

M&A SURVEY

Bart Bellen en Frank Wijckmans⁽¹⁾

I. SITUERING VAN HET ONDERZOEK

A. Probleemstelling

In het kader van onderhandelingen met het oog op de overname van een onderneming is er een beperkte reeks van variabelen die nagenoeg steeds aan de orde komen. De eindonderhandelingen spitsen zich niet zelden toe op de uiteindelijke invulling van die variabelen. Als onderhandelingsargument wordt dan vaak gegoocheld met een verwijzing naar het al dan niet gebruikelijke karakter van een welbepaalde invulling van een variabele. Een 'cap' (maximale aansprakelijkheid van de verkopers) in functie van een bepaald percentage van de koopprijs wordt dan bijvoorbeeld als gebruikelijk omschreven of een bepaalde verklaring of garantie wordt omgekeerd als uitermate ongebruikelijk afgedaan. Dit is een vrij steriele doch typische argumentatie waarmee iedere M&A-onderhandelaar wel eens geconfronteerd wordt.

Bij nader inzien blijken dergelijke argumenten echter op geen enkel objectief gegeven te berusten. In België hebben we alvast geen enkele studie gevonden die deze problematiek nader zou hebben onderzocht. De eerlijkheid gebiedt dan ook toe te geven dat de 'gebruiken' waarnaar zo vaak wordt verwezen in onderhandelingen veelal een eerder subjectieve appreciatie van de betrokken onderhandelaar reflecteren, vaak gebaseerd op het toevallige akkoord dat werd bereikt in de meest recente transacties. Er lijkt alvast in België geen onmiddellijk houvast om die vermeende 'gebruiken' te objectiveren.

Het is tegen deze achtergrond dat we het initiatief hebben genomen om de Belgische praktijk aangaande die klassieke variabelen in kaart te brengen. Hiermee willen we een eerste aanzet geven tot het objectiveren van wat gangbaar mag worden genoemd in België.

B. Afbakening van het voorwerp

Het onderzoek werd beperkt tot aandelentransacties met betrekking tot niet-beursgenoteerde Belgische ondernemingen. Met deze beperking wilden we een vertekening van de resultaten vermijden die het gevolg zou kunnen zijn van de vermenging van transactiestructuren (overdracht van aandelen t.o.v. activa) of het al dan niet genoteerd karakter van de betrokken onderneming.

Door het voorwerp van het onderzoek te beperken tot aandelentransacties inzake niet-beursgenoteerde ondernemingen, blijft, ons inziens, een voldoende homogene groep van transacties over om tot zinvolle indicaties te kunnen komen⁽²⁾.

1 . Advocaten te Brussel (contrast European and Business Law). Met de medewerking van Herlinde BUREZ, Thomas DE CLERCK, Caroline VAN DAELE en Inge MOLDENAERS.

2 . Voor doeleinden van deze eerste peiling hebben we dan ook geen verdere onderscheiden gemaakt tussen de onderzochte transacties. Zo werd b.v. buiten beschouwing gelaten of de verkopers (al dan niet rechtstreeks) hebben geherinvesteerd in de doelvennootschap in het kader van een management buy-out, leveraged buy-out of herfinancierings- en herkapitaliseringsoperaties. Een substantiële herinvestering door de belangrijkste managers van de doelvennootschap kan er natuurlijk toe bijdragen dat de koper sneller genoeg neemt met een minder omvattende bescherming in de koop-verkoopovereenkomst. Omdat dergelijke transacties zich echter voordoen in een schier onbeperkt aantal varianten en complexe transactiestructuren, hebben we voor deze peiling gekozen om dergelijke nuances vooralsnog buiten beschouwing te laten.

Ook hebben we aandacht besteed aan de transactiewaarde en werd in de weergave van de resultaten een onderscheid gemaakt telkens als dit criterium relevant gebleken is⁽³⁾.

C. Methode

Om de nodige basisinformatie ter beschikking te krijgen, hebben we een bevraging georganiseerd bij een reeks vooraanstaande actoren in de Belgische fusie- en overnamepraktijk⁽⁴⁾. Hen werd gevraagd om een gedetailleerde vragenlijst in te vullen, telkens met betrekking tot een staal van 3 tot 5 transacties.

We hebben de deelnemers de keuze gelaten van de betrokken transacties. Wel hebben we aangedrongen dat de transacties voldoende recent zouden zijn en dat ze, naar het oordeel van de participant, als normaal of representatief konden worden beschouwd voor zijn of haar M&A-praktijk⁽⁵⁾.

In het licht van het voorgaande moge het duidelijk zijn dat het wetenschappelijke gehalte van onze bevindingen dient te worden gerelativeerd. Echter, zoals hierna zal blijken, kan men voor een aantal variabelen een duidelijke lijn onderscheiden in de onderzoeksresultaten, wat erop wijst dat uit de bevraging een aantal nuttige en relevante conclusies kunnen worden afgeleid. Wat als 'gebruikelijk' mag worden bestempeld, krijgt hierdoor toch enigszins een meer objectieve onderbouwing.

II. DE VOORBEREIDENDE FASE

Met betrekking tot de fase voorafgaand aan de eigenlijke contractsonderhandelingen, werd de bevraging toegespitst op twee klassieke praktijken : de intentiebrief ('letter of intent') en het bedrijfsonderzoek ('due diligence').

A. Gebruik van intentiebrieven (letters of intent)

Een eerste aspect dat werd onderzocht, is het gebruik van al dan niet verbindende voorbereidende afspraken zoals intentiebrieven. In de praktijk gebruikt men verschillende benamingen voor dergelijke voorbereidende afspraken zoals 'intentieverklaring', 'letter of intent', 'memorandum of understanding', 'heads of agreement', 'protocole d'accord' enz. Dergelijke precontractuele afspraken bestaan in tal van varianten; de precieze draagwijdte en juridische kracht ervan moeten geval per geval, op basis van de concrete inhoud, worden bepaald⁽⁶⁾.

Verscheidene auteurs waarschuwen ervoor dat bijzondere voorzichtigheid is geboden bij het opstellen van dergelijke voorbereidende transactiedocumenten. De ambiguïteit van de intentiebrief schuilt vaak precies in het feit dat de ene partij een document

3. Concreet werden de onderzochte transacties opgedeeld in drie categorieën : (i) transactiewaarde minder dan 10 miljoen euro, (ii) transactiewaarde tussen 10 miljoen en 100 miljoen euro en (iii) transactiewaarde hoger dan 100 miljoen euro.

4. Het betreft in het bijzonder M&A-specialisten verbonden aan volgende financiële dienstverleners en advocatenkantoren : Altius, Ashurst, CEW, contrast, Deloitte Corporate Finance, Dumon Sablon Van Heeswijck, Eubelius, Fortis Private Equity, Freshfields, Liedekerke, Linklaters, Loyens, Marx Van Ranst en Petercam.

5. De bevraging had in totaal betrekking op een zestigtal transacties. De vertrouwelijkheid van de onderzochte transacties werd ten volle gerespecteerd. 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.

6. Over dergelijke voorbereidende overeenkomsten in het algemeen, zie onder meer : M. BOLLEN, "Precontractuele aansprakelijkheid voor het afspringen van onderhandelingen, in het bijzonder m.b.t. een acquisitieovereenkomst", *T.B.B.R.* 2003, nr. 3, p. 136-160 (142-146); W. DEJONGHE en W. VAN DE VOORDE, "Negotiated acquisition", in W. DEJONGHE en W. VAN DE VOORDE, *M&A in Belgium*, Den Haag, Kluwer Law International, 2001, p. 60-63; E. DIRIX, "Gentlemen's agreements en andere afspraken met onzekere rechtsgevolgen", *R.W.* 1985-1986, p. 2139-2140; U. DRAETTA, "Precontractual documents in merger or acquisition negotiations", *R.D.A.I.* 1991, nr. 2, p. 229-249; W. GELDOLF, "Voorcontracten en voorbereidende contracten", in E. DIRIX en A. VAN OEVEREN, *Bijzondere overeenkomsten, artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtsleer en rechtspraak*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, p. 1-9; G. SCHRANS, "De progressieve totstandkoming der contracten", *T.P.R.* 1984, p. 16 e.v.; P. VAN HOOGHTEEN, "Acquisitieovereenkomsten", *D.A.O.R.* 1990, nr. 16, p. 63-65; A. VAN OEVEREN, "Juridische verhoudingen en aansprakelijkheid bij onderhandelingen over (commerciële) contracten", *D.A.O.R.* 1990, nr. 14, p. 57-63.

wenst te ondertekenen dat hem zo weinig mogelijk bindt, terwijl de andere partij net het tegendeel beoogt⁷⁾. Indien de intentiebrief, naast het eigenlijke voorwerp van de voorgenomen transactie (de aandelen), ook een prijsbepaling of -formule bevat, dient men ook rekening te houden met artikel 1583 van het Burgerlijk Wetboek (hierna "BW"). Artikel 1583 BW bepaalt dat de koop tussen de partijen voltrokken is, en de koper ten aanzien van de verkoper van rechtswege de eigendom verkrijgt, zodra er overeenstemming is omtrent de zaak en de prijs. Daarbij is het irrelevant dat de zaak nog niet is geleverd of de prijs nog niet werd betaald. Het is dus in ieder geval aangewezen om uitdrukkelijk het al dan niet verbindend karakter van de afspraken te bepalen in de intentiebrief.

