

Afrekeningsmechanismes bij het afronden van een bedrijfsovername

In onze vorige newsletter hebben we onder andere de bepaling van de ondernemingswaarde toegelicht, alsook de impact van cash en schulden bij het bepalen van de prijs van de aandelen in een bedrijfsovername. In deze publicatie gaan we dieper in op de mogelijke afrekeningsmechanismes.

Doel van een afrekeningsmechanisme

Bij een bedrijfsovername dient een afrekeningsmechanisme om de definitieve overnameprijs te bepalen die de Koper moet betalen om de aandelen van een vennootschap te verwerven.

Er zijn verschillende mogelijkheden om dit te doen en de uitkomst

kan verschillend zijn naargelang het gekozen mechanisme. Twee mechanismes worden algemeen aanvaard in de overnamewereld: “Completion Accounts” en “Locked Box”.



Completion Accounts mechanisme

In een Completion Accounts scenario wordt de berekening van de initiële overnameprijs gedefinieerd in het getekende overnamecontract (ook wel “Share Purchase Agreement” of “SPA” genoemd). De definitieve overnameprijs wordt echter pas berekend op basis van de cijfers van de vennootschap op het moment (dichtbij de datum) van Closing.

In het getekende overnamecontract worden onder andere de volgende elementen opgenomen:

- de principes volgens dewelke de Completion Accounts opgesteld dienen te worden
- welke partij (Koper of

Verkoper) de Completion Accounts dient op te stellen

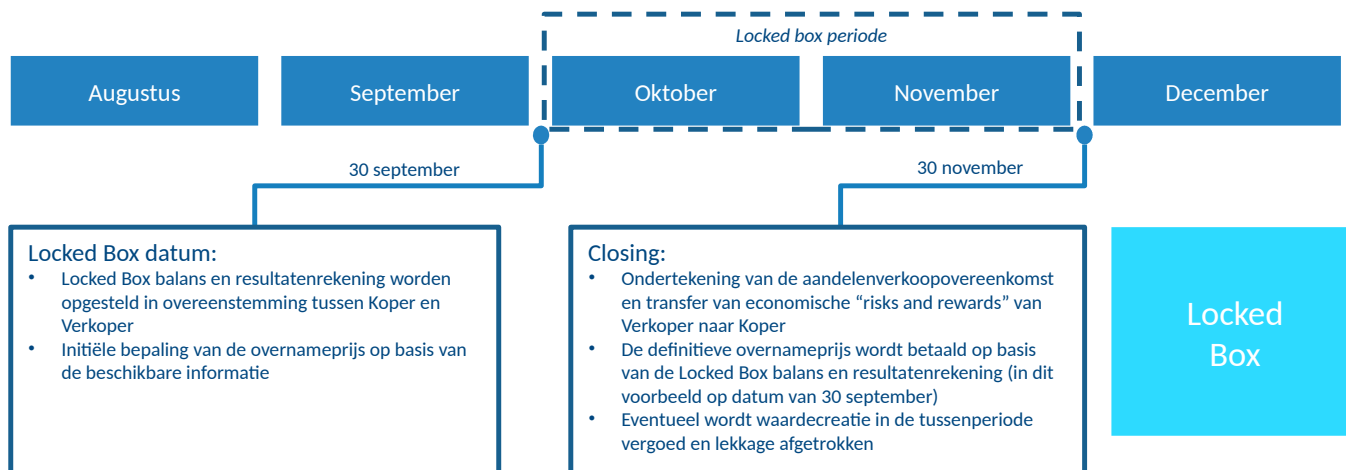
- hoeveel tijd deze partij hiervoor krijgt
- alsook hoeveel tijd de andere partij krijgt om de Completion Accounts te valideren.

In vaak voorkomende gevallen zal de Koper de Completion Accounts opstellen, aangezien deze partij op dat moment de eigenaar is van de onderneming en dus toegang heeft tot de nodige data.

