



Vlaanderen
is ondernemen



Groeien door overname

gids voor overnemers

VLAIO

www.vlaio.be

Inhoud

1. Organisch groeien of via overnames	4
2. De verschillende stappen van het aankoopproces	4
3. Voorbereiding	5
4. Marktanalyse	7
5. Zoeken en benaderen van de target	8
6. Geheimhoudingsovereenkomst	9
6.1 Wat?	9
6.2 Waarom?	9
6.3 Aandachtspunten	10
7. Informatieverzameling	12
8. Waardebepaling en financieel plan	13
8.1 Financieel plan	13
8.2 Waarderingsmethoden	13
8.3 Case study 'Peeters NV'	17
8.4 Waarde versus prijs	22
9. Onderhandelingen	24
10. Intentieovereenkomst	25
10.1 Wat? Waarom?	25
10.2 Aandachtspunten	26
11. Due diligence (risico- en opportuniteitsanalyse)	28
11.1 Wat?	28
11.2 Waarom?	29
11.3 Aandachtspunten	30
12. Financiering	33
12.1 Klassieke financiering	33
12.2 Alternatieve financiering	34
13. Afronden aankooptransactie	37
14. Periode na overdacht	38
15. Lexicon	41

Voorwoord

Groeien door overname? Sluit toeval uit.

De voordelen van 'groeien door overname' zijn talrijk. Je koopt cashflow, ervaren werknemers, een bestaande productenportefeuille en dito klantenbestand. Allemaal waardevolle zaken die de prijs van de overname sturen. Maar blind kopen is zelden een goede aanpak.

Succesvolle overnemers komen goed voorbereid aan de onderhandelingstafel. Deze brochure geeft inzicht in de verschillende aspecten van het overnameproces. Aan de hand van vijf fasen, opgedeeld in 11 stappen, schetsen we een beeld van wat er moet gebeuren en wat daarbij de aandachtspunten zijn.

Deze leidraad biedt ondersteuning als je een overnamestrategie wil uitwerken of een beslissing wil nemen over overnamemogelijkheden die je tegenkomt. De voornaamste redenen waarom kandidaat-overnemers de zaak laten afspringen, zijn problemen met de waardering van de over te nemen onderneming en het moeilijk kunnen inschatten van het risico. Na de overname is de integratie van administratie en organisatie een belangrijk aandachtspunt. We hopen dat deze brochure helpt om tot onderbouwde beslissingen te komen. Als opwarmer geven we alvast vijf tips.

Tip 1: De cruciale criteria

Vanuit welke insteek wil je een bedrijf overnemen? Wil je jouw marktaandeel vergroten of juist een geheel nieuwe markt betreden? Ben je op zoek naar zeldzame werknemersprofielen? Wil je een bestaande infrastructuur die al beschikt over vergunningen die anders veel tijd zouden kosten? Om te vermijden dat je op verkeerde opportuniteiten ingaat, moet je goed nadenken over dit soort vragen en vooraf bepalen wat de essentie is van jouw investering.

Tip 2: Raadpleeg relevante informatiekanalen

Een afwachtende houding is zelden een efficiënte strategie. Doe je voordeel met de beschikbare en gebundelde kennis van banken, accountantskantoren, juristen en overnamebemiddelaars. Ook online zijn er verschillende platformen om je zoektocht te optimaliseren. Vergeet ook je eigen netwerk niet in te schakelen. Vaak komen uitzonderlijke kansen uit onverwachte hoek.

Tip 3: Neem je tijd voor de kennismaking

Een grondige due diligence is geen snelheidsrace. Het is een belangrijk proces dat tijd en brede expertise vergt. Welke contracten, financieringen en eventuele juridische procedures zijn lopende? Zijn alle vergunningen in orde? Wie zijn de sleutelpersonen? Inzicht verwerven vanuit al deze invalshoeken doe je best niet alleen; je laat je hierin best bijstaan.

Tip 4: Bepaal de waarde

Een bedrijf heeft voor elke kandidaat-koper een andere waarde. Elk voor- en nadeel impliceert een 'make or buy' beslissing. De geldende basisregels zijn slechts een startpunt. De overdrager zal doorgaans vertrekken vanuit een opgemaakte waardebepaling. Zorg dat je over overtuigende argumentatie beschikt voor de onderhandelingen die van daaruit vertrekken.

Tip 5: Laat je bijstaan

Onderhandelen is een kunst op zich. Ervaren overnamebegeleiders vergroten je kans op succes en sturen gesprekken richting een contract zonder valkuilen. Voor familiale bedrijfsoverdracht spelen er naast juridische en economische factoren vaak nog andere elementen en gevoeligheden. Proactief mogelijke scenario's schetsen, one-to-one en groeps gesprekken zijn dan erg zinvol. Ook hiervoor zijn er verschillende gespecialiseerde partners.

1. Organisch groeien of via overnames

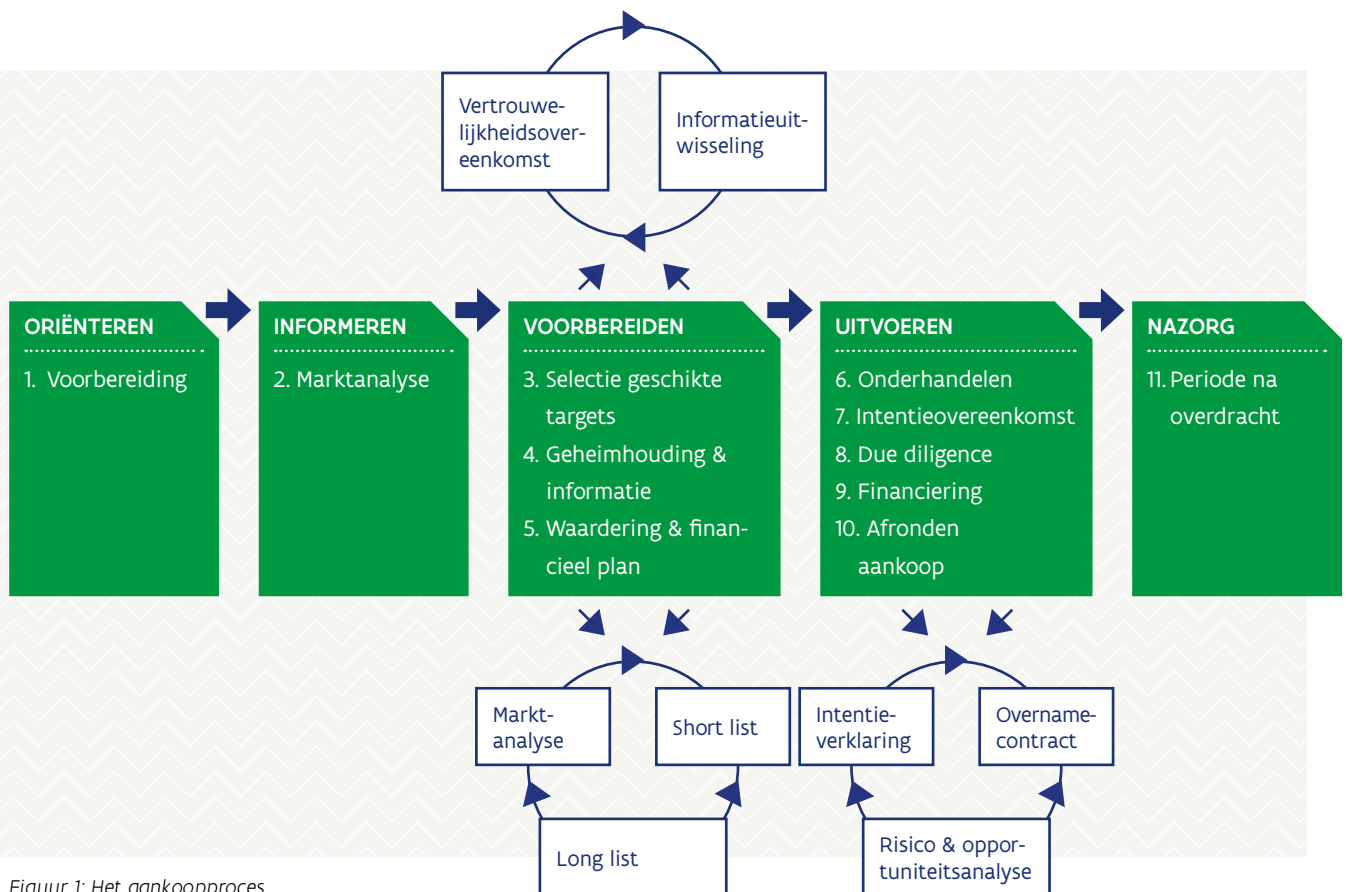
De keuze tussen organisch groeien en overname als groeistrategie is een afweging van diverse factoren. Een bedrijf met voldoende eigen groeipotentieel kan wel degelijk zelfstandig uitgroeien tot een speler van formaat, zonder overnames uit te voeren. Bovendien is het management van interne groei een stuk eenvoudiger en de risico's hieraan verbonden beperkter.

De groeiperspectieven zijn echter niet altijd even bemoedigend in elke sector en de concurrentie zit ook niet stil. Voldoende schaalgrootte en een volledig, complementair aanbod zijn zelden uitsluitend op eigen kracht te bereiken. Vaak kost het vele jaren voordat het eigen merk voldoende gekend is in de markt of er zijn verschillende barrières die een instap in een nieuwe markt bemoeilijken. Doorgedreven groei vraagt ook steeds meer personeel met specifieke competenties en ervaring die niet eenvoudig te vinden zijn. Een overname kan hiervoor een oplossing bieden, maar brengt wel een hoger risico met zich mee. Het

is een uitdaging die veel managementaandacht kan opsorpen. Vooral de integratie van twee organisaties, met hun eigen processen en culturen, is niet evident en vereist een grondige voorbereiding, uitwerking en opvolging. De potentiële synergieën zijn vaak doorslaggevend in de keuze voor groei door middel van overnames.

2. De verschillende stappen van het aankoopproces: een schematisch overzicht

Een overnameproces neemt doorgaans enkele maanden tot een jaar, soms zelfs langer, in beslag. De nodige tijdspanne varieert sterk en is vooral afhankelijk van de verkoper en de bevindingen in de due diligence (risico- en opportuïteitsanalyse). Onderstaande figuur geeft een overzicht van de verschillende fasen van het aankoopproces.



Figuur 1: Het aankoopproces

3. Voorbereiding

Alvorens je een overname overweegt als groeistrategie voor jouw onderneming, moet je eigen onderneming er zelf klaar voor zijn. Een grondige voorbereiding is een noodzakelijke eerste fase in het aankoopproces om een succesvolle overname mogelijk te maken.

Om te beginnen zijn een degelijke interne organisatie en een sterk management essentieel als basis om de overgenomen entiteit te sturen en te integreren in de bestaande structuur. Professionele rapportering naar het management toe is eveneens cruciaal. Zo hou je als overnemer de vinger aan de pols van de bestaande activiteiten en kan je het ook toepassen bij de aangekochte activiteiten. Dit biedt diverse voordelen zoals een kortere reactietijd op interne en externe perikelen, de mogelijkheid om synergievoordelen uit de overname concreet te becijferen en een vlottere zoektocht naar financiering te verwezenlijken.

Verder is de financiële draagkracht van de onderneming een essentiële factor voor het welslagen van een overname. Het belang hiervan neemt toe met de mate waarin de overname met schulden wordt gefinancierd. Banken en andere financiers zullen erop toezien dat de onderneming voldoende liquide middelen genereert om de aangegane leningen terug te betalen. Maar bovenal dient de overname en de hiermee gepaard gaande timing te passen in de uitgestippelde strategie van het bedrijf.

De belangrijkste beweegredenen om als onderneming te opteren voor een overname zijn de versnelde groei en de synergieën die hiermee gepaard gaan. Nieuwe producten en markten komen zo in het vizier (horizontale groei) en de onderhandelingspositie tegenover klanten en leveranciers wordt versterkt. Door een overname in een andere niche, sector of van een buitenlandse concurrent moet je als overnemer ook niet vanaf nul beginnen en kan je bouwen op bestaande klanten, ervaren werknemers, materiaal, een gevestigd merk, Bovendien vormt de combinatie van de kennis en vaardigheden in beide entiteiten vaak een basis voor nieuwe marktopportunities. De waardecreatie die hiermee beoogd wordt, is vaak de voornaamste beweegreden, maar biedt ook een uitdaging aan de ondernemer.

De geschiedenis van de target kan ook nadelen hebben. Een balans overladen met schulden, een negatieve reputatie of zelfs gerechtelijke claims kunnen op een overname wegen. Zeker bij dergelijke scenario's is goed advies cruciaal om het risico te beperken. Verder heeft de huidige zaakvoerder vaak een nauwe band met klanten en leveranciers die in het geval van een overname mogelijk in het gedrang komt. Uiteraard hebben deze elementen hun weerslag op de overnameprijs.