In de praktijk worden de verbindende afspraken in intentiebrieven doorgaans beperkt tot het vertrouwelijkheidsbeding, de forumkeuze en, eventueel, een periode van exclusiviteit tijdens dewelke de koper en (vooral) de verkoper overeenkomen om geen gesprekken met derden te voeren die het voorwerp van de voorgenomen transactie kunnen beïnvloeden.

In het onderzoek zijn we niet ingegaan op ieder van deze detailspecten, maar hebben we ons toegespitst op een aantal kernvragen.

Uit de bevraging kan vooreerst worden afgeleid dat in een duidelijke meerderheid van de transacties (75 %) met een intentiebrief werd gewerkt vooraleer een eigenlijke overnameovereenkomst werd gefinaliseerd.

Tevens leert de bevraging dat het uitermate gebruikelijk is dat in deze voorafgaande fase onderhandelingsexclusiviteit wordt bedongen. De grote meerderheid van de intentiebrieven voorzag in een dergelijk exclusiviteitsbeding. Tevens valt op dat onderhandelingsexclusiviteit in een beperkt aantal gevallen werd bedongen zonder dat er een intentiebrief werd getekend⁸⁾.

Concreet werd in 72 % van de onderzochte transacties onderhandelingsexclusiviteit bedongen, al dan niet op basis van een intentiebrief.

Uit het voorgaande mag worden afgeleid dat zowel het gebruik van intentiebrieven, als het bedingen van onderhandelingsexclusiviteit, de regel vormen.

B. Bedrijfsonderzoek (due diligence)

Het bedrijfsonderzoek ('due diligence') neemt vaak een centrale plaats in in het voortraject van een overnametransactie. In een klassiek overnameproces krijgen een kandidaat-koper en zijn adviseurs doorgaans gedurende een bepaalde periode toegang tot geselecteerde vertrouwelijke informatie van de doelvennootschap om zo zelf een inschatting te kunnen maken van de kwaliteit van het vermogen en haar eventuele verborgen passiva (of activa) te onderzoeken⁹⁾. Het bedrijfsonderzoek moet de kandidaat-koper toelaten om de veronderstellingen die werden gehanteerd bij de prijsbepaling te valideren en ook om bijzondere aandachtspunten te identificeren die van belang zijn bij de redactie van de overnameovereenkomst (en in het bijzonder bij de waarborgen die van de verkoper worden gevraagd). In grotere transacties wordt de kandidaat-koper voor het 'due diligence'-onderzoek vaak bijgestaan door een multidisciplinair team bestaande uit eigen gespecialiseerde personeelsleden, financiële adviseurs, busi-

7. P. VAN HOOGHTE, "Acquisitieovereenkomsten", *I.c.*, p. 63.

8. Deze - op het eerste gezicht verrassende - bevinding kan wellicht worden verklaard door het gegeven dat het gebruik van intentiebrieven, als dusdanig, in moderne biedingsprocedures (auctions) vaak overbodig is. De exclusiviteit zal dan immers een vooraf bepaald onderdeel zijn van het bod dat de kandidaat-koper verwacht wordt uit te brengen.

9. Voor een basislijst van de juridische informatie die de kandidaat-koper kan interesseren, zie onder meer : P. VAN HOOGHTE, "Acquisitieovereenkomsten", *I.c.*, p. 66 e.v. Over due diligence meer in het algemeen, zie b.v. W. DEJONGHE en W. VAN DE VOORDE, *o.c.*, p. 63-66; B. DE VUYST, "Dommages pour manque d'information ou pour information erronée, 'due diligence' et 'data rooms' : la maîtrise des risques", *D.A.O.R.* 2000, nr. 54, p. 80-82; W. SLAGTER, "Het due diligence-onderzoek", *T.V.V.S.* 1994, p. 225.

ness consultants, technische experts, fiscalisten, juristen en specialisten in milieuaan- gelegenheden of andere niches (b.v. intellectuele rechten).

In de bevraging werd met betrekking tot dit thema vooral gepeild naar het gebruik van geformaliseerde onderzoeksprocedures. De praktische relevantie van het in kaart brengen van de informele informatie-uitwisseling leek ons immers eerder beperkt. We gaan er immers van uit dat in iedere overnametransactie ook op een meer informele manier informatie wordt uitgewisseld of betrokken bij derden.

De bevraging leert dat het zeer gebruikelijk is om een zogenaamde 'data room' ter beschikking te stellen. Met een 'data room' wordt bedoeld dat de verkoper en zijn adviseurs - soms echter de doelvennootschap zelf - bepaalde vertrouwelijke informatie op één plaats verzamelen en gedurende een afgesproken periode ter beschikking stellen aan potentiële kopers. De data room wordt meestal buiten de doelvennootschap zelf georganiseerd. Men poogt zo om de vertrouwelijkheid van de onderhandelingen ten aanzien van het personeel van de doelvennootschap te beschermen en ook om mogelijke operationele hinder voor de doelvennootschap zo veel als mogelijk te beperken. In de praktijk stelt men bij grotere transacties ook vast dat deze processen steeds vaker elektronisch worden beheerd en de informatie ter beschikking wordt gesteld via het internet in een zogenaamde virtuele data room met beveiligde toegang¹⁰.

In ruim 84 % van de transacties die in de bevraging betrokken waren, werd gebruik- gemaakt van een 'data room'-procedure.

Als aanvulling op de informatie die ter beschikking wordt gesteld in de data room, wordt vaak ook een in mindere of meerdere mate geformaliseerde 'Q&A'-(vraag en antwoord) procedure gehanteerd. Dergelijke procedures bieden aan het 'due diligence'-team van de kandidaat-koper de gelegenheid om bijkomende vragen te stellen of bijkomende documenten op te vragen.

In 60 % van de onderzochte transacties werd met een geformaliseerde Q&A-procedure gewerkt.

Doorgaans een gevoelige kwestie is of de kandidaat-koper en zijn adviseurs kopieën zullen mogen nemen van de informatie die in de data room ter beschikking wordt gesteld. Het onderzoek leert dat het nemen van kopieën in het kader van het 'due diligence'-onderzoek veel ruimer wordt toegestaan dan vaak wordt vermoed. In een zeer beperkt aantal transacties (met relatief lagere transactiewaarde) werd het nemen van kopieën zelfs toegestaan ook al was er geen geformaliseerde data room voorzien.

In 56 % van de gerapporteerde transacties werd het nemen van kopieën van docu- menten van de doelvennootschap toegestaan.

10. In een volgende bevraging nemen we ons voor om specifiek te polsen naar het gebruik van een zogenaamde 'vendor due diligence'. Deze praktijk wordt soms toegepast door verkopers in het kader van formele biedingsprocedures. De verkoper laat in voorkomend geval bij aanvang van het proces zelf de belangrijkste risico's van de verkochte onderneming analyseren en (bij hypo- these) op onafhankelijke en objectieve wijze beschrijven door de door hem aangestelde adviseurs. De uit dit onderzoek voort- vloeiende verslagen worden dan ter beschikking gesteld van de kandidaat-kopers. De koper zal zich desgevallend kunnen beroe- pen op de inhoud van deze verslagen of deze in een meer gevorderd stadium van het overnameproces kunnen onderwerpen aan een bevestigend bedrijfsonderzoek (*confirmatory due diligence*). Een dergelijke aanpak heeft een aantal onmiskenbare voordelen, zeker in het kader van moderne veilingprocedures : zo krijgt de verkochte onderneming in principe slechts te maken met één bedrijfsonderzoek (en niet met opeenvolgende onderzoeken door verschillende kandidaten), de verschillende kandidaat-kopers krijgen op hetzelfde moment identieke informatie ter beschikking wat maximale garanties biedt voor hun gelijke behandeling, een grotere groep kandidaat-kopers is beter geïnformeerd en hoeft toch niet te vrezen voor onnodige kosten wanneer zou blijken dat zij in een later stadium nog afvallen. De verkoper kan dan ook verscheidene kandidaat-bieders in het spel houden en zo lang mogelijk de beslissing uitstellen om aan één kandidaat exclusiviteit toe te kennen zodat de concurrentie tussen de bieders tot in een vergevorderd stadium maximaal kan worden uitgespeeld. Bij welslagen van de transactie kunnen kosten verbonden aan de vendor due diligence ook eenvoudiger worden meegenomen in de financiering van de transactie. Bovendien kan het onderzoek grotendeels voorafgaandelijk gebeuren zodat aanzienlijke besparingen kunnen worden gerealiseerd, in kosten en in tijd, zowel voor de verkoper als voor de kandidaat-kopers en er dus minimale disruptie of verlies van momentum ontstaat in de veiling zelf.

III. DE KOOP-VERKOOPOVEREENKOMST

Het centrale document in elke overnametransactie is de koop-verkoopovereenkomst. Hoewel deze overeenkomst op de meest diverse manieren kan worden geredigeerd, lijkt de meer Angelsaksische aanpak (zelfs voor kleinere transacties) de overhand te hebben. De bevindingen van ons onderzoek worden hierna bijgevolg overeenkomstig deze aanpak besproken.

