepani geldt in alle transactiecategorieën, al is het ICC-reglement bij de grootste transacties ook vrij courant. Uitzonderlijk worden ook andere arbitrage-systemen voorgeschreven, bijvoorbeeld *ad hoc* arbitrage op basis van het Belgisch Gerechtelijk Wetboek.

Met betrekking tot de geïdentificeerde arbitrageclausules werd tevens in kaart gebracht welke proceduretaal de partijen hebben gekozen en of een eventueel geschil moet worden voorgelegd aan een panel van 3 arbiters of aan 1 alleen zetelende arbiter.

	<b>Totaal</b>	<b>Cat. I</b>	<b>Cat. II</b>	<b>Cat. III</b>
Proceduretaal				
- Nederlands/Frans	29 %	58 %	29 %	11 %
- Engels	71 %	42 %	71 %	89 %
Hoeveel arbiters werden aangeduid ?				
- 1	11 %	36 %	7 %	0 %
- 3	89 %	64 %	93 %	100 %
De overeenkomst verplicht een mediatie-procedure voorafgaand aan de eigenlijke geschillenbeslechting.	23 %	23 %	18 %	65 %

Wanneer de partijen kiezen voor arbitrage, kiezen zij tevens in een duidelijke meerderheid van de gevallen voor het Engels als proceduretaal (71 %). Men merkt een sterke invloed van de transactiewaarde op de taalkeuze. Deze bevindingen liggen in het verlengde van de resultaten met betrekking tot de taalkeuze van de partijen voor de overnameovereenkomst zelf.

Wat het aantal arbiters betreft, stellen we opnieuw vast dat partijen die hun overeenkomst onderwerpen aan een arbitragebeding, nagenoeg steeds in een procedure voorzien met 3 arbiters (89 % van de gevallen). Slechts uitzonderlijk voorzag een gerapporteerde overnameovereenkomst in de aanstelling van 1 alleen zetelende arbiter.

Tot slot hebben we ook opnieuw gemeten in welke mate er voorafgaand aan de eigenlijke geschillenbeslechting een verplichte mediatieprocedure werd opgelegd door de overnameovereenkomst. Het onderzoek bevestigt dat dit niet erg gebruikelijk is. Slechts 23 % van de gerapporteerde transacties blijkt een dergelijke voorafgaande mediatieprocedure te bevatten. Deze resultaten liggen opnieuw volledig in de lijn van onze eerdere onderzoeken.

### **III. CONCLUSIE**

De belangrijkste conclusie van de derde M&A survey is dat de bevindingen, op enkele ondergeschikte punten na, volledig in het verlengde liggen van onze eerdere onderzoeken.

Dit betekent dat de onderzoeksresultaten stabiel zijn gebleven gedurende de gehele onderzoeksperiode (2004-2012) en dit niettegenstaande sterk gewijzigde economische omstandigheden en zeer ingrijpende marktevoluties. In de tweede helft van de onderzoeksperiode was het, omwille van die wijzigende randvoorwaarden, ongetwijfeld moeilijker om een transactie tot stand te brengen en te financieren. Ook de waardering van de doelvennootschappen was in de onderzoeksperiode onderhevig aan merkbare evoluties. Wanneer de partijen er echter in slagen om een transactie af te ronden, dan zijn de juridische voorwaarden daarvan meestal zeer vergelijkbaar gebleven.

Het stabiele beeld dat zich aandient voor de periode 2004-2012, gecombineerd met het grote aantal professionele respondenten en in kaart gebrachte transacties, leidt naar ons oordeel tot een zeer betrouwbare robotfoto. Met de afronding van dit derde onderzoek kunnen de resultaten terecht gekwalificeerd worden als een "Belgische M&A-index".

Tijdens een vergadering met de respondenten waarop de resultaten werden besproken en gevalideerd<sup>(11)</sup>, was er consensus dat een driejaarlijkse actualisatie van de M&A-index aangewezen is. De respondenten waren van oordeel dat deze timing de continue praktische relevantie van de M&A-index het best kan garanderen.

---

11. Deze bijdrage is gebaseerd op de definitieve resultaten van het onderzoek na validering en verificatie. Een samenvattend overzicht is beschikbaar op [www.contrast-law.be/survey](http://www.contrast-law.be/survey).