De voornaamste criteria om een overname-investering uit te voeren zijn:

- **In lijn zijn met de strategie** - Past deze overname wel in de strategie van de onderneming? Gaat de onderneming voor focus of verbreding van het productengamma en wordt dit met deze transactie bereikt? Worden de missie en het doel van de onderneming gerealiseerd op die manier?
- **Eigen inbreng** - Heeft de onderneming voldoende eigen middelen ter beschikking om te investeren in deze overname? De eigen inbreng reflecteert het risico dat een onderneming bereid is te nemen en eveneens het vertrouwen in de slaagkansen van het project. Bovendien maakt een lage eigen inbreng een onderneming heel wat conjunctuurgevoeliger. Hoewel de noodzaak aan eigen inbreng sectorspecifiek is, geldt er evenwel een algemeen minimum van 10 %, maar in regel ligt de grens veel hoger, nl. tussen 20 en 40 %.
- **Individueel of met partner**
- **Meerderheid- of minderheidspositie** - Zijn de overnemer en de overlater bereid om de totaliteit of slechts een minderheid van de aandelen over te dragen? In het tweede geval wordt dit eerder gezien als een financieel of strategisch partnerschap.
- **Sector** - De overnemer kan kiezen voor (i) een pure sectorgenoot, om te focussen op de mogelijke operationele synergieën, (ii) een sectorgenoot actief in een ander segment, om het aanbod te verbreden met zowel operationele synergieën als een zekere diversificatie voor ogen of (iii) een

onderneming uit een nieuwe sector om zo het risicoprofiel van de onderneming te matigen en/of een activiteit met een sterke winstgevendheid of groeipotentieel te verkrijgen.

- **Personeelsleden, de grootte van het bedrijf** - De grootte van de target en de overnameprijs moeten een haalbare kaart zijn voor de overnemer, zowel op management als op financieel gebied. In sectoren waar goed gekwalificeerd personeel broodnodig en moeilijk te vinden is, kan een overname ook gedreven zijn door de zoektocht naar ervaren werknemers met de juiste competenties.
- **Geografisch** - De geografische match tussen de overnemer en de overlater is van groot belang in de realisatie van synergieën en de verwerving van marktaandeel in binnen- en buitenland. Enerzijds laat de combinatie van de twee ondernemingen binnen dezelfde regio toe om gemeenschappelijke kosten te schrappen en versterkt dit de lokale marktpositie. Anderzijds is de toegang tot buitenlandse markten vaak slechts mogelijk via een overname van een buitenlandse concurrent. Zo opent een dergelijke transactie de deuren naar nieuwe markten, met een bijkomend omzetspotentieel voor eigen producten als gevolg.
- **Overname van aandelen, handelsfonds of eenmanszaak** - Ga je over tot een aankoop van aandelen of tot een aankoop van (enkele) activa (asset deal)? Bij de aankoop van aandelen (share deal) gaan de aandelen van de desbetreffende target (gedeeltelijk over) naar de nieuwe eigenaar, en wordt de historiek meegenomen (risico). Bij de overdracht van een handelsfonds wordt een deel van de activa gekocht uit de target door de nieuwe eigenaar. Dit heeft tot gevolg dat de aandelen bij de oorspronkelijke eigenaar blijven. Een overdracht van handelsfonds kan zo ingevuld worden dat de overnemer de exploitatie volledig koopt, waardoor er in de overgebleven vennootschap geen operationele activiteit meer kan uitgeoefend worden. Als overnemer kan je de activa/bestandsdelen die je wenst over te nemen, kiezen ('cherry picking'). De verkoop van een eenmanszaak (zelfstandige) is in wezen gelijk-

aardig als een overdracht van een handelsfonds. Hieraan zijn echter wel belangrijke fiscale gevolgen aan verbonden voor de verkoper, afhankelijk van de gebruikte structuur (verkoop of inbreng in vennootschap). Bij een inbreng in de overnemende vennootschap, is er bovendien nog de keuze tussen een belastingvrije of belastbare inbreng. De keuze voor de verkoopwijze met de meest optimale fiscale gevolgen hangt sterk af van de aanwezigheid van onroerende goederen en goodwill in de eenmanszaak.

- **Met of zonder medewerking van verkoper** - Eenmaal de target is overgenomen, kan de verkoper nog enkele jaren actief in de onderneming participeren om zo de bestaande klantenportfolio aan zich te binden en de werknemers van de target op een geleidelijke manier kennis te laten maken met de eigen bedrijfscultuur.

Afhankelijk van de complexiteit van het aankoopproces, kan je als overnemer een beroep doen op de expertise van één of meerdere adviseurs. De adviseur kan een deel of het hele proces begeleiden om zo jouw belangen te verdedigen en de aankoop tot een goed einde te brengen. Het is heel belangrijk om duidelijke afspraken en contracten te maken met de adviseurs over de gewenste prijs (of prijsvork), de vorm en het voorwerp van de transactie, in welke tijdspanne je dit wenst af te ronden alsook de verschillende aspecten die de adviseur voor je zal behandelen. De mate waarin je gedurende het hele proces de confidentialiteit van de potentiële transactie wenst te vrijwaren, zal ook jouw keuze voor een adviseur beïnvloeden.

4. Marktanalyse

De marktanalyse wordt uitgevoerd op markt- en op ondernemingsniveau.

Op marktniveau wordt de externe omgeving geanalyseerd. Het gaat hier om externe elementen die een directe impact hebben op de organisatie:

- welke spelers opereren binnen ieder segment
- welke zijn de aangeboden producten
- welke regelgeving is van toepassing op de sector

Vervolgens worden, op basis van de markttendensen van de voorbije jaren, de groeimogelijkheden en toekomstperspectieven ingeschat.

Op ondernemingsniveau wordt de interne organisatie geanalyseerd. Deze analyse omvat 3 pijlers:

- **Verkoop**

Eerst wordt nagegaan op welke wijze de producten de markt bereiken: het verkoopapparaat en de organisatie ervan spelen immers een doorslaggevende rol voor het verkoopsucces. Ook de prijszetting en productsamenstelling zijn aspecten die de nodige aandacht vereisen om de gewenste doelgroep te kunnen benaderen.

- **Productie**

Het productieproces is een tweede belangrijke pijler waarbij rekening moet gehouden te worden met het verschil tussen automatisering en manuele arbeid. Een geautomatiseerde productiecycclus verhoogt immers de productiviteit en kwaliteit. Ook de controle en opvolging van de fabricatiestatus wordt d.m.v. automatisering sterk vereenvoudigd. Verder moet er een analyse gebeuren van de leeftijd van de installaties om een correcte inschatting te kunnen maken van de resterende levensduur. Ten slotte moet onderzocht worden of de focus op de productiefactor kapitaal of arbeid (kapitaal vs. arbeidsintensief) ligt.

- **Onderzoek & ontwikkeling**

Een laatste aandachtspunt betreft de focus op vernieuwing. Dit kan zowel de ontwikkeling van een volledig nieuw of een beduidend vernieuwend product, proces, dienst of concept omvatten. Innovatie is een actueel topic aangezien de vooruitgang van onze welvaart en ons welzijn bepaald wordt door de mate waarin de bedrijven in staat zijn om nieuwe technologieën en nieuwe businessmodellen toe te passen.



5. Zoeken en benaderen van de target

Uiteraard is de identificatie en selectie van het juiste overnametarget een belangrijk proces. Op basis van een overnameprofiel wordt een lijst met potentiële overnamekandidaten (long list) samengesteld. Vervolgens wordt de haalbaarheid van een transactie met de mogelijke targets beoordeeld, waarna een selecte groep van overnamekandidaten (short list) wordt weerhouden.

Enmaal de target geselecteerd is, moet deze op gepaste wijze benaderd worden. Je kan kiezen voor de directe benadering en je rechtstreeks richten tot het overnametarget. Om redenen van discretie en omwille van de ervaring, wordt echter vaak geopteerd voor een adviseur tussen beide partijen. Hierdoor beschik je als koper over een zekere buffer wanneer

de transactie misgaat, omdat je gedurende het hele proces anoniem blijft. In een internationale context is de zoektocht naar geschikte targets des te moeilijker. Hier kan een adviseur met een internationaal netwerk een grote hulp zijn. Daarnaast kunnen het Flanders Investment & Trade (FIT), sectorbeurzen op lokaal en internationaal niveau en de lokale ambassades nuttige bronnen zijn om potentiële buitenlandse targets te onderscheiden.

Zowel bij nationale als internationale overnames is het belangrijk om als koper een one-to-one relatie te bedingen. Dit impliceert dat de verkoper geen parallelle onderhandelingen mag starten of verderzetten met andere potentiële kopers.



6. Geheimhoudingsovereenkomst

Omdat tijdens een overnametransactie, en in het bijzonder tijdens het uitvoeren van een risico-en opportuniteitsanalyse, vertrouwelijke informatie over de vennootschap wordt vrijgegeven, zal de verkoper een geheimhoudingsovereenkomst met de kandidaat koper willen afsluiten. En dit vooraleer enige informatie wordt uitgewisseld.

6.1 Wat?

In een geheimhoudingsovereenkomst wordt vastgelegd dat de informatie die het voorwerp uitmaakt van de geheimhoudingsplicht niet zal worden verspreid en/of gebruikt voor een ander doel dan de toegestane doeleinden. Door het ondertekenen van de geheimhoudingsovereenkomst zal de informatieverkrijger (in casu de kandidaat koper) zich er toe verbinden om de verkregen informatie enkel en alleen aan te wenden voor het doel waarvoor het werd verschaft, d.i. een inschatting maken van de voorgenomen transactie.

Partijen kunnen opteren om een afzonderlijke overeenkomst op te stellen of om de clause met betrekking tot de geheimhoudingsverplichting in een breder geformuleerde overeenkomst op te nemen, zoals in een exclusiviteitsovereenkomst of in een letter of intent.

De geheimhoudingsverplichting kan geformuleerd worden als een wederkerige verplichting, waarbij zowel de verkoper als de kandidaat koper zich verbinden om de vertrouwelijke informatie vertrouwelijk te houden, of als een eenzijdige verbintenis in hoofde van de overnemer.

In het geval van een asset deal zijn de partijen bij de geheimhoudingsovereenkomst de vennootschap zelf, als eigenaar van de activa/passiva, en de overnemer. In het geval van een share deal zijn er drie partijen betrokken bij de geheimhoudingsovereenkomst; (i) de aandeelhouders, als eigenaars van het verkochte goed, d.i. de aandelen, (ii) de overnemer en (iii) de target zelf. De informatie wordt immers voornamelijk in het belang van de target vrijgegeven. Omdat de target rechtstreeks partij is bij de geheimhoudingsovereenkomst, beschikt de target over een eigen, rechtstreeks

vorderingsrecht ten opzichte van de overnemer. Bij een overname van een eenmanszaak zijn de partijen de zelfstandige verkoper en de kandidaat-koper.

Een geheimhoudingsovereenkomst heeft geen vaste vorm maar bevat in het algemeen bepalingen over: (i) de definitie van vertrouwelijke informatie, (ii) het verbod op openbaarmaking en misbruik van informatie, (iii) het niet afweringsbeding, (iv) de sanctie bij niet naleving, (v) de duur en (vi) het toepasselijk recht.

Deze punten beschrijven we hieronder.

6.2 Waarom?

Door het sluiten van de geheimhoudingsovereenkomst wil de verkoper vermijden dat de kandidaat koper de informatie die hij verkrijgt tijdens de onderhandelingen en in het bijzonder tijdens het uitvoeren van een due diligence, misbruikt.

De verkoper geeft immers tijdens de onderhandelingen en de due diligence vertrouwelijke informatie over het feit dat onderhandelingen worden gevoerd, de inhoud van de onderhandelingen, de identiteit van de partijen, de activiteit van de onderneming, de leveranciers en klanten, het personeel, de productieprocessen en know-how, prijzen en marges. Voor de verkoper is dit uiterst gevoelige informatie.

Een geheimhoudingsovereenkomst zal de verkoper indekking bieden tegen kopers die ter kwade trouw zijn en louter een due diligence willen uitvoeren om vertrouwelijke informatie over de leveranciers en klanten, prijzen en marges te bemachtigen. Zo zou de koper, op basis van de verkregen informatie, op zijn beurt zijn contracten met zijn leveranciers of klanten kunnen (her)onderhandelen. Het is evident dat een verkoper zich tegen dit gevaar zal indekken. Ook het feit dat effectief onderhandelingen worden gevoerd moet vertrouwelijk gehouden worden. Indien op de markt uitlekt dat onderhandelingen worden gevoerd, kan dit immers de relaties die de verkoper heeft met andere partijen, zoals klanten en leveranciers, beïnvloeden. Dit kan dan weer een invloed hebben op de onderhandelingspositie van de verkoper.

Een zorgvuldige verkoper zal er dan ook voor zorgen dat een geheimhoudingsovereenkomst met de koper wordt afgesloten vóór het verstrekken van de informatie.

6.3 Aandachtspunten

6.3.1 Definitie vertrouwelijke informatie

In de geheimhoudingsovereenkomst moet de informatie die het voorwerp uitmaakt van de geheimhoudingsplicht gedefinieerd worden. De omschrijving van de vertrouwelijke informatie kan gebeuren door het geven van een limitatieve opsomming of door het geven van een algemene omschrijving. In de meeste gevallen zal een algemene definitie worden gegeven, waarna uitzonderingen worden gemaakt.

Niet alle informatie die verstrekt wordt aan een kandidaat koper is vertrouwelijk. Informatie die publiek toegankelijk is (bv. gepubliceerde jaarrekeningen, informatie die via het internet te vinden is) of die publiek verspreid is, zal uitgesloten worden en niet beschouwd worden als vertrouwelijke informatie.

De verkoper, en dus de informatieverschaffer, zal het begrip “vertrouwelijke informatie” zo ruim mogelijk trachten te definiëren zodat zeker geen risico wordt genomen.

6.3.2 Verbod op openbaarmaking en misbruik van de vertrouwelijke informatie

Door het afsluiten van een geheimhoudingsovereenkomst wordt het gebruik van de verkregen informatie beperkt. Enerzijds zal in de geheimhoudingsovereenkomst het verbod worden opgenomen om de vertrouwelijke informatie aan enige derde kenbaar te maken (verspreidingsverbod), anderzijds zal de verkregen informatie door de kandidaat koper slechts mogen worden aangewend voor het doel waarvoor het ter beschikking werd gesteld (gebruiksverbod).