A. Opschortende voorwaarden

Zeer vaak wordt een overnameovereenkomst onder opschortende voorwaarden gesloten⁽¹¹⁾. De vervulling van de opschortende voorwaarden wordt dan op een later tijdstip, na de ondertekening van de overeenkomst, vastgesteld. Dit tijdstip wordt in het jargon doorgaans de 'closing' of 'completion' genoemd⁽¹²⁾. Het is met andere woorden pas op het ogenblik van de closing dat in principe de eigendomsoverdracht van de aandelen en de betaling van de prijs plaatsvindt⁽¹³⁾.

In de praktijk vindt men een waaier van mogelijke opschortende voorwaarden terug in koop-verkoopovereenkomsten. Zeer klassiek dient bij grotere transacties bijvoorbeeld te worden gewacht op de goedkeuring van de kartelautoriteiten (de Europese Commissie of één of meer nationale mededingingsautoriteiten)⁽¹⁴⁾. In afwachting van die goedkeuring voorziet de toepasselijke regelgeving immers doorgaans in een schorsingsplicht. Een transactie implementeren alvorens de vereiste mededingingsrechtelijke goedkeuringen werden bekomen ('jumping the gun'), is sanctioneerbaar. Het bekomen van deze goedkeuringen wordt dan ook om die reden standaard als een opschortende voorwaarde opgenomen.

Andere opschortende voorwaarden die in de praktijk vaak voorkomen zijn : het verkrijgen van bankfinanciering, de ondertekening van bepaalde andere met de transactie gerelateerde documenten (b.v. consultancy-overeenkomsten met de verkopers, leverings- of dienstencontracten tussen de doelvennootschap en de verkopende moedervennootschap, bevestigingen van bepaalde medecontractanten van de doelvennootschap die het recht hebben om een bestaande overeenkomst te beëindigen in geval van een controlewijziging over de doelvennootschap (zgn. 'change of control' bepalingen), enz.).

Bij een koop-verkoop onder opschortende voorwaarden zal de koper dikwijls ook trachten te bedingen dat de doelvennootschap tussen de datum van ondertekening en de vervulling van de opschortende voorwaarden geen belangrijke negatieve evolutie mag hebben gekend (zgn. 'material adverse change' of, in het jargon, de 'MAC'-clause). Soms wordt een koop-verkoopovereenkomst ook ondertekend onder de

-
11. Zie voor een algemene bespreking van de voorwaarde in het verbintenissenrecht bijvoorbeeld : M. VAN QUICKENBORNE, "Voorwaarde", in E. DIRIX en A. VAN OEVLEEN, *Bijzondere overeenkomsten. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtsleer en rechtspraak*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, p. 1-160.
 12. "Closing" geniet doorgaans de voorkeur van Amerikaans geïnspireerde overeenkomsten; "completion" van de Britse.
 13. Wanneer de koop-verkoopovereenkomst onder opschortende voorwaarden wordt ondertekend en de partijen derhalve de bedoeling hebben om de overdracht pas tot stand te doen komen na de vervulling van deze voorwaarden, kan het voorzichtig zijn om de werking van artikel 1179 van het Burgerlijk Wetboek contractueel uitdrukkelijk uit te sluiten. In het andere geval wordt de overeenkomst immers principieel geacht retroactief tot stand te zijn gekomen op de datum van ondertekening.
 14. Een transactie zal bijvoorbeeld bij de *Belgische Mededingingsautoriteit* moeten worden aangemeld wanneer (i) de betrokken ondernemingen samen in België een omzet realiseren van meer dan 100 miljoen euro en (ii) minstens twee van de betrokken ondernemingen individueel in België een omzet realiseren van minstens 40 miljoen euro. Transacties die een duurzame wijziging van zeggenschap tot gevolg hebben, dienen bij de *Europese Commissie* te worden aangemeld (i) indien a) de totale omzet die over de gehele wereld door alle betrokken ondernemingen tezamen is behaald, meer dan 5 miljard EUR bedraagt, en b) ten minste twee van de betrokken ondernemingen elk afzonderlijk een totale omzet hebben behaald die meer dan 250 miljoen EUR bedraagt, tenzij elk van de betrokken ondernemingen meer dan twee derde van haar totale omzet binnen de Gemeenschap in een en dezelfde lidstaat behaalt, en tevens (ii) indien a) de totale omzet die over de gehele wereld door alle betrokken ondernemingen tezamen is behaald, meer dan 2,5 miljard EUR bedraagt, b) de totale omzet die door alle betrokken ondernemingen in elk van ten minste drie lidstaten is behaald, meer dan 100 miljoen EUR bedraagt, c) in elk van de drie lidstaten die ten behoeve van letter b) in aanmerking zijn genomen, ten minste twee van de betrokken ondernemingen elk afzonderlijk een totale omzet hebben behaald die meer dan 25 miljoen EUR bedraagt, en d) ten minste twee van de betrokken ondernemingen elk afzonderlijk een totale omzet hebben behaald die meer dan 100 miljoen EUR bedraagt, tenzij elk van de betrokken ondernemingen meer dan twee derde van haar totale omzet binnen de Gemeenschap in een en dezelfde lidstaat behaalt.

opschortende voorwaarde dat een (al dan niet bijkomend) bedrijfsonderzoek bepaalde resultaten zou bevestigen ('confirmatory due diligence'). Het belang van de nauwkeurige formulering van de opschortende voorwaarden kan niet genoeg worden benadrukt.

Het onderzoek wijst uit dat het afhankelijk maken van de overeenkomst van de vervulling van één of meer opschortende voorwaarden, dan wel de onmiddellijke inwerkingtreding bij ondertekening, sterk afhangt van de transactiewaarde. Bij transacties met een waarde lager dan 10 miljoen euro, viel in 56 % van de gevallen de ondertekening samen met de inwerkingtreding. Voor transacties tussen 10 miljoen euro en 100 miljoen euro trad de overeenkomst nog slechts onmiddellijk in werking bij ondertekening in 19 % van de gevallen. Alle transacties met een waarde hoger dan 100 miljoen euro voorzagen in opschortende voorwaarden⁽¹⁵⁾.

B. Prijs en prijsaanpassingsclausules

De prijsbepaling is uiteraard een centraal thema in het kader van de overnameonderhandelingen. De situatie is op dit vlak relatief eenvoudig indien de partijen een welbepaalde prijs afspreken en contractueel bedingen dat deze prijs meteen betaald wordt bij ondertekening of op closing na de vervulling van toepasselijke opschortende voorwaarden.

Vaak gaan er met de structurering van de betaling complexere scenario's gepaard. Het zijn deze scenario's waarnaar in onze bevraging de aandacht is uitgegaan.

Een eerste scenario voorziet in de opstelling van zogeheten 'closing accounts'. Dit zijn rekeningen die doorgaans na de ondertekening worden opgesteld (op een door partijen contractueel vastgelegde 'cut off'-datum, vaak de datum van de closing). Regelmatig wordt erin voorzien dat de overnemer een bepaalde tijd krijgt om deze 'closing accounts' aan een kritisch onderzoek te onderwerpen. Eens er overeenstemming is tussen de partijen aangaande de 'closing accounts' wordt de formule die de partijen met betrekking tot de bepaling van de prijs hebben afgesproken, toegepast op deze 'closing accounts'. Op deze basis wordt de overnameprijs dan gefinaliseerd. Dit kan leiden tot prijscorrecties die nog na de closing tot een verrekening tussen de partijen aanleiding kunnen geven.

Bij de redactie van dergelijke prijsaanpassingsclausules is opnieuw voorzichtigheid geboden. Immers, één van de fundamentele voorwaarden voor de geldigheid van koop-verkoopovereenkomsten is dat het voorwerp van de koop, en in het bijzonder de prijs, bepaald moet zijn of minstens bepaalbaar op basis van objectieve elementen. De bepaling van de prijs mag dus in principe niet afhangen van de wil van één van de partijen of van een uitgesteld akkoord tussen partijen⁽¹⁶⁾. Vaak wordt in dergelijke clausules de uiteindelijke prijsbepaling toevertrouwd aan een derde-expert voor het geval de koper en de verkoper geen overeenstemming zouden vinden over de 'closing accounts' en de daarop gebaseerde prijsaanpassing⁽¹⁷⁾.

Onze bevraging leert dat procedures voor aanpassing van de prijs op basis van 'closing accounts' meer worden toegepast dan we hadden verwacht. In ruim 35 % van de transacties werd er immers gebruikgemaakt van deze techniek met een prijsaanpassing en verrekening na closing tot mogelijk gevolg.

15. In dergelijke gevallen is er naar geldend recht immers doorgaans minstens één opschortende voorwaarde, namelijk de goedkeuring of het *nihil obstat* van de bevoegde kartelautoriteiten. Zie voetnoot 14.

16. L. CORNELIS, *Algemene theorie van de verbintenissen*, Antwerpen, Intersentia, 2000, nr. 103, p. 126.

17. Conform artikel 1592 BW stelt dit geen probleem. Evenwel geldt als voorwaarde dat de derde-expert zijn opdracht aanvaardt en dat hij voldoende objectieve berekenings-elementen aantreft die hem toelaten zijn opdracht uit te voeren. Zie onder meer : L. CORNELIS, o.c., nr. 102, p. 126; W. VAN GERVEN, *Verbintenissenrecht. Boekdeel 1*, Leuven, Acco, 2001-2002, p. 72-73.