Een groot voordeel van Completion Accounts is dat de mogelijkheid gegeven wordt om de initiële overnameprijs op een Euro-voor-

Euro basis aan te passen. Hierin ligt tegelijkertijd ook het grote nadeel aangezien belangrijke aanpassingen op de initiële overnameprijs vaak aanleiding geven tot tijdrovende discussies tussen Koper en Verkoper alsook voor onzekerheid zorgen omtrent het welslagen van de overname.

Onderzoek gevoerd door Grant Thornton toont aan dat het Completion Accounts mechanisme vaak aanleiding geeft tot disputen tussen Koper en Verkoper. In 10% van de gevallen leidt dit zelfs tot het inschakelen van een externe mediator.



Locked Box mechanisme

Bij een Locked Box mechanisme wordt de definitieve overnameprijs bepaald op basis van een historische balans van de vennootschap. De periode tussen de Locked Box datum en de datum van Closing wordt afgedekt door een contractuele bepaling in het overnamecontract waarbij wordt overeengekomen dat er gedurende deze periode geen waarde mag wegstromen uit de vennootschap.

Een belangrijk aandachtspunt bij een locked box mechanisme wordt "lekkage" (of "leakage") genoemd. Dit is een verzamelnaam voor acties die door de Verkoper genomen worden in de locked box periode en tot gevolg hebben dat de waarde van de onderneming daalt. Een voorbeeld hiervan is bijvoorbeeld het betalen van dividenden of management fees (tenzij in onderling overleg). Het bedrag van de vastgestelde leakage wordt typisch afgetrokken van de overeengekomen overnameprijs.

Vaak wordt in het overnamecontract ook "toegelaten lekkage" (of "permitted leakage") gedefinieerd. Dit zijn acties die geen prijscorrectie tot gevolg hebben.

Een ander belangrijk concept wordt "waardecreatie" (of "value accrual") genoemd. Hiermee worden de

resultaten van de vennootschap bedoeld die gegenereerd worden tussen de Locked Box datum (i.e. het moment waarop de Koper de facto eigenaar wordt) en de Datum van Closing (i.e. het moment waarop de overnameprijs betaald wordt). Aangezien de Verkoper in deze tussenperiode nog steeds het management van de vennootschap op zich neemt, zal hij ook aanspraak willen maken op de waardecreatie tijdens deze periode.

Voor het bepalen van de "waardecreatie" wordt in de praktijk vaak uitgegaan van de cash flow die de onderneming genereert in de periode tussen de Locked Box datum en de Datum van Closing. Alternatief kan gekozen worden om de overnameprijs te verhogen met een interest over de Locked Box periode.

Het bepalen van de Locked Box datum is van cruciaal belang. De periode tussen de Locked Box datum en de datum van Closing mag niet te kort zijn. Dit om de Verkoper voldoende tijd te geven om de Locked Box cijfers op te stellen en de Koper toe te laten deze grondig te analyseren. Anderzijds mag de periode ook niet te lang zijn aangezien dit aanleiding kan geven tot grotere discussies met betrekking tot leakage en value accrual. Algemeen wordt aangenomen dat een periode van twee à drie maanden is aangewezen.

Een voordeel van een Locked Box mechanisme is de hoge mate van zekerheid over de overnameprijs tussen Koper en Verkoper en dit vanaf een vroeg stadium in het overnameproces. Anderzijds wordt dit mechanisme niet aangeraden in omstandigheden waarbij de Koper slechts in beperkte mate due diligence kan uitvoeren. Dit aangezien deze methode weinig of geen mogelijkheden biedt om in de eindfase van het overnameproces materiële aanpassingen aan de overnameprijs door te voeren.

Onderzoek gevoerd door Grant Thornton toont aan dat het Locked Box mechanisme steeds vaker gebruikt wordt bij overnames in Europa. Zeker in verkooptrajecten met meerdere potentiële kopers. De voordelen van een Locked Box zijn o.a. het vermijden van tijd en inspanningen om Completion Accounts op te stellen alsook een hoge mate van zekerheid over de overnameprijs vóór datum van Closing.