Op het verspreidingsverbod wordt vaak een uitzondering voorzien in het geval de potentiële koper de verkregen informatie moet meedelen in het kader van een gerechtelijke procedure of dit verplicht is bij wet. Het is gebruikelijk dat in dit geval wordt voorzien

dat de verkoper op de hoogte wordt gesteld van het verzoek tot openbaarmaking en dat beide partijen overleg plegen over de openbaar te maken informatie.

Naast het verspreidingsverbod zal de kandidaat koper doorgaans ook een gebruiksverbod moeten respecteren. De verkrijger van de informatie zal de informatie immers slechts mogen aanwenden voor het doel waarvoor het ter beschikking werd gesteld. In het kader van een overnametransactie zal dit doel erin bestaan zich een oordeel te kunnen vormen over de haalbaarheid van de transactie. Het is daarom van belang het doel expliciet in de geheimhoudingsovereenkomst te omschrijven. Door het sluiten van de geheimhoudingsovereenkomst wordt vermeden dat de verkregen informatie wordt misbruikt voor commerciële (contacten met klanten, leveranciers of concurrenten) of andere doeleinden (afwerven personeel).

6.3.3 Niet-afwervingsbeding

Een niet-afwervingsbeding wordt vaak expliciet in de geheimhoudingsovereenkomst opgenomen. Als koper wens je immers zicht te hebben op het personeel dat in de doelvennootschap tewerkgesteld is en wil je een inschatting te maken van de personeelskosten (loon, voordelen, ...). Je zal dan ook informatie hierover vragen en verkrijgen. De verkoper zal te allen tijde willen vermijden dat de ontvanger van de informatie de verkregen informatie aanwendt om werknemers van de verkoper af te werven. Dit kan hij doen door het opnemen van een niet-afwervingsbeding in de geheimhoudingsovereenkomst.

6.3.4 Sanctie bij schending

De effectieve bescherming van de vertrouwelijke informatie vereist dat de verkoper de nodige stappen kan ondernemen om inbreuken te voorkomen of te remediëren.

Op grond van het gemene recht (artikel 1134 BW.) heeft een benadeelde partij recht op schadevergoeding die bestaat in het verlies dat de benadeelde partij heeft geleden en de winst die zij heeft moeten derven (artikel 1149 BW.) voor zover dit verlies en de gederfde winst voorzienbaar waren ten tijde van het aangaan van de overeenkomst (artikel 1150 BW.).



In de praktijk zal het voor de verkoper niet eenvoudig zijn om de schade te bewijzen en te begroten. Welke schade lijdt de vennootschap als vertrouwelijke informatie uitlekt naar een concurrent? Welke impact zal het uitlekken van informatie met een negatieve invloed op het imago van de vennootschap hebben? Om deze reden zal de verkoper in de geheimhoudingsovereenkomst een forfaitair schadebeding willen opnemen. Hierdoor wordt bij een inbreuk op de geheimhoudingsovereenkomst het forfaitair bedrag dat opgenomen werd in het schadebeding onmiddellijk opeisbaar, zonder dat de benadeelde partij enig verlies moet bewijzen en onverminderd het recht om een hogere vergoeding te eisen indien de in werkelijk geleden schade hoger is. De kandidaat koper zal, in tegenstelling tot de verkoper, wel een beding willen opnemen waardoor de verkoper de werkelijk geleden schade zal moeten bewijzen.

6.3.5 Duur

In tegenstelling tot een overeenkomst van bepaalde duur, kan een overeenkomst van onbepaalde duur steeds eenzijdig worden opgezegd, mits het in acht nemen van de contractueel bedongen opzeggingstermijn – of bij afwezigheid daarvan - een redelijke opzeggingstermijn. De effectiviteit van een geheimhoudingsovereenkomst vereist bijgevolg dat deze van bepaalde duur is en niet vroegtijdig kan beëindigd worden.

De geheimhoudingsplicht zal tijdens de duur van de onderhandelingen tot een tijd na het afsluiten van de transactie moeten duren. De effectieve duur van de geheimhoudingsverplichting is afhankelijk van de activiteiten van de doelvennootschap. In het geval de vennootschap actief is in een snel evoluerende markt waar informatie snel verouderd of publiek toegankelijk is zal de duur korter zijn dan in het geval de doelvennootschap actief is in een minder snel evoluerende markt of er specifieke know-how aanwezig is.

6.3.6 Toepasselijk recht – bevoegde rechtbank

In internationale transacties zal het van belang zijn om het toepasselijk recht en de bevoegde rechtbank op voorhand te bepalen in het geval er geschillen zouden rijzen.

6.3.7 100 % waterdicht?

In de praktijk zal het voor een verkoper niet evident zijn om een schadevergoeding te verkrijgen bij het vaststellen van een inbreuk op de geheimhoudingsovereenkomst. Zoals hierboven opgenomen zal de benadeelde verkoper geconfronteerd worden met de moeilijkheid om (i) de inbreuk in hoofde van de potentiële koper en (ii) de omvang van de schade te bewijzen. Deze bewijslast is vaak heel zwaar.

7. Informatieverzameling

Na de selectie wordt er zoveel mogelijk informatie verzameld over de target. De belangrijkste informatie wordt ontvangen in de vorm van een informatiememorandum, een uitgeschreven totaalvoorstelling van de onderneming. Deze kan pas na ondertekening van de geheimhoudingsovereenkomst worden ingekeken. Dit document bevat informatie m.b.t. de historiek, de activiteit, de markt waarin de onderneming actief is, de organisatie van de onderneming, evenals uitgebreide financiële informatie. Hiermee krijg je als koper een inzicht in de situatie van het bedrijf en kan je de target beoordelen alsook een inschatting maken van de mogelijke overnameprijs. Bij de opstart van een dossier zijn er een aantal elementen onmisbaar. We sommen ze hieronder op:

- **Historiek:** Een samenvatting van het bedrijfsprofiel waarin de belangrijkste strategische keuzes en expansies worden uitgelegd. De belangrijkste zaken worden hierin weergegeven en vaak wordt ook een motivatie geformuleerd om het bedrijf over te nemen.
- **Activiteiten:** Een overzicht van de specialiteiten en de markt waarin de onderneming opereert, de orderflow, de voornaamste klanten en leveranciers, een verdeling van de omzet en eventueel behaalde certificaten.
- **Sterkte-zwakteanalyse:** Een analyse van de sterktes, zwaktes, opportuniteiten en kansen van de onderneming.
- **Merkpositionering:** Beschrijving van de markt en de toekomstverwachtingen, het marktaandeel en de doelstellingen.
- **Organisatie & management:** Omschrijving van de dagelijkse leiding, bedienden en arbeiders, als ook hun specifieke bevoegdheid en anciënniteit. De hiërarchische structuur wordt duidelijk via een organogram. Ook de regeling van de pensioenen, de arbeidsvoorwaarden en de verschillende locaties kunnen onder dit luik vallen.
- **Sales & marketing:** Analyse van omzetevoluties, reclame-inspanningen, de prijszetting van het productengamma en de werking en organisatie van het verkoopteam.
- **Onderzoek & ontwikkeling:** Een overzicht van de belangrijkste innovaties van de afgelopen jaren, mogelijk aangevuld met bestaande patenten en een ruwe omschrijving van de huidige onderzoeksdomeinen.
- **Infrastructuur & machinepark:** Beschrijving van terreinen, gebouwen, machines, installaties en rollend materieel en de geschatte waarde ervan, alsook het niveau van automatisering in de productie of ontwikkeling van diensten.
- **Historisch cijfermateriaal:** Dit omvat jaarrekeningen van de laatste drie tot vijf jaar, een overzicht van de geplande investeringen, een vermelding van de brutomarges en de structurele kosten, een voorstelling van de vermogensstructuur en kredieten, en eventueel enkele ratioanalyses.
- **Strategie & businessplan:** Bij dit onderdeel worden de toekomstige mijlpalen uitgestippeld en een overzicht gegeven van de financiële gegevens. Op deze cijfers baseert de koper zich om tot een eerste prijs te komen.
- **Gerichte info voor beoordeling synergieën:** Gedetailleerde info omtrent de winstgevendheid per vestiging, productiemethoden, logistiek, ...

8. Waardebepaling en financieel plan

8.1 Financieel plan

Het financieel plan geeft een gedetailleerd overzicht van de nodige financiële bronnen en van de behoeften tijdens de eerste twee exploitatiejaren van de vennootschap. Of m.a.w. hoeveel geld er nodig is om de overname te realiseren en welke inkomsten hier tegenover staan. Het financieel plan maakt deel uit van het businessplan, waarin de operationele haalbaarheid en de strategie van de target, na overname, zijn uitgewerkt.

Een financieel plan kan opgesteld worden vanuit diverse invalshoeken, zowel vanuit een optimistisch, pessimistisch als realistisch perspectief. Hierbij worden o.a. de omzetevolutie en brutomarge, alsook de recurrente kosten en opbrengsten geanalyseerd. Ook wordt de verhouding tussen eigen en externe inbreng toegelicht. De grootte van de eigen inbreng is, samen met de totale terugbetalingscapaciteit en mogelijke waarborgen, vaak de doorslaggevende factor in het al dan niet toekennen van een bancaire overnamekrediet. De aflossingen van een overnamekrediet kunnen volgens verschillende formules gebeuren: (i) degressief, vaste kapitaalaflossingen met intrestbetalingen op het uitstaande bedrag, (ii) mensualiteiten, vaste terugbetaling per maand of (iii) bullet, één enkele kapitaalaflossing op het einde van de looptijd met intrestbetalingen.

Uit de analyse blijkt of het overnametarget voldoende cashflow zal genereren om de investeringskredieten terug te betalen. Idealiter wordt een overname binnen de vijf à zeven jaar afgelost. De terugbetalingscapaciteit is dus een belangrijk aandachtspunt binnen het financieel plan.

Bovendien geeft het financieel plan de overnemer een beeld van de levensvatbaarheid en het geschatte rendement van het project. Dit kan leiden tot een wijziging van de oorspronkelijke strategie of zelfs de teloorgang van de transactie.

Verder is een financieel plan opstellen verplicht wanneer de overname gebeurt door middel van een nieuw opgerichte besloten vennootschap (BV).

Bij faillissement binnen de 3 jaar na oprichting, zal het financieel plan opgevraagd worden bij de notaris. Indien hieruit blijkt dat het aanvangsvermogen onvoldoende was om de eerste 2 jaar te overbruggen, dan is de oprichtersaansprakelijkheid van toepassing. Dit betekent dat je persoonlijk instaat voor alle schulden die je vennootschap heeft.

8.2 Waarderingsmethoden

Er bestaat geen 'perfecte' waarderingsmethode. Er bestaan echter een veelheid aan methoden die elk hun waarde kunnen hebben in specifieke situaties. Een opdeling kan gemaakt worden tussen statische (substantiële waarde) en dynamische (verdisconteerde kasstroom en multiples) methoden. Er bestaan geen vaste regels om te bepalen wanneer welke methode gebruikt moet worden. Veel hangt af van de drivers van de ondernemingswaarde. Zo zal de balansbenadering van de substantiële waarde meer gepast zijn bij de waardering van een patrimoniumvennootschap, terwijl de DCF-methode meer comfort zal geven bij de waardering van een exploitatievennootschap. Steunen op één waarderingsmethode zal een eenzijdig en onvolledig beeld geven van de onderneming. In elk geval primeert een grondige kennis van de onderneming (activiteit(en), organisatie, financiële cijfers, ...).

Een waardering is geen prijsbepaling, maar is richtinggevend voor een regeling tussen de aandeelhouders van de onderneming. De waarde van een onderneming is het resultaat van een berekening volgens een bepaalde waarderingsmethode. De prijs is het resultaat van de onderhandelingen tussen de verschillende partijen.

Er kan dus een aanzienlijke afwijking optreden tussen de waarde die volgt uit de waarderingsoefening en de eigenlijke prijs waarvoor de aandelen van de onderneming verkocht worden. Het verschil tussen beide kan het gevolg zijn van externe omstandigheden die afwijken van de uitgangspunten van de waardering of van subjectieve overwegingen gemaakt door een koper of verkoper waarmee in de berekeningen geen rekening kan gehouden worden. Tijdens de onderhandelingen zal de waardebepaling voor een groot deel

de uitgangspositie van de koper bepalen. Hieronder bespreken we de drie meest courante waarderingsmethoden:

- De substantiële waarde (netto-actiefwaarde, boekwaarde of intrinsieke waarde)
- De verdisconteerde kasstroom (Discounted Cash Flow)
- De multiples methode

8.2.1 Substantiële waarde

Bij deze waarderingsmethode wordt het succes van een onderneming weerspiegeld in haar vermogen om activa te vergaren. Omdat de aanwezige activa het bedrijf toelaten een inkomen te genereren, kan hieruit de waarde van de onderneming worden afgeleid.

De substantiële waarde kan het best worden omschreven als de boekwaarde van het eigen vermogen, gecorrigeerd in functie van de bedrijfseconomische of -marktwaarde van de verschillende balansposten. De identificatie en correctie van ondergewaardeerde activa en overgewaardeerde passiva kan de eigen vermogenswaarde vergroten en vice versa.

Mogelijke correcties naar bedrijfseconomische of -marktwaarde in + of - zijn:

Activa

- Immateriële vaste activa: eliminatie van niet meteen verkoopbare activa zoals goodwill.
- Materiële vaste activa: een correctie van de boekwaarde naar de marktwaarde van gebouwen, ...
- Financiële vaste activa: een correctie van de boekwaarde naar marktwaarde van participaties, ...
- Voorraad: is er over- of onderwaardering van de voorraad?
- Handelsvorderingen: zijn er niet-inbare handelsvorderingen?
- Zijn er overtollige activa (niet gebruikt voor bedrijfsdoeleinden)?