In een tweede scenario wordt de finale prijs deels afhankelijk gemaakt van de toekomstige realisatie van bepaalde objectieven. Een klassiek voorbeeld betreft het behoud van een klantenportefeuille door de overgenomen onderneming gedurende een bepaalde periode (bijvoorbeeld tot 12 of 24 maanden na de overdracht). In de mate dat de bestaande klanten aan het einde van die referentieperiode trouw gebleven zijn aan de overgenomen onderneming, volgt er een bijkomende betaling door de overnemer. Andere voorbeelden zijn het behalen van bepaalde financiële parameters door de doelvennootschap in de eerste jaren volgend op de overname. Dergelijke clausules vindt men vaak terug in situaties waarbij de verkopers na de overname actief betrokken blijven in het management van de doelvennootschap.

Dergelijke nabetalingen van de koopprijs worden vaak omschreven als 'earn-outs'⁽¹⁸⁾.

Onze bevraging leert dat in bijna 10 % van de gerapporteerde transacties van een 'earn out'-formule werd gebruikgemaakt.

Dit is een eerder verrassend resultaat. De 'earn out'-formule vormt immers een positieve aansporing voor de verkopers om ervoor te zorgen dat de waardevolle aspecten van de onderneming (zoals de klantenportefeuille) intact worden overgedragen. In zekere zin kan een dergelijke 'earn out'-formule worden beschouwd als een positievere formulering van het niet-concurrentiebeding. Beide mechanismen kunnen worden aangewend om hetzelfde objectief te bereiken.

IV. VERKLARINGEN EN GARANTIES VAN DE VERKOPER

In een klassieke overnameovereenkomst nemen de verklaringen en garanties van de verkoper een centrale plaats in. Dit mag niet verwonderen. De ontevreden koper van aandelen geniet volgens de klassieke rechtspraak en doctrine immers een zeer beperkte wettelijke bescherming⁽¹⁹⁾.

Bij de verkoop van de totaliteit van de aandelen of een controleparticipatie, hebben de partijen, vanuit economisch oogpunt, de bedoeling om de controle over de onderneming en het onderliggende maatschappelijk vermogen van de doelvennootschap over te dragen. Juridisch gezien blijft het eigenlijke voorwerp van de transactie echter beperkt tot de overgedragen aandelen zelf en strekt het zich niet uit tot het onderliggende maatschappelijke vermogen van de doelvennootschap⁽²⁰⁾. De eigen rechtspersoonlijkheid van de doelvennootschap verhindert inderdaad elke uitbreiding van het voorwerp van de transactie tot het onderliggende vermogen.

De drie wettelijke garantieverplichtingen van een verkoper, te weten de verplichtingen tot conforme levering van de overeengekomen zaak⁽²¹⁾, tot vrijwaring voor uitwinning⁽²²⁾ en de vrijwaringsverplichting voor verborgen gebreken⁽²³⁾ hebben dan ook principieel enkel betrekking op het onmiddellijke, juridische voorwerp van de transactie (de aandelen) en niet op het onrechtstreekse, economische voorwerp van de transactie (het

18. Zie bijvoorbeeld : P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises. Une approche juridique, économique et financière*, Brussel, Larcier, 2001, p. 182-183.

19. Zie onder meer : P. VAN HOOGHTEN, "Dwaling en bedrog bij een overeenkomst tot verkoop van aandelen", noot onder Antwerpen 19 september 1990, *T.R.V.* 1992, p. 100-104; W. DEJONGHE en M. CORYNEN, "De rechtspositie van de overnemer bij de verwerving van een onderneming door acquisitie van aandelen", *V&F* 1997, p. 85-98.

20. Zie bijvoorbeeld : D. VAN GERVEN, "Bedrog bij de verkoop van aandelen", noot onder Antwerpen 11 februari 2005, *T.R.V.* 2005, 99, 118-119 en de aldaar geciteerde rechtspraak en rechtsleer.

21. Artikel 1603 B.W.

22. Artikel 1626 B.W.

23. Artikel 1641 B.W.

onderliggende vermogen)⁽²⁴⁾. Alhoewel verschillende auteurs hebben gepoogd om de klassieke leer ter discussie te stellen⁽²⁵⁾, blijft deze vooralsnog overeind : het juridische voorwerp van een aandelenoverdracht blijft beperkt tot de overgedragen aandelen zelf en strekt zich niet uit tot het onderliggende vermogen⁽²⁶⁾.

De koper zal dus noodzakelijkerwijze in de overnameovereenkomst zelf bijkomende garanties dienen te bedingen omtrent de samenstelling van het onderliggende vermogen waarover hij de controle wenst te verwerven.

A. Algemene verklaringen en garanties⁽²⁷⁾

Gezien de zeer beperkte wettelijke bescherming van de koper van aandelen, hoeft het niet te verbazen dat in alle (100 %) onderzochte overeenkomsten een uitdrukkelijke opsomming werd opgenomen van bijkomende verklaringen en garanties betreffende het onderliggende vermogen.

Dit sluit niet uit dat in transacties waarin geen professionele ondersteuning voorhanden is, enkel op de wettelijke bescherming wordt teruggevallen. Echter, zodra een overnemer zich professioneel laat begeleiden, is het evident dat er contractuele verklaringen en garanties worden voorzien.

In kringen van M&A-practici circuleren er standaardlijsten van verklaringen en garanties. Deze kunnen van kantoor tot kantoor en adviseur tot adviseur enigszins verschillen, maar spitsen zich in essentie steeds toe op dezelfde punten. De garanties hebben klassiek betrekking op de volgende elementen : (i) de geldige oprichting van de doelvennootschap, (ii) de aandelen en afwezigheid van overdrachtsbeperkingen of andere diluerende effecten, (iii) de afwezigheid van faillissementsvoorwaarden, (iv) een garantie van een referentiebalans waarop de prijs werd gebaseerd en eventueel voorgaande jaarrekeningen, (v) de normale verderzetting van de onderneming sinds de laatst gegarandeerde balansdatum, (vi) de vrije en onbezwaarde titel en goede staat van de activa, (vii) verklaringen in verband met de belangrijkste contracten van de onderneming, (viii) milieurechtelijke aangelegenheden en vergunningen, (ix) fiscale en socialezekerheidsrechtelijke conformiteit en afwezigheid van niet-geprovisioneerde verplichtingen, (x) afwezigheid van geschillen en (xi) verzekeringen.

24. Zo kan de koper zich beroepen op de waarborg tot vrijwaring voor uitwinning wanneer de aandelen zelf worden uitgewonnen, bijvoorbeeld wanneer de verkoper niet de volle eigendom van de aandelen heeft of deze niet vrij en onbelast werden verkocht. De waarborg beschermt dezelfde koper echter niet wanneer onderdelen van het onderliggende vermogen zelf worden uitgewonnen. In bepaalde gevallen kan een beroep op de leer van de goede trouw nog een corrigerende werking hebben in geval van uitwinning van de cliënteel van de doelvennootschap door de verkopers na de overname, zelfs zonder uitdrukkelijk niet-concurrentiebeding. Zie bijvoorbeeld : M. WAUTERS, "Garanties bij overdracht van aandelen", *D.A.O.R.* 1997, nr. 44, p. 17-55 (27-32). Op dezelfde wijze kan de koper van aandelen zich beroepen op de wettelijke waarborg voor verborgen gebreken wanneer het probleem betrekking heeft op de aandelen zelf en deze behept zijn met een verborgen gebrek dat ze ongeschikt maakt voor hun gebruikelijke bestemming of het specifieke gebruik waarvoor de koper ze bestemde. Het betreft in het bijzonder het recht om deel te nemen aan, en te stemmen in, de algemene vergadering, het recht om te delen in de winst van de vennootschap, het recht om te delen in het maatschappelijk vermogen zowel tijdens het bestaan als bij de vereffening van de vennootschap. Indien een verborgen gebrek de normale uitoefening van deze rechten verhindert, kan de verkoper tot vrijwaring gehouden zijn wanneer de andere toepassingsvoorwaarden zijn voldaan. Echter, een verminderde waarde van de verkochte aandelen of van het onderliggende vennootschapsvermogen is op zichzelf niet voldoende om de vrijwaringsplicht voor verborgen gebreken te kunnen inroepen. Voor besprekingen van toepassingen van deze waarborgen en wilsgebreken in het kader van aandelenoverdracht, zie b.v. D. DEVOS, "La notion de vices cachés dans la vente d'actions", noot onder Brussel 20 mei 1987, *T.B.H.* 1988, p. 52-58 ; I. CORBISIER, "Des vicissitudes affectant le cas échéant une cession d'actions ou de l'omniprésence discrète de la cause dans une vision contractualiste de l'entreprise", noot onder Luik 1 april 1992, *R.P.S.* 1993, p. 123-167.

25. Zie bijvoorbeeld : S. VAN CROMBRUGGE, "De rechtsverhouding tussen de koper en de verkoper van een controleparticipatie", *T.B.H.* 1983, p. 188-222.