Passiva

- Sociaal passief: zijn er voldoende voorzieningen voor pensioenen, bonussen, ... ?
- Milieupassief: zijn er voldoende voorzieningen voor bodemsanering, ... ?
- Zijn er voldoende voorzieningen voor de negatieve impact van sommige contracten, hangende claims, ... ?

De verschillende correcties zullen aanleiding geven tot latente belastingen, die ook in rekening gebracht zullen worden.

We merken op dat deze methode het voordeel biedt dat de berekeningswijze relatief gemakkelijk is, maar op geen enkele manier rekening houdt met het toekomstige rendement dat de activa zullen genereren.

8.2.2 Verdisconteerde kasstroom

De onderliggende gedachte hier is dat aan de hand van de kasstromen het potentieel van een onderneming (naar de toekomst toe) bepaald kan worden. Dit is zeker het geval bij een kmo, aangezien deze ondernemingen meestal gekocht worden met het oog op de toekomstige realisatie van 'cashvoordelen', die groter zijn dan het op dit moment geïnvesteerde bedrag.

Concreet worden de toekomstige vrije kasstromen geschat op basis van het verleden of het opgestelde budget (zie 8.1 financieel plan). Vervolgens worden deze kasstromen geactualiseerd. Deze methode kan opgedeeld worden in vijf stappen:

1. Het berekenen van de genormaliseerde operationele kasstroom op basis van rendementgegevens van de laatste drie boekjaren of de gebudgetteerde resultaten voor de komende boekjaren.
2. Het bepalen van de vrije operationele kasstroom door het verwerken van de wijzigingen in de behoefte aan bedrijfskapitaal en de jaarlijkse vervangings- en uitbreidingsinvesteringen.

3. Het berekenen van de gemiddelde vrije operationele kasstroom.
4. Het berekenen van de huidige waarde van de toekomstige jaarlijkse vrije operationele kasstromen.
5. De nettorendementswaarde wordt verkregen door:
 - De som te maken van de geactualiseerde jaarlijkse vrije operationele kasstromen, samen de bruto rendementswaarde van de onderneming;
 - Vervolgens wordt deze bruto rendementswaarde verhoogd met de netto-kas.

Er wordt dus met andere woorden rekening gehouden met veranderende toekomstige opbrengstenstromen (kasstromen).

Het nadeel van deze methode is de moeilijkheidsgraad en de behoefte aan een grote hoeveelheid gegevens. In het geval van een waardering op basis van een financieel plan komt hierbij nog dat de gemaakte veronderstellingen moeilijk te kwantificeren zijn (toekomstige kasstromen kunnen onmogelijk exact bepaald worden, de juiste kapitalisatievoet, ...).

8.2.3 Multiples methode

Bij de multiples methode betaalt een koper niet meer dan wat anderen betalen voor gelijkaardige bedrijven. Er wordt een vergelijking gemaakt op basis van omzet, EBIT en EBITDA met gelijkaardige beursgenoteerde bedrijven of overnametransacties.

Ook hier bestaat het proces uit vijf stappen:

1. Het berekenen van de genormaliseerde maatstaf (omzet, EBIT of EBITDA) op basis van rendementsgegevens van de laatste boekjaren, gecorrigeerd voor uitzonderlijke, niet-recurrerende posten.
2. Het berekenen van de gewogen gemiddelde maatstaf die als standaard dient voor de toekomst.

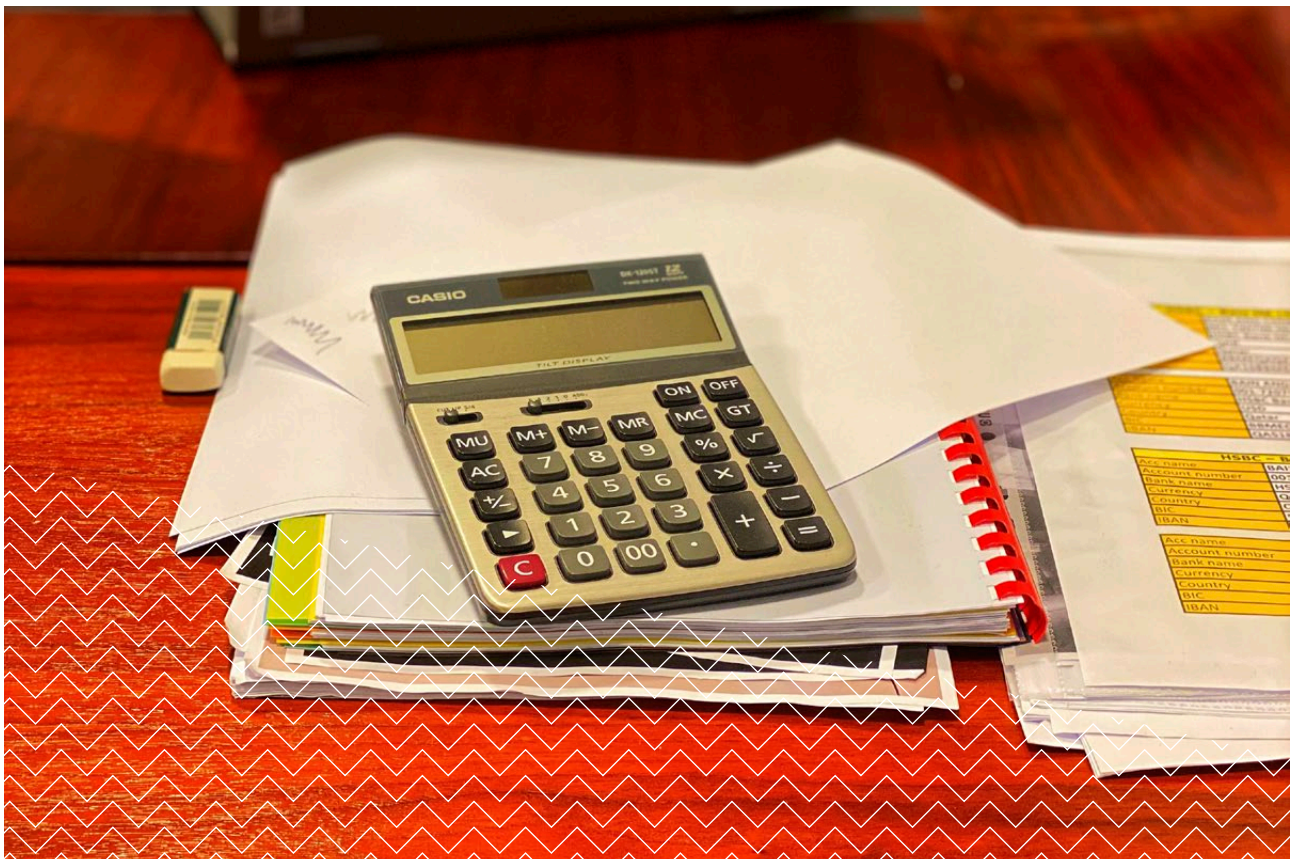
3. Het berekenen van een multiple op basis van een selectie van beursgenoteerde bedrijven die opereren binnen dezelfde sector. Aangezien de liquiditeit van de aandelen ten opzichte van deze beursgenoteerde bedrijven verschillend is, dienen de multiples gecorrigeerd te worden met een discount. Deze discount varieert doorgaans tussen 15 en 25%.
4. Bepaling van de bruto multiple waarde door de maatstaf te vermenigvuldigen met de multiple.
5. De netto multiple waarde verkrijgt je door de bruto multiple waarde te verhogen met de nettokas- of schuldpositie van de onderneming.

Let wel, de multiple uit stap drie is een multiple op basis van selectie van beursgenoteerde bedrijven die opereren binnen dezelfde sector. Indien geen gelijkaardige beursgenoteerde bedrijven gevonden kunnen worden, kunnen ook multiples uit gerealiseerde transacties met gelijkaardige doelondernemingen gebruikt worden.

Een tekortkoming van deze methode is de moeilijkheid om quasi-identieke bedrijven te vinden en de betrouwbaarheid van deze multiples. Naast de gangbare maatstaven worden soms ook sectorspecifieke multiples toegepast (vb. aantal ingenieurs).

Samengevat kunnen de drie waarderingmethoden als volgt worden weergegeven:

	Principe	Voordelen	Nadelen
Substantiële waarde	“Ik betaal niet meer dan de werkelijke waarde van de activa & passiva.”	▲ Eenvoudige methode	▼ Toekomst wordt niet in acht genomen
Verdisconteerde kasstroom	“Ik betaal niet meer dan de actuele waarde van de toekomstige cash flows – rekening houdend met het bijhorende risico om ze te realiseren.”	▲ De methode houdt rekening met de toekomst	▼ Veel variabelen: discontovoet, investeringen ...
Multiples methode	“Ik betaal niet meer dan wat anderen betalen voor gelijkaardige bedrijven.”	▲ Marktconform ijkpunt	▼ Moeilijk om vergelijkbare bedrijven te vinden ▼ Transactie multiples vaak niet beschikbaar en/of betrouwbaar



8.3 Case study 'Peeters NV'

8.3.1 Voorstelling van het bedrijf

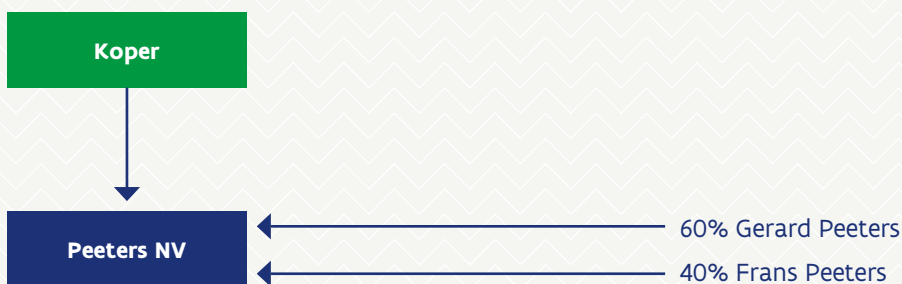
Profiel

Peeters NV, gevestigd te Gent, is een kmo gespecialiseerd in de vervaardiging en de distributie van tuinmeubelen. Deze tuinmeubelen, die bestaan uit aluminium en teak, worden enkel in de Benelux op de markt gebracht. De onderneming kan rekenen op een ervaren en bekwaam team van 51 werknemers, ondersteund door een modern machinepark. Het klantenbestand is heel divers omdat er zowel op particulieren als op de bedrijfswereld gefocust wordt. De nodige materialen en grondstoffen worden verstrekt door twee verschillende leveranciers. Peeters NV is in volle eigendom van Dhr. Francis en Gerard Peeters.

Historiek

De onderneming werd in 1978 opgericht door Dirk Peeters, vader van twee zonen nl. Gerard en Francis Peeters. Al gauw werkte hij met een twintigtal voltijdse werknemers. Eerst werd enkel aan particulieren geleverd om daarna ook op bedrijven toe te spitsen. In 1982 sloot de onderneming haar eerste contracten af met Garden Invest NV, een gevestigde waarde binnen de tuinmeubelindustrie.

Kort daarop volgde de aankoop van drie nieuwe machines en in 1992 werd de productieruimte vergroot door de aankoop van een tweede gebouw. Na een succesvolle carrière besloot Dhr. Peeters om in 1994 zijn zaak aan zijn oudste zoon Gerard Peeters over te laten. Na enkele jaren ervaring in de meubelindustrie besliste zijn andere zoon, Frans Peeters, om in 1998 eveneens in het familiebedrijf te stappen. De twee zonen vormen de leiding van het bedrijf met een verhouding van 40/60. Beide bestuurders hebben elk een dochter die geen interesse heeft in de verdere opvolging van de familiezaak, waardoor op termijn op zoek moet worden gegaan naar een overnemer zoals hieronder schematisch weergegeven.



Figuur 2: Aandeelhouderschap Peeters NV

Kerncijfers en ratio's

Op basis van de historische balans en resultatenrekening van Peeters NV werden onderstaande kerncijfers en ratio's opgesteld.

Historische ratio's	201X-3	201X-2	201X-1	201X
E BIT (in K€)	4.231	4.269	4.173	3.976
ERBITDA (in K€)	5.470	5.557	5.474	5.071
Brutomarge	37,1%	41,9%	43,1%	34,1%
Bedrijfskapitaalbehoefte (in K€)	14.305	18.593	16.430	17.440
Bedrijfskapitaalbehoefte in % omzet	72%	103%	94%	88%
Aantal dagen klantenkrediet	41,8	88,1	74,2	83,2
Aantal dagen voorraad grondstoffen en handelsgoederen	369,2	432,8	457,5	376,6
Aantal dagen leverancierskrediet	55,9	35,9	28,4	47,6
Current ratio	1,8	1,9	3,3	3,1
Solvabiliteit EV/TV	42,15%	46,02%	62,84%	62,49%
Solvabiliteit EV/VV	72,87%	85,26%	169,14%	166,59%
Schuldgraad (Fin. Schulden / EV)	104,64%	102,38%	48,60%	42,57%
Schuldgraad (Fin. Schulden / TV)	44,11%	47,12%	30,54%	26,60%
Evolutie omzet	-	91%	97%	113%
Netto rentabiliteit eigen vermogen	25%	20%	17%	19%
Personeel in FTE	63,00	58,00	54,00	51,00

Eerst en vooral worden EBIT, EBITDA en de brutomarge weergegeven. Zoals eerder aangehaald spelen zowel EBIT als EBITDA een belangrijke rol bij de waardering van een onderneming (zie 8.2.3 Multiples methode).

De brutomarge fluctueert tussen 34 % en 43 % en strandt in 201X op het laagste niveau van de voorbije 3 jaar. Hier kan in de praktijk onderzocht worden indien er zich uitzonderlijke omstandigheden hebben voorgedaan, waardoor de brutomarge significant gezakt is ten opzichte van 201X-1. Indien dat het geval is, zullen deze gecorrigeerd worden.

Ten tweede wordt de bedrijfskapitaalbehoefte, gevolgd door het aantal dagen klantenkrediet, aantal dagen voorraad en aantal dagen leverancierskrediet, besproken. Deze ratio's laten toe de liquiditeit van de vennootschap te bespreken. De bedrijfskapitaalbehoefte, ook wel werkkapitaal genoemd, wordt als volgt berekend:

<p>Bedrijfskapitaalbehoefte = Voorraad + handelsvorderingen + andere vorderingen – leveranciersschulden – andere schulden.</p>

Ook de current ratio heeft betrekking op de liquiditeitspositie van een onderneming. Wanneer deze groter is dan 1, betekent dit dat de onderneming in staat is om aan zijn kortetermijnbetalingsverplichtingen te voldoen.

Uit de solvabiliteit en de schuldgraad kan worden besloten dat Peeters NV zich in 201X-3 en 201X-2 iets meer met vreemd vermogen financierde dan met eigen vermogen. In 201X-1 en 201X is er echter iets meer eigen vermogen dan vreemd vermogen aanwezig in de onderneming. Finaal kan nog opgemerkt worden dat de omzet gedurende het laatste jaar een opmerkelijke stijging vertoonde en 13 % steeg ten opzichte van 201X-1.

8.3.2 Resultaten waardering

Substantiële waarde

Substantiële waarde	
€ 000	
Boekwaarde 31/12/201X	14.635
Correcties actief	
Waarde R&D projecten	500
Meerwaarde gebouwen	11.500
Meerwaarde installaties, machines en uitrusting	2.500
Meerwaarde voorraden	1.000
Afwaardering debiteuren	-350
Totaal actief correcties	15.150
Correcties passief	
Saneringsverplichting	-500
Totaal passief correcties	-500
Belastinglatenties Activa (33,99% x 15.150)	-5.149
Belastinglatenties Passief (33,99% x -500)	170
Totaal latente belastingen	-4.980
Substantiële waarde	24.305

Bovenstaande tabel geeft de berekeningswijze weer om de waarde van de onderneming op basis van de substantiële waarde te berekenen. De waarde van de gebouwen werd bepaald door een schatter, de andere correcties werden meegeedeeld door Francis Peeters (R&D, voorraden, debiteuren, installaties en machines).

Uit het schattingsverslag blijkt ook dat de grond waarop de gebouwen gevestigd zijn, hoogstwaarschijnlijk verontreinigd werden door activiteiten van Peeters NV. Hierdoor dient een voorziening aangelegd te worden om de nodige saneringskosten te dekken.

Vervolgens wordt er op de totalen van actief en passief een belasting geheven (33,99 %). Het totaal aan latente belastingen wordt dan vermeerderd met de andere totalen en de boekwaarde op 31/12/201X om uiteindelijk tot de substantiële waarde te komen.

Verdisconteerde kasstromen (DCF)

WACC=8,64%								
€ 000	201X	201X+1	201X+2	201X+3	201X+4	201X+5	Perpetuïteit waarde	SOM
Operationele winst (EBIT)	3.976	4.705	4.516	4.343	4.427	4.517	4.517	31.000
Afschrijvingen	1.095	1.000	1.500	2.000	2.000	2.000	2.000	11.595
Operationele Cashflow (EBITDA)	5.071	5.705	6.016	6.343	6.427	6.517	6.517	42.595
Belastingen 33,99%	-1.351	-1.599	-1.535	-1.476	-1.505	-1.535	-1.535	
Investerings	-1.508	-1.500	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	
Verandering werkkapitaal	-1010	-1160	600	-1050	-52	-1805	0	
Vrije operationele kasstroom	1.202	1.446	3.081	1.817	2.870	1.177	2.982	14.573
Kapitalisatie							34.525	
Discountfactor	1	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64	0,64	
Actuele waarde	1.202	1.331	2.610	1.417	2.061	778	22.817	32.215

Ondernemingswaarde DCF	32.215
Netto financiële schuld	-6.406
Aandeelhouderswaarde DCF	25.809

Bovenstaande waarderingsmethode is gebaseerd op de vrije operationele kasstromen. Om deze te berekenen wordt eerst de operationele winst verhoogd met de afschrijvingen om tot de EBITDA te komen. Vervolgens wordt er rekening gehouden met belastingen, investeringen en de verandering in werkkapitaal wat resulteert in de vrije operationele kasstroom.

Wanneer je deze vrije operationele kasstromen verdisconteert tegen de gewogen gemiddelde vermogenskost (WACC), in dit geval 8,64 %, verkrijgt je de geactualiseerde ondernemingswaarde van Peeters NV. Wanneer rekening wordt gehouden met overtollige liquiditeiten en financiële schulden, in dit geval enkel financiële schulden, verkrijgt je de aandeelhouderswaarde.

Multiples methode

Bedrijf	Ondernemings- waarde (OW)	OW/Omzet	OW/EBITDA	OW/EBIT
	In miljoen EUR	201X	201X	201X
Bedrijf A	44 834.47	0,89x	6,36x	9,45x
Bedrijf B	6 290.63	0,53x	8,34x	9,21x
Bedrijf C	21 855.16	1,19x	8,17x	13,93x
Bedrijf D	1 574.68	0,11x	3,65x	5,78x
Bedrijf E	1 120.97	0,13x	5,03x	7,38x
Bedrijf F	28 357.99	0,32x	6,14x	6,04x
Bedrijf G	3 044.83	0,33x	6,10x	6,90x
	Gemiddelde	0,50	6,26	8,38
	Discount 25%	0,38	4,69	6,29

€ 000		Multiple Waardering	
		EBITDA	EBIT
Peeters (201X)		5.071	3.976
Correcties			
	Verkopen particulieren	-	-
	Huur magazijn	250	250
	Niet operationele uitgaven	100	100
	Bezoldiging echtgenote	100	100
Totaal correcties		450	450
Peeters (201X) - genormaliseerd		5.521	4.426
Marktmultiples @ discount		4,7x	6,3x
Ondernemingswaarde multiples		25.893	27.840
Netto financiële schuld		-6.406	-6.406
Aandeelhouderswaarde Multiples		19.487	21.434

Bij de multiples methode wordt eerst een “peer group” samengesteld van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven in Azië, de VS en Europa. Zoals weergegeven in de eerste bovenstaande tabel, zijn de “peer group” bedrijven in 201X gemiddeld gequoteerd aan 6,26 x EBITDA en 8,38 x EBIT. In vergelijking met beursgenoteerde bedrijven zijn de aandelen van Peeters NV echter niet zo vlot verhandelbaar. Gezien deze illiquiditeit van de aandelen, wordt een discount toegepast op de multiples. Na het toepassen van een discount van 25 %, komt dit neer op 4,7 x EBITDA en 6,3 x EBIT (afgerond).

Doordat Gerard Peeters een magazijn verhuurt aan Peeters NV tegen een te hoge prijs, dient er een correctie te gebeuren naar een meer marktconform tarief dat € 250.000 lager ligt. Ook voor het onderhoud en de herstellingen aan het vakantieverblijf van Francis Peeters diende er een correctie te gebeuren. Ten slotte diende de bezoldiging van de echtgenote van Gerard Peeters aangepast te worden naar een meer marktconform loon. Na het toepassen van deze correcties kan de EBITDA en EBIT vermenigvuldigd worden met de marktmultiples om uiteindelijk tot de ondernemingswaarde te komen.

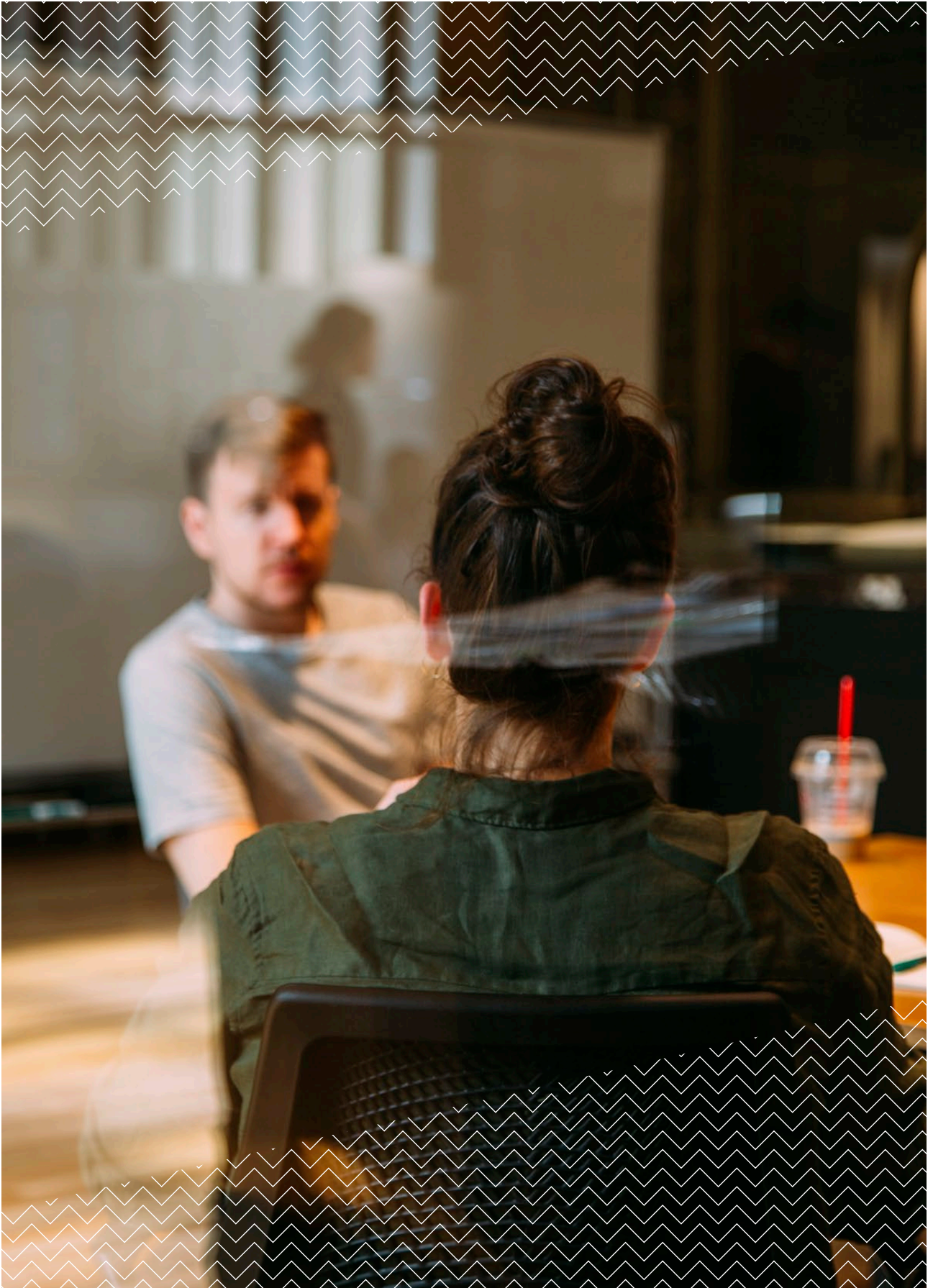
8.4 Waarde versus prijs

Er wordt algemeen gesteld dat de prijs van de transactie zelden gelijk is aan de waarde van de onderneming. Het verschil tussen beiden kan het best als volgt worden omschreven:

- De waarde is het resultaat van de berekeningen uitgevoerd volgens de hierboven weergegeven methodes.
- De prijs is het gevolg van onderhandelingen tussen verschillende partijen en wordt op zijn beurt sterk beïnvloed door het algemene kader waarbinnen deze onderhandelingen gevoerd worden.

De beste overnameprijs wordt bereikt wanneer beide partijen ervan overtuigd zijn dat ze tot de juiste prijs zijn gekomen. Bij de overdracht van een onderneming zal een waardebeoordeling door zowel koper als verkoper gebeuren, grotendeels in functie van objectieve criteria zoals de besproken waardeeringsmethoden. Vaak spelen er echter ook subjectieve criteria, zoals bij familiale opvolging. Het verschil in waarde dat tussen koper en verkoper wordt verdeeld is afhankelijk van:

- Alternatieven voor partijen, vraag & aanbod
- Onderhandelingspositie van de partijen
- Tijdstip van transactie



9. Onderhandelingen

Onderhandelen is een constante activiteit doorheen het overnameproces. Alvorens over te gaan tot het opstellen van de intentieovereenkomst, moet er onderhandeld worden over de essentiële bestanddelen van de overname. Worden de aandelen of bepaalde activa overgenomen? Welk percentage van de aandelen wordt overgenomen?

De prijsbespreking is ook een belangrijk deel van het onderhandelingsproces. De prijs die uiteindelijk zal worden betaald, hangt af van de onderhandelingen tussen koper en verkoper, die elk vanuit een andere invalshoek de cijfers benaderen. Zo zal de koper vooral naar de toekomst kijken, terwijl de verkoper eerder oog zal hebben voor het verleden.

Ook de betalingsmodaliteiten spelen een belangrijke rol. De betaling kan cash gebeuren, maar ook een earn-out of een vendor loan behoort tot de mogelijkheden. Bij een earn-out heeft de verkoper, naast het basisbedrag, recht op een bijkomende vergoeding wanneer een bepaalde prestatie werd verwezenlijkt, terwijl een vendor loan een gedeeltelijke uitgestelde betaling is waar de verkoper een rentevergoeding op vraagt.