26. Zie in dit verband evenwel de beperkte nuancering van de klassieke leer via de gedeeltelijke aanvaarding door het Hof van Cassatie van het "functioneel verborgen gebrek" bij overdrachten van aandelen door professionele verkopers (Cass. 19 juni 1980, *R.W.* 1981-1982, p. 940; Cass. 17 mei 1984, *J.T.* 1984, p. 566). Deze en andere nuanceringen van de klassieke leer worden uitvoerig behandeld in W. DEJONGHE, en M. CORYNEN, *l.c.*, 1997, p. 85-98 (91-94), en in M. WAUTERS, *l.c.*, p. 33-40.

27. Zie voor besprekingen van de verklaringen en waarborgen in overnameovereenkomsten onder meer : A. COIBION, "Quelques réflexions sur les garanties conventionnelles en matière de cession d'actions et sur l'influence de la pratique anglaise", noot onder Brussel 17 mei 2001, *T.B.H.* 2003, p. 864-879; A. COURET en D. LÉDOUBLE, *La maîtrise des risques dans les cessions d'actions*, GLN Joly Editions, 1994, 140 p.; P. LEYS, "Verklaringen en waarborgen in een Belgische overeenkomst tot overdracht van aandelen", in B. TILLEMANS en A. VERBEKE (ed.), *Actualia Vermogensrecht*, Brugge, Die Keure, 2005, p. 447-456.

Uit de bevraging blijkt dat in bijna 80 % van de gerapporteerde transacties de verklaringen en garanties essentieel overeenstemden met zo'n standaardlijst. Dit impliceert dat in slechts 1 transactie op 5 afwijkende of op de transactie specifiek toegespitste verklaringen en garanties werden voorzien. Deze verhouding is lager dan we hadden geanticipeerd.

B. Uitzonderingen (disclosures)

In aansluiting op het systeem van verklaringen en garanties rijst de klassieke problematiek van de uitzonderingen. Het standaardargument van de verkoper is dat de koper zich toch bezwaarlijk kan beroepen op problemen die hij kende bij het aangaan van de overnameovereenkomst. Omgekeerd stelt de koper dat hij mag uitgaan van de correctheid van de contractueel geboden verklaringen en garanties en dat zijn effectieve kennis van bepaalde problemen in dit kader geen relevantie heeft.

Een en ander heeft geleid tot een contractuele praktijk waarbij uitdrukkelijk wordt voorzien in uitzonderingen op de verklaringen en garanties. Dit maakt dat de koper een beroep kan doen op de verklaringen en garanties tenzij er in de overeenkomst uitdrukkelijke uitzonderingen (de zogeheten 'disclosures') zijn voorzien.

Het onderzoek leert dat in bijna 42 % van de gerapporteerde transacties werd aanvaard dat de data room als een uitzondering gold op de verklaringen en garanties.

In het verlengde van het 'data room'-onderzoek wordt er vaak een systeem van vraag-en-antwoord opgezet. Dit stelt de adviseurs van de koper in staat om bijkomende vragen te stellen die opkomen naar aanleiding van het 'due diligence'-onderzoek.

Uit het onderzoek blijkt dat deze vraag-en-antwoordprocedure in iets meer dan 20 % van de gevallen als een uitzondering op de verklaringen en garanties werd aanvaard⁽²⁸⁾.

De meest voor de hand liggende methode om uitzonderingen op de verklaringen en garanties te voorzien, is de opstelling van een specifieke uitzonderingslijst of bijlage die wordt gehecht aan de overnameovereenkomst. Men heeft het dan vaak over de 'disclosure letter' of 'disclosure schedules'. Uit de bevraging is gebleken dat deze techniek zeer is ingeburgerd.

In meer dan 70 % van de gerapporteerde transacties werd gebruikgemaakt van de methode van 'disclosures'. De bevraging leert verder dat het in de regel (meer dan 80 %) gaat om zogeheten specifieke disclosures. Hiermee wordt gedoeld op duidelijk gepreciseerde en punctuele uitzonderingen op de verklaringen en garanties.

Tot slot zijn er nog twee interessante invalshoeken met betrekking tot de problematiek van de uitzonderingen of disclosures.

Vooreerst is er de vraag of het '*due diligence*'-rapport (d.i. het rapport dat door de adviseurs van de koper wordt opgesteld naar aanleiding van het 'data room'-onderzoek of enig ander onderzoek voorafgaand aan de ondertekening van de overnameovereenkomst) als een uitzondering wordt aanvaard op de verklaringen en garanties. De bevraging leert dat dit in iets minder dan 10 % van de transacties het geval was. Dit resultaat is niet zo verwonderlijk gezien het, in onze ervaring, zeker geen gebruikelijke praktijk is om het 'due diligence'-rapport lopende de onderhandelingen mee te delen aan de verkopers. Deze rapporten worden doorgaans trouwens niet opgesteld met

28. Dit percentage dient o.i. evenwel in perspectief te worden geplaatst. Het is in onze ervaring geen standaardpraktijk om aan een klassiek 'data room'-onderzoek een vraag-en-antwoordprocedure te koppelen. Wij gaan er derhalve van uit (doch zullen dit toetsen in de volgende bevraging) dat in het overgrote deel van de gevallen waarin in een vraag-en-antwoordprocedure werd voorzien, de uitkomst hiervan als een uitzondering op de verklaringen en garanties werd aanvaard door de koper.

deze specifieke finaliteit voor ogen en kunnen daardoor slechts zelden in hun oorspronkelijke vorm worden gebruikt als onderdeel van de transactiedocumenten.

Daarnaast rijst de vraag of de koper dient te aanvaarden dat de *publiek beschikbare informatie* als een uitzondering op de verklaringen en garanties geldt. De bevraging leert dat dit in meer dan 44 % van de gerapporteerde transacties het geval was. Anderzijds impliceert dit dat in meer dan de helft van de transacties sprake kon zijn van een inbreuk op de verklaringen en garanties hoewel deze inbreuk perfect achterhaalbaar was voor de koper via publiek beschikbare bronnen.

V. CONTRACTUELE BEPERKINGEN AAN DE VERGOEDINGSPLICHT VAN DE VERKOPER

A. Beperkingen in de tijd

De overnameovereenkomst koppelt de verklaringen en garanties doorgaans aan een specifieke contractueel bepaalde vergoedingsregeling ten behoeve van de koper. Een centrale vraag in de onderhandelingen is hierbij voor hoelang die vergoedingsregeling overeind blijft. Anders gesteld, de vraag is of er een tijdslimiet is waarbinnen de koper zijn vergoedingsaanspraak (op risico van verval van die aanspraak) dient in te dienen. De beperkingen in de tijd vloeien voort uit de contractuele afspraken die de partijen op dit vlak maken. Om die reden werd dit punt eveneens in de bevraging betrokken.

Een eerste zeer opvallende vaststelling op dit vlak is dat nagenoeg alle overnameovereenkomsten die in de bevraging betrokken waren, voorzien in een tijdsbeperking voor de vergoedingsaanspraken. Dit impliceert dat, weliswaar zeer occasioneel, een overnameovereenkomst wordt gesloten waarin geen tijdsbeperkingen werden voorzien.

Meer concreet werd een beperking in de tijd voorzien in 98 % van de gerapporteerde transacties.

Dit resultaat stemt in hoge mate overeen met onze eigen praktijkervaring. In de recente jaren zijn wij eveneens betrokken in een enkele transactie waarin de tegenpartij geen beperking in de tijd van de vergoedingsaanspraken van de koper eiste. Dit is in de huidige Belgische M&A-praktijk echter totaal niet meer gebruikelijk.

In de praktijk stellen we vast dat er vaak wordt voorzien in een algemene regeling en een specifieke regeling. De specifieke regeling bevat een doorgaans langere termijn die geldt voor welbepaalde types van vergoedingsaanspraken.

1. Algemeen

Wat de algemene beperking in de tijd betreft van de contractuele vergoedingsaanspraken, levert de bevraging uitermate duidelijke en interessante resultaten op.

De norm in de Belgische M&A-praktijk lijkt een termijn van 24 maanden (2 jaar) te zijn. Deze tijdsbeperking werd voorzien in meer dan 35 % van de gerapporteerde transacties. Als tweede geldt een beperking tot 18 maanden (ongeveer 25 %) en als derde een limiet van 36 maanden. Minder courant (vierde plaats) is een termijn van 12 maanden. Opmerkelijk is dat een beperking in de tijd van meer dan 36 maanden als zeer uitzonderlijk mag worden omschreven.

2. Bijzondere beperkingen

Voor welbepaalde aanspraken gelden in de praktijk afwijkende (langere) tijdslimieten. De bevraging leert dat dit vooral geldt voor aanspraken gebaseerd op het fiscaal recht, het socialezekerheidsrecht, het arbeidsrecht en het milieurecht. In een eerder beperkt aantal gevallen wordt voorzien in een bijzondere beperking voor een ander rechtsdomein.

Wat de *fiscaliteit* betreft, lijkt de Belgische M&A-praktijk vrij duidelijk gevestigd. In 93 % van de transacties die in de bevraging werden betrokken, werd er een specifieke termijn voorzien voor vergoedingsaanspraken die gebaseerd zijn op inbreuken op het fiscaal recht. In 63 % 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 (b.v. 'toepasselijke wettelijke verjaringstermijn + 1 maand'). In 37 % van de transacties met een specifieke termijn voor fiscale vergoedingsaanspraken werd gewerkt met een vaste termijn, waarbij deze termijn gemiddeld 58 maanden bedroeg en de mediaan lag op 60 maanden⁽²⁹⁾.