Indien de verkoper aanwezig wenst te blijven in het kapitaal van de gecombineerde entiteit en de koper hiervoor open staat, kan de transactie tevens geheel of gedeeltelijk in aandelen van deieder worden uitbetaald. Zeker als de koper niet over voldoende financieringscapaciteit beschikt, kan deze optie overwogen worden. In vele gevallen bestaat de betaling uit een combinatie van deze opties.

De uiteindelijke uitkomst van de due diligence kan ook nog een invloed hebben op de finale prijs. Bij een overname moet ook de overdracht van het management en stakeholders worden besproken. Bedrijven leunen vaak zwaar op retentiebonussen voor het vasthouden van talent aangezien deze essentieel zijn voor het verdere succes van de onderneming. Uit onderzoek¹ blijkt dat in bijna twee derde (62 %) van

de afgeronde fusies, overnames of afsplitsingen in de afgelopen drie jaar gebruik werd gemaakt van een retentieprogramma.

Andere belangrijke aandachtspunten zijn de huurlasten van de target, het al dan niet openbaar maken van de dataroom en de aanwezigheid van een bankgarantie: duur, intrest en aflossingen.

Omdat je als koper bij een overdracht van aandelen integraal het risico draagt, is het van groot belang om je maximaal in te dekken tegen de risico's verbonden aan de overname en waterdichte garanties te eisen van de verkoper dat hij zal instaan voor de negatieve gevolgen van handelingen uit het verleden. Zo zal je als koper niet willen instaan voor de negatieve gevolgen van lopende of hangende claims. Om de activiteiten in de toekomst te beschermen, zal je als koper ook een uitgebreid niet-concurrentiebeding proberen te bekomen. De verkoper zal echter zijn risico willen beperken door zo weinig mogelijk garanties te geven voor mogelijk negatieve gevolgen op basis van handelingen uit het verleden en proberen om bepaalde negatieve aspecten uit de garanties te laten en ze te disclosen. In dat geval worden ze in de overeenkomst of in een afzonderlijk document opgenomen waardoor ze, afhankelijk van de afspraak tussen partijen, geen voorwerp meer kunnen uitmaken van een schadevergoeding. De verkoper zal ook wensen dat bepaalde waarborgen die hij in het verleden heeft gegeven (bijvoorbeeld voor het verkrijgen van een lening), door de koper worden overgenomen. Om zijn risico verder te beperken, zal de verkoper ontslag en kwijting als bestuurder wensen. Ook zal hij een beperkt niet-concurrentiebeding wensen, om zo zijn opties als ondernemer naar de toekomst open te houden. Daarom moet de overeenkomst verklaringen en waarborgen bevatten. Hierbij is transparantie tijdens de onderhandelingen essentieel.

Het is in elk geval van belang wie de pen vasthoudt bij de opmaak van de contracten. Deze partij zal een eerste aanzet kunnen geven over de richting waarnaar de tekst kan evolueren: agressief of evenwichtig?

¹ Mercer Survey of M&A Retention and Transaction Programs: <http://www.mercer.com/press-releases/bedrijven-leunen-zwaar-op-bonussen-bij-fusies-en-overnames>

10. Intentieovereenkomst

10.1 Wat? Waarom?

Op een bepaald tijdstip in de onderhandelingen wordt jouw interesse als koper concreter. Vooraleer verdere stappen te ondernemen is het zowel voor jou als voor de verkoper nuttig om deze interesse in een verklaring of een verbintenis vast te leggen, de intentieverklaring of intentieovereenkomst.

De intentieverklaring is een geschrift dat vaak om verschillende redenen tussen de partijen wordt opgesteld tijdens de precontractuele fase (vier modaliteiten). In de intentieverklaring kunnen de (i) afspraken omtrent het verdere verloop (o.a. timing) en de voorwaarden, zoals exclusiviteit, van de onderhandelingen worden vastgelegd, (ii) partijen kunnen er ook voor opteren slechts het voornemen om te onderhandelen of de (iii) voorlopige balans van de reeds gevoerde onderhandelingen in de intentieverklaring op te nemen en de reeds bereikte (iv) resultaten (bv. waarderingsmethode) waarover wilsovereenstemming bestaat schriftelijk vast te leggen.

Verschiedende termen zijn mogelijk zoals memorandum of understanding, heads of agreement, letter of understanding, termsheet, agreement in principle, memorandum of intent, points of reference e.d. In de praktijk worden deze begrippen voortdurend door elkaar gebruikt.

Het staat partijen geheel vrij om de inhoud van de intentieverklaring te bepalen. Het is wel van belang dat partijen de rechtsgevolgen van de intentieverklaring steeds voor ogen houden. De inhoud van de intentieverklaring zal sterk afhankelijk zijn van het stadium waarin de onderhandelingen gevorderd zijn.

In het algemeen kunnen we twee soorten intentieverklaringen onderscheiden. Ten eerste zijn er de intentieverklaringen die het voornemen om onderhandelingen te voeren en afspraken omtrent het verdere verloop bevatten (o.a. timing, exclusiviteit, vertrouwelijkheid, organisatie van het due diligence onderzoek). Ten tweede kunnen in de intentieverklaring ook de reeds bereikte resultaten van de onderhandelingen worden opgenomen waarover al wilsovereenstemming be-

staat (bv. waarderingsmethode, prijs, beperkingen van de aansprakelijkheid van de verkoper).

De intentieverklaring kan zijn neergelegd in een eenzijdige verklaring die van de ene partij, de kandidaat koper, naar de andere partij wordt gestuurd, maar kan evengoed worden opgenomen in een intentieovereenkomst die door beide partijen wordt ondertekend.

Er bestaat nogal wat discussie over het bindend karakter van de intentieovereenkomst. Ondernemers vergelijken de intentieovereenkomst met het alternatief, nl. niets op papier zetten en geen enkele garantie hebben, en zijn daarom van mening dat het beter is om iets op papier te hebben dan niets en zien het als een aanzet tot de vorming van een zakelijke relatie. Juristen daarentegen vergelijken de intentieovereenkomst met een volwaardig contract en beschouwen het als een minderwaardige tekst gezien het gebrek aan een "erkend" juridisch document tussen een verklaring en een contract. De rechtsgevolgen verbonden aan de intentieverklaring kunnen, naargelang wat contractueel wordt overeengekomen, variëren van een vrije, onverbindende gedachtewisseling tot bindende afspraken en soms zelfs een volledige overeenkomst. De vraag of al dan niet een bindende overeenkomst tot stand gekomen is, zal meestal pas rijzen in het geval van betwisting over de onrechtmatige beëindiging van de onderhandelingen. De verkoper zal er steeds naar streven het document zo bindend mogelijk op te stellen, terwijl de koper zich zo min mogelijk wenst te verbinden. Partijen zullen hierin een evenwicht moeten vinden.

Het opstellen van een intentieverklaring is een belangrijke fase van het onderhandelingsproces waarbij de nodige aandacht moet worden besteed aan de redactie zodat beide partijen zich comfortabel voelen en juridische zekerheid kan worden verworven.

10.2 Aandachtspunten

In de intentieverklaring worden het best onderstaande bepalingen opgenomen.

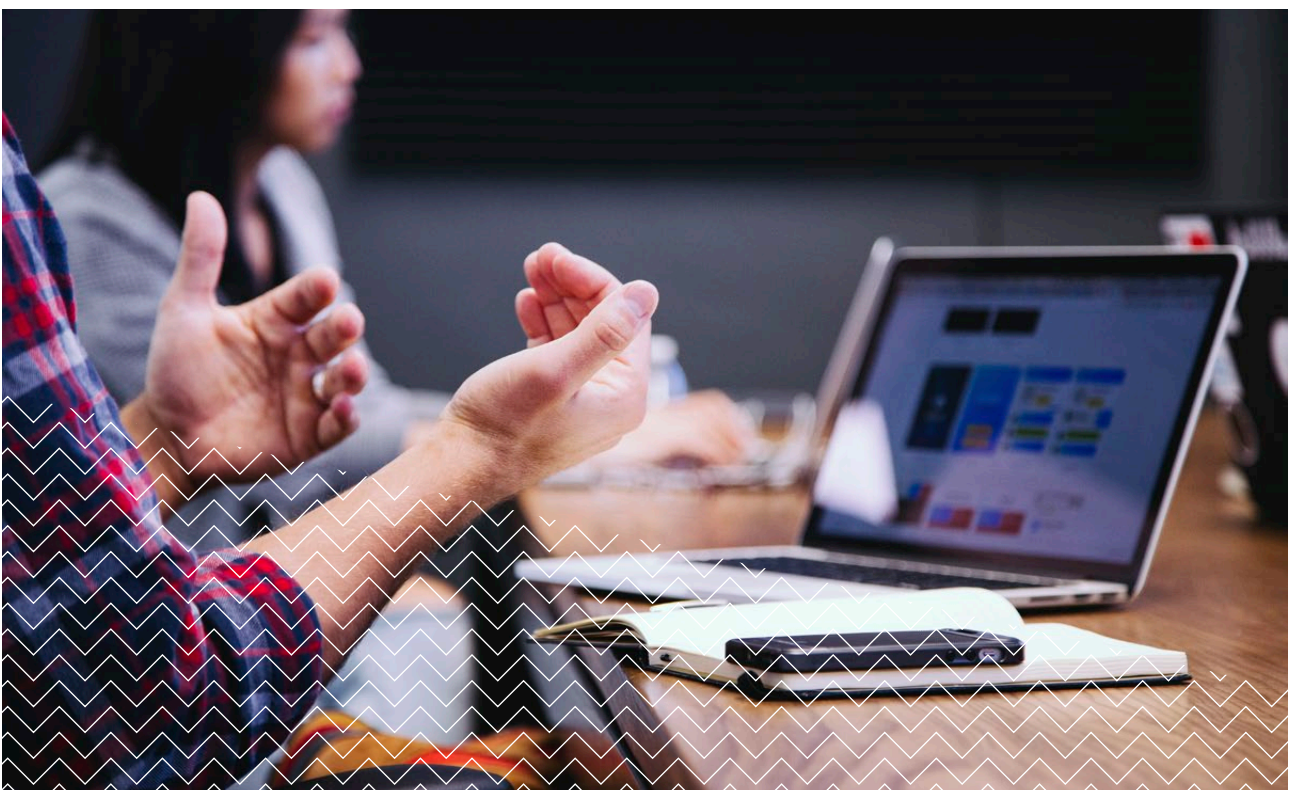
Allereerst wordt in de intentieovereenkomst aangegeven wie het document heeft opgesteld. Zo kan het document door beide partijen samen opgesteld zijn maar het kan eveneens eenzijdig zijn, waarbij een brief van de kandidaat koper naar de verkoper wordt gestuurd die al dan niet door de andere partij voor akkoord wordt ondertekend en wordt teruggestuurd.

Om discussie te vermijden of de intentieverklaring al dan niet bindend zal zijn, is het aangewezen om in de intentieverklaring expliciet te vermelden welke waarde aan het precontractuele document wordt gegeven. Het staat partijen helemaal vrij de waarde van de intentieverklaring te bepalen, maar zij zullen wellicht niet de bedoeling hebben een definitieve overeenkomst te sluiten. Vaak zal de intentieverklaring een niet-bindend document zijn met uitzondering van bepaalde clausules zoals de vertrouwelijkheidsclausule en de exclusiviteit.

Vervolgens is het ook van groot belang dat het onderwerp van de intentieovereenkomst, zijnde de te kopen of te verkopen aandelen of activa/passiva, wordt gespecificeerd zodat hierover geen discussie kan bestaan.

Op het voorwerp van de transactie, aandelen of activa/passiva, zal in de intentieovereenkomst in de meeste gevallen reeds een prijs worden geplakt. Als koper moet je hier vermijden dat de prijsbepaling, zoals opgenomen in de intentieverklaring, onvoorwaardelijk bindend is. Vaak zal je immers nog een due diligence willen uitvoeren waarvan je vaak de bepaling van de prijs zal laten afhangen. Om deze reden wordt dan ook meestal gesproken over een waardering in plaats van een prijs.

Het is gebruikelijk dat je als koper de intentieverklaring slechts aflegt op basis van een aantal aannames. We denken hierbij onder meer aan het feit dat de aandelen in volle eigendom toebehoren aan de verkoper, dat deze volledig zijn volstort en de jaarrekeningen op basis waarvan de waardering is gebeurd in overeenstemming met alle wettelijke bepalingen werd opgesteld.



In het geval deze aannames gedurende het verdere transactieproces verkeerd blijken te zijn, zullen deze aannames een ontsnappingsmogelijkheid aan de koper bieden.

Het sluiten van de uiteindelijke koop- en verkoopovereenkomst zal in vele gevallen afhangen van aanvullende substantiële voorwaarden zoals, het verkrijgen van het akkoord van raad van bestuur, het uitvoeren van een due diligence, het bekomen van financiering, en het verkrijgen van een bepaalde vergunning. Je zal er wel moeten op letten dat deze voorwaarden, in het geval ze opschortend zijn, niet als zuiver protestatieve opschortende voorwaarden kunnen worden beschouwd. Dit laatste betekent dat het al dan niet vervuld zijn van de voorwaarde is afhankelijk is van de wil van één van de partijen. Indien dit het geval zou zijn, zal de voorwaarde immers nietig zijn. Dit kan worden opgevangen door de al niet vervulling van de voorwaarde te laten afhangen van objectieve criteria of de wil van derden.

De clause in verband met de due diligence zal vaak zowel praktische modaliteiten van de due diligence bevatten (welke informatie zal de koper opvragen, op welke plaats zal de dataroom beschikbaar zijn, gedurende welke periode zal de due diligence worden uitgevoerd) alsook bepalingen met betrekking tot de verwerking van de resultaten er van.