Inzake de *sociale zekerheid* is de situatie iets minder uitgesproken. In ruim 75 % van de gerapporteerde transacties werd in een specifieke tijdslimiet voorzien. Als een limiet wordt voorzien, wordt hij doorgaans gelijkgeschakeld met de fiscale tijdslimiet⁽³⁰⁾.

Enigszins verrassend is het resultaat in verband met *inbreuken op het sociaal recht* (andere dan inbreuken op het socialezekerheidsrecht). Slechts in iets meer dan 30 % van de gerapporteerde transacties werd er op dit vlak in een afwijkende tijdslimiet voorzien. In de bepaling van die tijdslimiet is zeer moeilijk een lijn te trekken. In de meeste gevallen lijkt men te hebben verwezen naar de wettelijke verjaringstermijn voor de betrokken sociaalrechtelijke aanspraken (al dan niet verhoogd met een beperkte additionele periode)⁽³¹⁾.

Opvallend is dan weer dat *milieurechtelijke inbreuken* vaker aan een specifieke limiet worden onderworpen. Dit is het geval in 42 % van de betrokken transacties. Ook hier geldt echter dat in de gekozen tijdslimieten moeilijk een lijn is te onderkennen. De

-
29. Een vaste termijn van 60 maanden lijkt gebaseerd op de uitgebreide aanslagtermijn (voor de inkomstenbelasting) van 5 jaar die van toepassing is in geval van bedrieglijk opzet of opzettelijke inbreuken (artikel 354 W.I.B. '92). Men merkt echter op dat een vaste termijn van 5 jaar in bepaalde gevallen geen rekening houdt met de aanvangsdatum van de fiscale verjaring (nl. de eerste dag van het betrokken *aanslagjaar* en niet van het belastbaar tijdperk zelf). Indien gewerkt wordt met een vaste conventionele verjaringstermijn van 5 jaar zal men evenmin rekening gehouden hebben met de bijzondere aanslagtermijnen van artikel 358 W.I.B. '92 die in bepaalde gevallen in een bijkomende aanslagtermijn van 12 tot 24 maanden voorzien voor specifieke fiscale navorderingen en dit zonder dat bedrieglijk opzet moet worden aangetoond. Het gebruik van vaste conventionele termijnen houdt bovendien evenmin rekening met risico's die verbonden kunnen zijn aan manipulaties die een doorwerkend effect kunnen hebben in latere belastbare tijdperken. Men denke daarbij bijvoorbeeld aan artikel 361 W.I.B. '92 op basis waarvan onderwaarderingen van activa of overwaarderingen van passiva (b.v. onderwaardering van voorraden, goederen in bewerking, bestellingen in uitvoering of overwaardering van niet-invorderbare schulden) een belastbare winst vormen in het belastbaar tijdperk waarop het onderzoek slaat dat deze aan het licht bracht, zonder dat van belang is wanneer deze fiscale latenties zijn ontstaan. Dergelijke fiscale manipulaties "verjaren" dus mogelijk niet binnen de normale fiscale verjaringstermijnen. Afgezien van manipulaties met een doorwerkend effect, kan men in het algemeen stellen dat de belastingadministratie pas na het zevende jaar volgend op een belastbaar tijdperk geen rechtsmiddelen meer heeft om tot taxatie van vermeende inkomsten van het betrokken tijdperk of voorgaande tijdperken over te gaan. Bij een niet-afgebakende termijn die wordt gedefinieerd in functie van de toepasselijke wettelijke verjaringstermijnen, blijft het risico tot die tijd in principe bij de verkoper.
30. Ook hier kan een vaste termijn van 5 jaar worden gelinkt aan de wettelijke vijfjarige verjaringstermijn (vanaf 1 januari 2009 teruggebracht tot 3 jaar - cfr. gewijzigde artikels 39 en 42 RSZ-wet) voor schuldvorderingen van de RSZ op werkgevers (en de hoofdelijk aansprakelijke), voor strafsancities bij niet-naleving van de RSZ-wetgeving en voor invordering van de jaarlijkse bijdrage ten laste van de vennootschappen. Ook hier zal bij gebruik van een vaste conventionele termijn van 5 jaar in bepaalde gevallen geen rekening worden gehouden met de aanvangsdatum van de betrokken verjaringstermijnen (verjaring gaat in de regel pas in op de laatste dag van de maand volgend op het kwartaal waarvoor de bijdragen verschuldigd zijn) of de gevolgen van eventuele collectieve of voortgezette misdrijven (waarbij de verjaring slechts begint te lopen vanaf het ogenblik waarop het misdrijf is voltooid, i.e. vanaf het laatste strafbare feit).
31. In het algemeen verjaren rechtsvorderingen uit een arbeidsovereenkomst één jaar na het einde van de overeenkomst of 5 jaar na het feit waaruit de vordering is ontstaan, zonder dat deze termijn één jaar na het einde van deze overeenkomst mag overschrijden (zie artikel 15 arbeidsovereenkomstenwet). Voor bepaalde vorderingen, die gebaseerd zijn op een van de eigenlijke arbeidsovereenkomst onderscheiden overeenkomst, zal men echter rekening moeten houden met de gemeenrechtelijke verjaringstermijn van 10 jaar (art. 2262bis BW), bijvoorbeeld vorderingen gebaseerd op een (pensioen)verzekeringsovereenkomst. Wanneer een inbreuk strafrechtelijk wordt gesanctioneerd, dient men tevens rekening te houden met artikel 26 van de Voorafgaande titel van het Wetboek van strafvordering (dat bepaalt dat de burgerlijke vordering volgend uit een misdrijf niet verjaart vóór de strafvordering). Op deze basis kan de verjaringstermijn in bepaalde gevallen eveneens worden "uitgerokken" wanneer er sprake is van een collectief of voortdurend misdrijf (b.v. herhaalde niet-betaling van het loon of vakantiegeld).

diversiteit is erg groot. Soms wordt opnieuw verwezen naar de wettelijke verjaringstermijn³². In andere gevallen gaat het om limieten die kunnen variëren van 18 tot 120 maanden. De situatie is niet erg eenduidig en vanuit dit opzicht vergelijkbaar met de sociaalrechtelijke vergoedingsaanspraken.

Tot slot wordt er in ruim een kwart van de gevallen in een specifieke tijdslimiet voorzien voor andere types van inbreuken. Het meest courante voorbeeld is de problematiek van de eigendom van de betrokken aandelen. Vaak wordt dit punt zelfs helemaal uitgesloten van de algemene contractuele beperking in de tijd. Andere voorbeelden betreffen de problematiek van de onroerende goederen, juridische geschillen, intellectuele eigendomsrechten en inbreuken op welbepaalde technische reglementeringen. Ook hier geldt dat er geen constante te onderkennen is in de gekozen tijdslimieten. Zij lijken in hoge mate *ad hoc* genegotieerd te zijn.

B. 'De minimis'-drempels voor aanspraken op de garanties

Naast de tijdslimieten zijn er ook de financiële limieten die contractueel gesteld worden aan de vergoedingsaanspraken van de koper. Dit is eveneens een deelaspect van de transactie waarover vaak vurig wordt onderhandeld. Vandaar dat de bevraging in enige mate van detail is nagegaan wat op dit stuk als gangbaar in de Belgische M&A-praktijk kan worden bestempeld.

1. Beperking per aanspraak

Een eerste type van beperking is de financiële beperking per aanspraak. Praktisch gezien houdt deze beperking in dat een bepaalde aanspraak maar in aanmerking zal komen voor vergoeding als hij een bepaalde financiële drempel overstijgt. Met aanspraken die de betrokken limiet niet halen, wordt in het kader van de vergoedingsregeling geen rekening gehouden. Toch wel een eerder verrassende vaststelling is dat de beperking per aanspraak ten zeerste is ingeburgerd in de Belgische M&A-praktijk.

In 79 % van de gerapporteerde transacties werd er van deze techniek gebruikgemaakt.

In de bevraging werd verder gecheckt op welk niveau dit minimumbedrag werd vastgeprikt. Om op dit vlak tot nuttige resultaten te komen, is het gepast om een onderscheid te maken op basis van de transactiewaarde.

Voor transacties beneden 10 mln euro was het gemiddelde 0,79 % van de transactiewaarde en zat de mediaan op 0,67 %. Dit gemiddelde en deze mediaan daalden tot respectievelijk 0,33 % en 0,14 % voor transacties met een waarde tussen 10 mln euro en 100 mln euro. Voor transacties boven 100 mln euro was het gemiddelde 0,03 % en de mediaan 0,02 %.

Aansluitend hierbij werd in de bevraging ook nagegaan of dit minimumbedrag werd gezien als een franchise of deductible. Dit is het geval wanneer de vergoedingsaanspraak beperkt wordt tot het bedrag bovenop het minimumbedrag. De bevraging leert dat dit slechts in minder dan een derde van de transacties het geval was. Dit impliceert dat in het merendeel van de transacties het volledige bedrag voor vergoeding in aanmerking kwam op voorwaarde dat de minimumdrempel werd gehaald.