In een standaardintentieverklaring wordt ook het verdere verloop van de onderhandelingen uitgeschreven. Bovendien worden er afspraken gemaakt over de duurtijd van de onderhandelingen en over de gevolgen indien deze timing niet wordt gehaald.

Als koper zal het van belang zijn om exclusiviteit te bekomen van de verkoper. Ook dit zal in de intentieverklaring worden opgenomen. Door het opnemen van een dergelijke exclusiviteitsclausule verwerven beide partijen de zekerheid dat er geen derde in het spel is. Dit versterkt het vertrouwen tussen de partijen en zorgt dat het onderhandelingsproces stabiel kan verlopen. Doorgaans wordt een schadebeding voorzien in geval van een inbreuk. Vooral voor de koper zal dit een zeer belangrijke clause zijn.

De confidentialiteitsclausule en het niet-afwervingsbeding kunnen zowel in een afzonderlijke geheimhoudingsovereenkomst zijn opgenomen of in een breder geformuleerde overeenkomst zoals een intentieverklaring.

Vervolgens doen partijen er goed aan om een regeling met betrekking tot de kosten in de intentieverklaring op te nemen. Op deze manier wordt vermeden dat, indien de onderhandelingen zouden afspringen en de transactie niet doorgaat, er discussie ontstaat over wie welke kosten zal dragen. In de meeste gevallen zal elke partij de door haar gemaakte kosten dragen.

Gezien er tussen het afsluiten van de intentieverklaring en de definitieve overeenkomst van overdracht een periode ligt waarin je als koper geen enkele controle hebt op de vennootschap, neem je best in de intentieverklaring een clause op waardoor de verkoper gebonden is om gedurende voormelde termijn de bedrijfsvoering gewoon verder te voeren en zich te onthouden van bepaalde (door de koper) gevraagde handelingen (going concern), of minstens voorafgaand aan bepaalde handelingen het akkoord van de koper te vragen. Daarnaast zal het de verkoper uitdrukkelijk verboden worden het voorwerp van de transactie te vervreemden of te bezwaren (stand still). Als koper vermijd je op deze manier onaangename verrassingen na het sluiten van de transactie.

Ten slotte zal ook een bepaling omtrent de duur van de intentieovereenkomst moeten worden opgenomen. Hier kan de zelfde opmerking worden gemaakt als bij de duur van een geheimhoudingsovereenkomst: beter een bepaalde duur dan een onbepaalde duur.

Bovenvermelde bepalingen zijn essentiële bepalingen in een intentieverklaring. Daarnaast zullen bepalingen omtrent de overleving van de intentieverklaring, het toepasselijk recht en de bevoegde rechter of arbiter opgenomen worden

11. Due diligence (risico- en opportuniteitsanalyse)

11.1 Wat?

Om een volledig en juist beeld te krijgen van waarde van de target onderneming, de potentiële aansprakelijkheden en de actuele risico's, zal een koper in de meeste transacties voorafgaand aan het sluiten van een transactie, een due diligence uitvoeren. Op deze manier wenst de koper zich ervan te verzekeren dat er na de transactie geen lijkjes uit de kast vallen en hij een correcte prijs heeft betaald.

De due diligence wordt meestal uitgevoerd na het tekenen van een intentieverklaring en vóór het ondertekenen van een definitieve koop-verkoop-overeenkomst. Omdat tijdens de due diligence strikt vertrouwelijke informatie wordt uitgewisseld, moet verkoper erover waken dat voorafgaand aan deze analyse een geheimhoudingsverplichting aan de koper wordt opgelegd.

Tijdens een due diligence kunnen onder meer volgende aspecten worden onderzocht:

- **Financieel** - Doorlichting en onderzoek naar de correctheid van de jaarrekeningen, bestaande uit de balans (staat van activa (openstaande handelsvorderingen) en passiva), de resultatenrekening, de toelichting en de documenten op basis waarvan de jaarrekening werd opgesteld. Doorgaans zal ook een overzicht van de cashflow en de behoefte aan werkkapitaal door de koper worden onderzocht. De koper kan het zich immers niet permitteren dat er na overname een tekort aan kapitaal in de onderneming blijkt, waardoor deze onmiddellijk voor bijkomende middelen moet zorgen.
- **Commercieel** - De specialisten die de commerciële due diligence uitvoeren zullen zich vooral focussen op contracten met de klanten en de leveranciers. Hier zal gekeken worden naar de duur van de contracten, exclusiviteitsrechten, afnameverplichtingen, opzeggingsmogelijkheden, change of control clauses, e.d.

- **Fiscaal** - Tijdens het fiscale luik wordt vooral gezocht naar de fiscale risico's: werden alle inkomsten en kosten correct aangegeven, werden de facturen correct verwerkt, zijn er nog openstaande schulden aan de belastingadministraties, zijn er hangende geschillen met fiscale administraties, welke voorafbetalingen werden er gedaan?
- **Sociaal** - Tijdens de sociale analyse zullen de sociale risico's in kaart worden gebracht: onder meer de arbeidsovereenkomsten worden gescreend, het organigram van de vennootschap wordt opgesteld, zijn er beschermde werknemers tewerkgesteld in de vennootschap, men zal nagaan welke pensioenregelingen er zijn, of er openstaande schulden aan de sociale administraties, indien gewenst kan de koper ook het sociaal passief berekenen, ...
- **Juridisch** - De juristen die betrokken zijn bij de due diligence zullen de juridische aspecten van de vennootschap onderzoeken: wordt de toepasselijke wettelijke regelgeving door de vennootschap gerespecteerd, welke is de eigendomsstructuur van de vennootschap, hoe is de vastgoedsituatie van de vennootschap, diverse overeenkomsten zullen geanalyseerd worden (partijen, duur, change of control), welke zijn de potentiële aansprakelijkheden, zijn er hangende of dreigende geschillen?
- **Milieu** - De specialisten die betrokken zijn bij de analyse op het vlak van milieu zullen zich in het algemeen op volgende aspecten focussen: vergunningen (milieuvergunningen, lozingsvergunning), bodem, saneringsplicht, afval, milieumanagement, ...

Naast de hierboven opgenomen zaken is het mogelijk dat ook andere aspecten van de onderneming worden onderzocht, zoals IT en operationele processen, verzekeringscontracten, de mogelijkheid van effectieve integratie, intellectuele eigendom, ... Welke aspecten precies zullen worden onderzocht is voor een groot stuk afhankelijk van de gewenste mate van diepgang van het onderzoek door de koper en specificaties van

de transactie (de aard van de voorgenomen transactie en de aard en de omvang van de onderliggende onderneming), de timing en het beschikbaar budget van de koper.

Naarmate je als koper over meer informatie beschikt, kan een meer nauwkeurige inschatting van de potentiële operationele synergieën gemaakt worden. Op basis van de nieuwe gegevens kan ook de waardebeoordeling verder worden verfijnd. Eenmaal de “best practices” van beide entiteiten zijn geïdentificeerd, maakt de overnemer een raming van de implementatiekosten en de benodigde tijdspanne voor de uitvoering van het integratieplan. De volgende elementen kunnen hierbij aan bod komen:

- **IT** - Welke systeempakketten zullen worden gebruikt? Een concrete planning rond de implementatie van ieder programma is aangewezen.
- **Boekhouding en administratie** - Welk ERP-boekhoudpakket wordt weerhouden? Hoeveel kost de implementatie van dit systeem in de gehele onderneming en hoeveel tijd zal dit in beslag nemen? Is er voldoende gekwalificeerd personeel om dit proces vlot te laten verlopen?
- **Marketing** - Wordt de brand van de target behouden? Wat zijn de mogelijke werkpunten voor het marketingbeleid van de target? Kan de overnemer leren uit het marketingbeleid van de target?
- **Aankoopproces** - Wat is de impact van deze overname op de onderhandelingspositie tegenover leveranciers? Wordt de aankoopfunctie gecentraliseerd?
- **Productieproces** - Hoe wordt de integratie van de kwaliteitssystemen aangepakt? Waar kan het productieapparaat efficiënter worden en kunnen doorlooptijden verkort worden? Wordt de productiecapaciteit voldoende benut? Welke machines dienen vervangen te worden?
- **Verkoopproces** - Wordt de verkoopfunctie gecentraliseerd? Welke “best practices” genieten de voorkeur?

- **Logistiek en voorraadbeheer** - Heeft de target een degelijk supply chain management? Wat zal de benodigde minimumvoorraad zijn in het geval van een overname?
- **Human capital** - Hoeveel arbeidsplaatsen zullen er verdwijnen door het samenbrengen van gemeenschappelijke functies, aanpassingen in het productieproces, ... Zijn er subsidies toegewezen onder voorwaarde van een zeker tewerkstellingsniveau? Becijfer de corresponderende opbrengsten en kosten van eventuele ontslagen. Houd daarnaast ook rekening met de emotionele en culturele aspecten van een overname.

11.2 Waarom?

11.2.1 Verifiëren van uitgangspunten en veronderstellingen

Tijdens de onderhandelingen gaat een potentiële koper steeds uit van een aantal veronderstellingen op basis waarvan hij zijn bod baseert en andere voorwaarden formuleert. Pas tijdens het uitvoeren van de due diligence, krijg je als koper een juist zicht op de waarde van de target, de potentiële aansprakelijkheden en de actuele risico's. In het bijzonder zal je nader onderzoeken of de uitgangspunten en veronderstellingen, op basis waarvan je een bod hebt gedaan en voorwaarden hebt gesteld, correct zijn. Indien dit niet het geval zou zijn kan je, indien dit uitdrukkelijk werd overeengekomen, jouw initiële bod aanpassen aan de bevindingen. Het is van groot belang deze mogelijkheid in de intentieverklaring te voorzien.

11.2.2 Onderzoeksplicht van de koper

Overeenkomstig het Belgisch recht heb je als koper een eigen onderzoeksplicht. Door het uitvoeren van de due diligence kom je tegemoet aan deze onderzoeksplicht.

11.2.3 Opstellen overnamedocumenten

De koper gebruikt de resultaten van de due diligence voor het opstellen van de overnamedocumenten.

Wanneer bijvoorbeeld uit de due diligence blijkt dat er reëel gevaar is dat bepaalde ontdekte risico's zich ook werkelijk zullen manifesteren, kan je als koper eisen van de verkoper dat er bepaalde zekerheden worden gesteld (o.a. bankgarantie, schuldvergelijking). Dit biedt jou meer zekerheid in het geval je, na het sluiten van de transactie, een claim moet instellen. Zo kan je in het geval uit de due diligence blijkt dat de cijfers, zoals deze initieel door de verkoper werden voorgesteld, niet overeenstemmen met de werkelijkheid ervoor kiezen om een gedeelte van de koopprijs pas na een bepaalde periode te betalen en dit gedeelte afhankelijk te maken van de door de vennootschap in die periode gerealiseerde winst (earn-out).

Ook voor het opstellen van de verklaringen en waarborgen, zullen de resultaten van de due diligence van belang zijn. Op grond van de analyse krijgt een koper immers een beter inzicht in de potentiële aansprakelijkheden en de actuele risico's. De koper zal proberen met betrekking tot de vastgestelde risico's een zo groot mogelijke bescherming te genieten door het uitgebreid formuleren van de verklaringen en waarborgen.

11.2.4 Integratie na overname

De due diligence is een belangrijke bron van informatie voor het integratieproces dat een koper moet voeren na het afsluiten van de transactie. Het risico- en opportuniteitsonderzoek geeft immers al een goed overzicht van de risico's en de kritische punten die zich situeren in de over te nemen onderneming. Zo zullen verschillen in verloning, bonussen, pensioenen, diverse bedrijfsprocessen, kosten structuur, gerealiseerde marges en commerciële aspecten van de over te nemen onderneming tijdens het uitvoeren van de due diligence aan het licht komen.

Voor de koper komt het er tijdens het integratieproces dan ook op aan om de vastgestelde risico's en kritische punten op een zo efficiënt mogelijke manier aan te pakken. Een transparante en efficiënte doorstroming van de informatie en bevindingen die de diverse experts tijdens de due diligence verzamelden zal tijdens het integratieproces bijgevolg noodzakelijk zijn.

Hierbij moet je als koper vooral aandacht besteden aan het geïntegreerd verwerken van de resultaten van deze analyse en moet je vermijden dat uitsluitend op de afzonderlijke aspecten wordt gefocust. Op deze manier verklein je het risico dat waardevolle informatie en inzichten verloren gaan.

11.3 Aandachtspunten

11.3.1 Geheimhoudingsovereenkomst

Zoals werd opgenomen in het luik met betrekking tot de geheimhoudingsovereenkomst zal de verkoper voorafgaand aan de due diligence eisen dat de koper een geheimhoudingsovereenkomst ondertekend om misbruik van vertrouwelijk informatie te voorkomen.

Als koper zal je erover moeten waken dat alle medewerkers aan de due diligence deze geheimhoudingsovereenkomst respecteren. Zo niet, riskeer je een schadevergoeding te moeten betalen.

11.3.2 Steeds op maat van de specifieke transactie

Welke aspecten je als koper zal onderzoeken zijn voor een groot stuk afhankelijk van de gewenste mate van diepgang van het onderzoek, het specifieke karakter van de transactie (aard van de voorgenomen transactie en aard en omvang van de onderliggende onderneming), de timing en het beschikbaar budget.