32. Ook in verband met aansprakelijkheden als vervuiler of voortvloeiend uit saneringsverplichtingen op basis van bijvoorbeeld het Vlaams bodemsaneringsdecreet of voor de toepassing van sancties uit bijzondere regelgeving (b.v. afvalstoffendecreet e.d.m.) dient men in het bijzonder rekening te houden met de eventuele voortdurende aard van de mogelijke aansprakelijkheden zolang aan de vervuiling zelf niet is verholpen.

2. Beperking voor alle aanspraken

Een variatie op hetzelfde thema betreft de vraag of de totaliteit van de aanspraken samen een bepaalde minimum- of drempelwaarde moet halen alvorens er van vergoeding sprake kan zijn. In dit kader wordt vaak de Engelse term 'aggregate minimum claim' of 'basket' gehanteerd.

Van de techniek van de 'aggregate minimum claim' werd gebruikgemaakt in haast 70 % van de gerapporteerde transacties.

Wat het niveau van dit minimum of die drempel betreft, kan opnieuw best een onderscheid worden gemaakt op basis van de transactiewaarde.

Voor de transacties tot 10 mln euro lag deze gecumuleerde drempel gemiddeld op 0,86 % van de transactiewaarde en was de mediaan 0,56 %. Voor de transacties tussen 10 mln euro en 100 mln euro lag dit respectievelijk op 0,97 % en 0,69 %. Voor de grotere transacties (meer dan 100 mln euro) was het gemiddelde 0,60 % en de mediaan 0,48 %. Deze cijfergegevens leren dat de percentages van de gecumuleerde minimumdrempel minder gerelateerd zijn aan de transactiewaarde, dan de minimumdrempel voor de individuele aanspraken.

Ook in dit kader zijn we nagegaan of de gecumuleerde minimumdrempel als een franchise of deductible werd gehanteerd. Dit bleek het geval te zijn in 38 % van de gerapporteerde transacties.

C. Beperking van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper

Waarschijnlijk één van de belangrijkste onderhandelings thema's (na de prijs) is de maximale aansprakelijkheid van de verkoper. Deze limiet (vaak verwijst men naar het Angelsaksische begrip 'cap') zal immers bepalend zijn voor het uiteindelijke bedrag dat de verkoper (behoudens bedrog³³) in ieder geval aan de transactie zal overhouden. Ook al kan de koper aantonen dat de door hem geleden schade groter is dan deze limiet, toch zal hij zich tevreden dienen te stellen met een vergoeding die gelijk is aan de contractueel vastgelegde limiet. De maximumlimiet is een courant gebruikte techniek in de Belgische M&A-praktijk.

In 87 % van de gerapporteerde transacties werd in een maximale limiet ('cap') voorzien.

Een en ander neemt niet weg dat we dit percentage nog hoger hadden verwacht. De bevraging leert dat deze limiet of 'cap' doorgaans wordt bepaald als een percentage van de transactiewaarde.

De mediaan voor alle transacties die in de bevraging betrokken waren, ligt op 25 % van de transactiewaarde. Voor de kleinere transacties (tot 10 mln euro) lag de mediaan op 50 %. Dit percentage zakt tot 25 % voor de transacties tussen 10 mln euro en 100 mln euro. Voor de grotere transacties (meer dan 100 mln euro) zakt de mediaan lichtjes tot 23 %.

33. Zie artikel 1116 Burgerlijk Wetboek. Over de invloed van bedrog op de koopovereenkomst of het bedrieglijk verzwijgen van belangrijke informatie en voorbeelden uit de casuïstiek in verband met overnameovereenkomsten : zie bijvoorbeeld M. WAUTERS, *I.c.*, 44-45 en P. VAN HOOGHTEN, "Dwaling en bedrog bij een overeenkomst tot verkoop van aandelen", *I.c.*, 102 en de in deze bijdragen opgenomen verwijzingen. Het kan bij de redactie van de overnameovereenkomst in bepaalde gevallen nuttig zijn om rekening te houden met de beperkte draagwijdte van het wettelijk bedrog-begrip, dat principieel enkel betrekking heeft op de "bedrieglijke kunstgrepen" van een contractspartij bij de totstandkoming van de overeenkomst en enkel aanleiding geeft tot een marginaal toetsingsrecht van de rechter. Behoudens in geval van contractuele uitbreiding van het begrip of garanties in de koopovereenkomst zelf, kan bedrog of fraude binnen de doelvennootschap zelf, die niet het werk is van een contractspartij (maar bijvoorbeeld van het management) of die niet met het oog op de koopovereenkomst werd begaan, op zichzelf genomen geen aanleiding geven tot nietigverklaring (hoofdbedrog) en/of schadevergoeding (incidenteel bedrog).

Interessant is te noteren dat in een aantal gerapporteerde transacties de limiet op de totale transactiewaarde (100 %) werd gelegd. Deze transacties vormen echter duidelijk de uitzondering.

D. Bescherming van vergoedingsaanspraken van de koper

Een koop-verkoopovereenkomst bevat klassiek een aantal mechanismen die de koper van aandelen moeten verzekeren dat hij een verhaalsobject zal hebben wanneer hij later schadevergoeding zou moeten vorderen vanwege de verkopers.

Een eerste betalingsstructuur die de koper beschermt, is deze van de uitgestelde betaling. De afgesproken prijs wordt niet in één betaling (bijvoorbeeld bij de ondertekening of de closing) voldaan aan de verkoper. De verkoper ontvangt doorgaans een eerste betaling bij ondertekening of closing en de verdere schijven worden betaald op tussen partijen afgesproken latere tijdstippen. Deze techniek biedt het voordeel dat, indien er een probleem met de onderneming blijkt te zijn, de koper nog een stuk van de koopprijs onder zich heeft zodat hij zeker is dat hij minstens via dat kanaal vergoed kan worden voor de geleden schade. Deze techniek wordt minder vaak gebruikt dan kon worden verwacht.

In het kader van onze bevraging bleek dat slechts in minder dan 29 % van de transacties werd gebruikgemaakt van het systeem van de uitgestelde betaling of de betaling in schijven.

Een tweede techniek is gebaseerd op het gebruik van de zogeheten 'escrow'-rekening. Dit is een rekening die doorgaans onder dubbele handtekening wordt geopend en waarop een deel van de koopprijs wordt gestort. De partijen voorzien contractueel hoe en waar de 'escrow'-rekening dient te worden geopend, onder welke voorwaarden gelden van deze rekening kunnen worden gehaald en hoe en wanneer de rekening wordt opgeheven. De finaliteit van de 'escrow'-rekening is vergelijkbaar met deze van de uitgestelde betaling. Voor de verkoper biedt zij echter de geruststelling dat de koper de betrokken bedragen effectief dient op tafel te leggen en er dus geen solvabiliteitsrisico rijst voor deze bedragen⁽³⁴⁾.

Het is opvallend dat van deze techniek in de aan ons gerapporteerde transacties meer wordt gebruikgemaakt dan van de uitgestelde betaling.

Concreet bleek dat in ruim 35 % van de transacties met een 'escrow'-rekening werd gewerkt.

De koper kan bedingen dat de verkoper een vorm van zekerheid of garantie stelt zodat de koper zeker is dat zijn schadevergoedingsaanspraken zullen worden gehonoreerd. Deze zekerheid zal zich dan meestal vertalen in een bankgarantie⁽³⁵⁾. De bevraging leert echter dat dit de minst gebruikte techniek is om financieel comfort te bieden aan de koper.

Slechts in 25 % van de gerapporteerde transacties werd van de techniek van de bankgarantie gebruikgemaakt.

De reden voor dit beperkte succes in koop-verkoopsituaties is wellicht de kostprijs van de bankgarantie. In tegenstelling tot de 'escrow'-rekening bijvoorbeeld, kost een bankgarantie alleen geld. Een 'escrow'-rekening heeft het voordeel dat het in escrow

34. Zie voor een bespreking van de 'escrow'-rekening in het kader van M&A bijvoorbeeld : J. VAN LANCKER, "De Escrow Agreement in het kader van overnameovereenkomsten", *V&F* 1998, p. 137-326.

35. Zie met betrekking tot bankgaranties op afroep onder meer : D. DE MAREZ, "De beoordeling van het beroep op een bankgarantie op eerste (gemotiveerd) verzoek", *A.J.T.* 2000-2001, p. 320-327; en C. CAUFFMAN, "Enige bedenkingen bij de bankgarantie op eerste verzoek", noot onder Bergen 8 april 2002, *T.B.B.R.* 2001, p. 341-347.

geplaatste bedrag voor de ganse duurtijd van de escrow tenminste interesten kan opbrengen die aan de partijen ten goede kunnen komen.

We hebben verder bekeken of er met betrekking tot het gebruik van dit soort technieken een nuttig onderscheid kan worden gemaakt op basis van de transactiewaarde. Hiertoe hebben we geen onderscheid gemaakt tussen de uitgestelde betaling, het gebruik van een 'escrow'-rekening of een vorm van zekerheid of garantie (zoals de bankgarantie). Ieder van deze technieken beoogt immers hetzelfde doel, namelijk het bieden van een zekerheid aan de koper dat zijn schadevergoedingsaanspraken tegenover de verkoper zullen worden gehonoreerd.

Uit de bevraging blijkt eerder verrassend dat de transactiewaarde in dit kader geen doorslaggevend belang heeft. Voor transacties tot een bedrag van 10 mln euro blijkt in ruim 27 % van de gevallen te zijn gebruikgemaakt van één van deze technieken. Dit percentage ligt iets hoger (32 %) voor transacties met een waarde tussen 10 mln en 100 mln euro. Bij de transacties waarvan de waarde 100 mln euro overschreed, daalde dit percentage tot 26 %.

VI. NIET-CONCURRENTIEVERPLICHTINGEN - VERBOD VAN AFWERVING

Een vaak voorkomende vraag van de koper is dat hij beschermd zou worden tegen concurrentie van de verkoper. De vrees bestaat immers dat de dag na de closing de verkoper in een andere context meewerkt aan concurrerende activiteiten en via die weg al de cliënteel afsnoept van de overgenomen onderneming. Om dit risico te ondervangen, voorzien overnameovereenkomsten vaak in een niet-concurrentieverplichting in hoofde van de verkoper⁽³⁶⁾.

De bevraging leert dat in niet-concurrentieverplichtingen voorzien wordt in haast drie vierde van de gerapporteerde transacties (74 %). Wat de duurtijd van deze verplichting betreft, geldt een mediaan van 36 maanden. Opvallend is tevens dat in 35 % van de gerapporteerde transacties aan de niet-naleving van de niet-concurrentieverplichting een forfaitaire schadevergoeding wordt gekoppeld. In de gerapporteerde transacties gold hiervoor als mediaan een bedrag van 250.000 euro.

Nauw aansluitend bij de niet-concurrentieverplichting is er het niet-afweringsbeding. Dit beding verbiedt de verkoper om gedurende een zekere periode werknemers en vaak ook consultants of leveranciers van de verkochte onderneming af te werven.

In 67 % van de gerapporteerde transacties was in een niet-afweringsbeding voorzien in de overnameovereenkomst. Ook hier gold een duurtijd van 36 maanden als mediaan. In 27 % van de gevallen werd hieraan een forfaitaire vergoeding gekoppeld. Op dit vlak gold 250.000 euro klaarblijkelijk als een veelvuldig gebruikt niveau (doch was strikt gezien niet de mediaan).

VII. TOEPASSELIJK RECHT - RECHTSKEUZE

In alle gerapporteerde transacties werd in een uitdrukkelijke rechtskeuze voorzien. In het overgrote deel (92 %) werd Belgisch recht gekozen. Daarnaast kwamen Nederlands, Engels en Amerikaans recht het meeste voor.

36. Voor een bespreking van niet-concurrentieverplichtingen in het kader van aandelenovernames zie onder meer : C. GUYOT, "Les clauses de non-concurrence et de confidentialité dans les cessions d'actifs et d'actions", *D.A.O.R.* 2001, nr. 4, pp. 57-19; N. ULBURGHIS, "Het niet-concurrentiebeding in overnameovereenkomsten", *V&F* 1998, p. 99-108.

VIII. BEVOEGDE RECHTBANKEN - ARBITRAGE

Een opvallende vaststelling is dat arbitrage het duidelijk haalt van de gewone rechtbanken op het vlak van de geschillenbeslechting in verband met overnameovereenkomsten³⁷. Slechts in 42 % werd uitdrukkelijk geopteerd voor een bepaalde rechtbank, waar in 58 % in arbitrage werd voorzien.

Als Belgische rechtbanken worden gekozen, zal vaak (68 %) Brussel worden aangeduid. Alle andere Belgische rechtbanken zaten onder de 10 %.

Een vergelijkbare situatie treffen we aan bij arbitrage. Daar wordt in de overgrote meerderheid van de gevallen (80 %) geopteerd voor Cepina. In een beperkt aantal gevallen ging het om ad-hocarbitrage op basis van het Belgisch Gerechtelijk Wetboek (art. 1676 e.v.), Uncitral, ICC en het Nederlands Arbitrage Instituut.

Bij de gerapporteerde transacties werd in 54 % van de gevallen het Engels als proceduretaal gekozen. Daarna kwam het Nederlands (35 %) en tot slot het Frans (12 %).

Wat het aantal arbiters betreft, wordt in een overnamekader steevast gekozen voor 3 arbiters. Slechts uitzonderlijk voorzag een gerapporteerde overnameovereenkomst in slechts 1 arbiter.

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

IX. CONCLUSIE

De bevraging heeft tot een relatief duidelijk beeld geleid van de invulling die in de Belgische M&A-praktijk aan de diverse klassieke transactievariabelen wordt gegeven. Hoewel het niet gepast zou zijn om reeds van een echte Belgische M&A-index te spreken (daarvoor was de staalname vermoedelijk nog iets te beperkt) zijn er onmiskenbaar duidelijke tendensen. Met de hulp en medewerking van M&A-specialisten hopen we deze bevraging in de toekomst uitgebreider te herhalen.

37. Voor een algemene bespreking van arbitrage in het kader van overnameovereenkomsten zie bijvoorbeeld B. DEMEULENAERE, "Arbitrale bevoegdheids- en rechtsmachtaspecten in het kader van koop-verkoopovereenkomsten van aandelen", *T.P.R.* 1995, p. 439-463.

	Ja
1. GEBRUIK VAN INTENTIEBRIEVEN	
Voorafgaand aan de overnameovereenkomst werd een intentiebrief ondertekend.	75 %
2. ONDERHANDELINGSEXCLUSIVITEIT	
Er werd onderhandelingsexclusiviteit bedongen.	72 %
3. DUE DILIGENCE	
Er werd gebruikgemaakt van een 'data room'-procedure.	84 %
Er werd gebruikgemaakt van een geformaliseerde vraag- en antwoordprocedure.	60 %
De kandidaat overnemers mochten kopieën nemen van documenten uit de data room.	56 %
4. OPSCHORTENDE VOORWAARDEN	
De overnameovereenkomst bevatte opschortende voorwaarden.	
- Wanneer de transactiewaarde hoger lag dan 100 mln EUR.	100 %
- Wanneer de transactiewaarde tussen 10 mln EUR en 100 mln EUR lag.	81 %
- Wanneer de transactiewaarde minder dan 10 mln EUR bedroeg.	44 %
5. PRIJSAANPASSING	
De overnameovereenkomst voorzag prijsaanpassing op basis van :	
- 'closing accounts'.	35 %
- een 'earn-out'-formule.	10 %
6. ALGEMENE VERKLARINGEN EN GARANTIES	
In de overnameovereenkomst werden algemene verklaringen en garanties opgenomen.	100 %
De opgenomen algemene verklaringen en garanties hadden essentieel betrekking op een klassieke standaardlijst.	79 %
7. DISCLOSURES	
Alle 'data room'-documenten werden opgenomen als disclosure.	42 %
De documenten opgesteld in het kader van de vraag- en antwoordprocedure werden opgenomen als disclosure.	21 %
Er werd bij de overnameovereenkomst een 'disclosure letter' of 'disclosure schedules' opgenomen.	70 %
De overnameovereenkomst voorzag in specifieke disclosures.	81 %
Het 'due diligence'-rapport werd opgenomen als disclosure.	9 %
Publieke informatie werd aanvaard als disclosure.	44 %
8. BEPERKINGEN VERGOEDINGSPLICHT	
De vergoedingsplicht van de verkoper werd op algemene wijze beperkt in de tijd.	98 %
De vergoedingsplicht van de verkoper met betrekking tot aanspraken in volgende domeinen werd door een andere termijn beperkt :	
- Fiscaal recht	93 %
- Sociale zekerheid	75 %
- Sociaal recht	31 %
- Milieu	42 %
- Andere	27 %
De overnameovereenkomst voorzag een 'de minimis'-drempel per aanspraak.	79 %
Deze 'de minimis'-drempel werd beschouwd als franchise.	32 %

De overnameovereenkomst voorzag een aggregate 'de minimis'-drempel.	70 %
Deze aggregate 'de minimis'-drempel werd beschouwd als franchise.	38 %
De maximum aansprakelijkheid van de verkoper werd beperkt.	87 %
9. BESCHERMING VERGOEDINGSAANSPRAKEN	
De vergoedingsaanspraken van de koper werden beschermd :	
- via uitgestelde betaling of betaling in schijven.	29 %
- via escrow.	36 %
- via zekerheid of garantie.	25 %
10. NIET-CONCURRENTIE	
De overnameovereenkomst voorzag in een niet-concurrentieverplichting voor de verkopers.	74 %
Een forfaitaire schadevergoeding werd vastgesteld in geval van schending van de niet-concurrentieverplichting.	35 %
De overnameovereenkomst voorzag een niet-afwervingsverplichting voor de verkopers.	67 %
Een forfaitaire schadevergoeding werd voorzien in geval van schending van de niet-afwervingsverplichting.	27 %
11. TOEPASSELIJK RECHT EN BEVOEGD FORUM	
De overnameovereenkomst bepaalde dat het Belgisch recht erop van toepassing is.	92 %
Er werd in arbitrage voorzien voor geschillen die uit, of met betrekking tot, de overnameovereenkomst ontstaan.	58 %
Indien geopteerd werd voor geschillenbeslechting voor de gewone rechtbanken, werd een specifieke rechtbank als bevoegd aangeduid.	42 %
De overnameovereenkomst voorzag in een verplichte voorafgaande mediatieprocedure.	22 %