Specifiek karakter van de transactie

Bij een overname van aandelen zijn de wettelijk voorziene garanties in het geval van koop enkel van toepassing op het voorwerp van de koop, zijnde de aandelen. In beperkte mate zijn ze van toepassing op de onderliggende vennootschap. Als koper van de aandelen neem je echter ook de risico's van de overgenomen vennootschap over. Daarom is het van groot belang dat de koper in een share deal een goed zicht heeft op de eventuele aansprakelijkheden zodat deze kunnen ingedekt worden door de nodige waarborgen en garanties te voorzien in de overnameovereenkomst. In dit geval zal de due diligence uitgebreid zijn.

In geval van een asset deal of overname van een eenmanszaak moeten enkel de over te nemen activa en passiva onderzocht worden, zodat het onderzoek beperkter zal zijn.

Ook de aard en omvang van de onderliggende onderneming zullen van belang zijn. Als een productiebedrijf wordt overgenomen, zullen het milieuaspect en de toepasselijke vergunningen van groot belang zijn. Bij een overname van een distributieonderneming, zal dit minder zwaar doorwegen.

In het kader van een internationale overname is de due diligence des te belangrijker. Meestal is de overnemer onbekend met de markt en de wettelijke sociale verplichtingen die er gelden. Bovendien is de fiscale impact van een dergelijke transactie een technische kwestie die slechts wordt begrepen door specialisten. De onzekerheid die hiermee gepaard gaat, vormt vaak een drempel voor veel ondernemers. Het omzetspotentieel bij internationale overnames is echter vaak enorm en adviseurs met een internationaal netwerk kunnen heel wat hindernissen wegnemen.

11.3.3 *Timing van de due diligence*

De due diligence kan uitgevoerd worden tijdens verschillende fases van de transactie.

Voorafgaand aan de onderhandelingen

Het zal niet vaak voorkomen dat de koper een due diligence zal uitvoeren voorafgaand aan het onderhandelen over de voorwaarden van de transactie en het sluiten van een intentieverklaring. Bij een due diligence wordt door de verkoper immers vertrouwelijke informatie over de onderneming vrijgegeven aan de koper. De verkoper zal zoals hierboven uiteengezet een geheimhoudingsovereenkomst willen afsluiten alvorens de koper enige vertrouwelijke informatie te verschaffen. Bovendien zal de koper, van wie de due diligence een enorme inspanning vergt, toch enige zekerheid omtrent de voorgenomen transactie willen (exclusiviteit), zodat hij de due diligence pas zal uitvoeren na het afsluiten van een intentieverklaring.

In het geval van een vendor due diligence is het wel gebruikelijk dat het verslag, in dit geval opgesteld door de verkoper, voorafgaand aan het voeren de onderhandelingen wordt overgemaakt aan de koper mits deze laatste een geheimhoudingsovereenkomst ondertekent.

Tussen de intentieverklaring en de koop-verkoopovereenkomst

Het is het meest gebruikelijk dat de koper de due diligence uitvoert na het tekenen van een intentieverklaring en vóór het ondertekenen van een definitieve koop- verkoopovereenkomst. Dit laat de koper toe de resultaten van de due diligence op een gepaste manier te verwerken, op voorwaarde dat deze mogelijkheid voorzien is in de intentieverklaring.

Tussen signing en closing

Tussen de ondertekening van de definitieve koop- verkoopovereenkomst (signing) en de eigenlijke overdracht van de aandelen (closing) kan een bepaalde periode liggen. Partijen zullen in dit geval een bindende koop- verkoopovereenkomst hebben ondertekend, evenwel onder de opschortende voorwaarde van een bevredigende due diligence. De verkoopovereenkomst zal in dit geval pas uitwerking hebben in het geval de due diligence bevredigend is.

Net zoals bij de intentieverklaring, zal het ook hier weer van groot belang zijn dat de opschortende voorwaarde niet zuiver protestatief is. De vervulling van de voorwaarde mag niet louter afhangen van de wil van één der partijen maar van objectieve criteria of de wil van andere partijen. Zo kan worden opgenomen dat het risico- en opportuniteitsonderzoek in hoofde van de koper bevredigend zal zijn, als geen risico's worden gevonden die een bepaald bedrag overschrijden. In dit geval moet de koper er zich van bewust te zijn dat er geen sprake zal zijn van enige overeenkomst in het geval de opschortende voorwaarde niet is vervuld. Bovendien zal er geen enkele ruimte zijn voor het aanpassen van de prijs of voorwaarden van de transactie op basis van de resultaten van de due diligence, indien hierover niets in de koop-/verkoopovereenkomst werd voorzien.

Na closing

Na het tijdstip van closing (eigendom van de aandelen gaat over op de koper) nog een due diligence uitvoeren wordt in de praktijk uiterst zelden gedaan.

11.3.4 Te onderzoeken informatie

Eenzijds zal de koper publiek beschikbare informatie onderzoeken en anderzijds zal de koper, op basis van een specifiek door hem opgestelde informatie aanvraaglijst, aangeven welke informatie hij van de verkoper wenst te onderzoeken in de dataroom.

Publiek beschikbare informatie

Om geen tijd te verliezen, zal de koper het best vóór het bezoek aan de dataroom, de publiek beschikbare informatie verzamelen en onderzoeken. Zo kunnen onder meer de volgende bronnen worden geraadpleegd:

- **Kruispuntbank van ondernemingen** - Informatie met betrekking tot het ondernemingsnummer, de maatschappelijke naam, de zetel, de rechtsvorm de bestuurders.
- **Nationale Bank van België** - Neergelegde jaarrekeningen, op de sociale balans die achteraan de jaarrekening zit, wordt beknopte informatie weergegeven over het gemiddeld aantal werknemers dat gedurende het boekjaar aan de slag was bij de onderneming, het aantal werknemers dat gedurende het boekjaar de onderneming verliet of vervoegde en de door de werknemers genoten opleidingen tijdens het boekjaar.
- **Belgisch staatsblad** - Publicatie van vennootschapsaktes (oprichting, statutenwijziging, benoemingen,...).
- **Hypotheekkantoor** - Overzicht van eventuele hypotheeken, akten of vonnissen met betrekking tot onroerende goederen.

- **Merkenregisters** - Voor merken kan een verificatie gebeuren in de verschillende merkenregisters: Gemeenschapsmerkenregister, internationaal merkenregister en het Benelux merkenregister.

- ...

Informatie-aanvraaglijst

In de praktijk is het gebruikelijk dat je als koper aan de hand van een informatie-aanvraaglijst aan de verkoper te kennen geeft welke informatie je specifiek wenst te ontvangen.

Doorgaans zal de informatie-aanvraaglijst naast de vraag naar specifieke documenten (bv. oprichtingsakte, grootboeken van de laatste drie boekjaren, notulen van de raad van bestuur, factuurvoorwaarden, ...) ook breder geformuleerde verzoeken (alle documenten m.b.t. hangende geschillen, alle exclusiviteitscontracten, alle contracten met handelsagenten, ...) en gerichte vragen eigen aan de activiteit van de doelenvennootschap bevatten (bv. voor een onderneming die actief is in het havengebied zal specifiek de concessieovereenkomst worden opgevraagd).

11.3.5 Verwerking van de resultaten

Na het uitvoeren van de due diligence, worden de resultaten door de koper geëvalueerd. Deze resultaten hebben zoals eerder besproken invloed op het opstellen van de overnamedocumenten en ze zijn van belang voor het al dan niet doorgaan van de transactie.

Allereerst kan je als koper op basis van de uitgevoerde due diligence afzien van de koop indien de vastgestelde risico's dermate groot zijn. Vervolgens kan je opteren de transactie te laten doorgaan, evenwel tegen andere voorwaarden dan deze die initieel werden overeengekomen (wijziging overnamestructuur, prijsaanpassing, stellen van zekerheden, vragen van specifieke waarborgen (specific indemnities)). In het geval er tijdens het onderzoek geen wezenlijke issue's zijn gevonden, kan je er tenslotte voor kiezen de transactie te sluiten onder de reeds gestelde voorwaarden.



12. Financiering

Een bedrijf overnemen is doorgaans een substantiële investering waarvoor voldoende financiële middelen vereist zijn. Vaak is de targetonderneming echter te omvangrijk om de overname voor 100 % met eigen middelen te financieren en moet je op zoek naar bijkomende financiering om de overname te realiseren. Overnamefinanciering is een complexe puzzel die maatwerk vereist voor elk specifiek overnamedossier.

Een klassieke financieringsstructuur omvat een eigen inbreng, geld dat de overnemer zelf ter beschikking wenst te stellen voor de overname, aangevuld met bancaire financiering. Naast deze klassieke manier bestaan er ook vele andere financieringsvormen die onder de noemer 'alternatieve financiering' worden geplaatst. Op welke manier de financiering ook gestructureerd wordt, steeds moet de financieringsbehoefte opgevangen worden door financieringsbronnen.

Financieringsbehoefte=Financieringsbronnen

12.1 Klassieke financiering

12.1.1 Eigen inbreng versus extern kapitaal

Bij een overname van een onderneming is één van de eerste vragen: "Hoeveel geld kan of wil je als overnemende partij zelf investeren?"

Binnen de zoektocht naar overnamefinanciering zal elke financiële partner die met je in zee gaat, peilen naar de beschikbare eigen inbreng. De grootte van jouw eigen inbreng is, samen met de totale terugbetalingscapaciteit en mogelijke waarborgen, vaak de doorslaggevende factor in het al dan niet toekennen van een bancair overnamekrediet of menig andere vorm van extern kapitaal.

De eigen inbreng toont immers aan welk risico of engagement je als overnemer zelf op je wenst te nemen bij de overname. Daarbij is niet zozeer het absolute bedrag van de eigen inbreng van belang, het is eerder het percentage eigen inbreng ten opzichte van de totale financieringsbehoefte dat meegenomen wordt in de evaluatie.

12.1.2 Belang van structurering

Bij de financieringsbeslissing denk je ook best na over welke onderneming de financiering op zich zal nemen: jouw eigen onderneming of de target. De financiële structuur die hierbij wordt toegepast, zal een grote weerslag hebben op de waarborgen die je kan verstrekken aan de bank.

Klassieke financiering

Bij de klassieke financiering van een overname van aandelen staat de eigen onderneming of moedervenootschap in voor de financiering voor de transactie. Gewoonlijk bestaat deze uit liquide middelen van de moeder en een bankkrediet. De typische looptijd van klassieke overnamefinanciering bij een financiële instelling bedraagt vijf tot zeven jaar, afhankelijk van de aard van de transactie. Daarnaast zal de eigen onderneming ook nog de intrestlast op de banklening dragen. Het geld voor de aflossing van de schuld en de verschillende kosten zullen komen van de onderliggende 'target' vennootschap en de moedervenootschap zelf. Het geld kan op verschillende manieren 'opstromen' van de target naar de moedervenootschap. Dat kan zowel via dividenden als via een vergoeding voor prestaties die de moedervenootschap levert aan de target. Bij het gebruik van dividenduitkeringen is het van belang rekening te houden met het feit dat deze uitkeringen belast worden bij de moedervenootschap. Bij het gebruik van opstroomende vergoedingen van de target is het van belang dat deze aan alle economische en fiscale vormvereisten voldoen.

Een klassieke financiering van een overname van aandelen wordt vooral gekozen voor zijn eenvoudige structuur, maar heeft als nadeel dat de moeder enkel een pand op de aandelen van de target als waarborg kan bieden aan de bank. Ten tweede is de terugbetalingsstermijn voor aandelen relatief kort (vijf à zeven jaar). Meestal zal de bank voor de financiering van aandelen ook een aanzienlijke eigen inbreng (25 % à 40 %) eisen. Daarnaast is het niet vanzelfsprekend om de cashflows van de target efficiënt te laten 'opstromen' naar de moeder.

Debt push down

Een alternatief voor de klassieke financiering van aandelen is de 'debt push down' methode. Bij deze methode wordt een deel van de schuld voor de aankoop van de aandelen verschoven van de moedervenootschap naar de target. Zoals bij de klassieke methode gaat de moeder een krediet aan. Tegelijk gaat de target ook een krediet aan ter herfinanciering van bestaande activa (bv. gebouw, voorraad, ...) op de target. Op die manier kunnen de nodige liquide middelen vrijgemaakt worden voor toekomstige dividenduitkeringen naar de moeder. Deze techniek vereist wel dat enkele fiscale en juridische voorwaarden gerespecteerd worden. De 'debt push down' techniek biedt vanuit financierings oogpunt verschillende voordelen. Ten eerste kunnen de mogelijke waarborgen worden uitgebreid omdat bijvoorbeeld een hypotheek op de gebouwen van de target nu mogelijk is. Ten tweede kan de financieringstermijn in principe langer zijn voor de lening die de target aangaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn wanneer een gebouw geherfinancierd wordt. Ten derde is het krediet op het niveau van de target makkelijker af te lossen omdat de cashflow die hiervoor nodig is door de target zelf wordt gegenereerd. Er is dus minder nood aan het 'opstromen' van geld naar de moeder toe.

12.2 Alternatieve financiering

12.2.1 De 3 F's

De eenvoudigste en soms ook goedkoopste manier om het gebrek aan eigen middelen weg te werken, is financiering verkrijgen van de zogenaamde '3 F's' wat staat voor 'family, friends and fans'. Mensen uit de persoonlijke omgeving zijn mogelijk bereid om de overname financieel mee te ondersteunen. Dat kan in grote lijnen op twee manieren:

- **Een participatie in kapitaal** - Hier staat er geen directe vergoeding tegenover de terbeschikkingstelling van kapitaal. Uiteraard zal er na verloop van tijd wel een deel van het dividend toekomen aan de investeerder en dat in verhouding tot het aandelenbezit.

- **Een achtergestelde lening of een achtergestelde rekening-courant** - De vergoeding bestaat uit intresten, tenzij de lening renteloos zou zijn. In theorie zou het intrestpercentage op een dergelijk achtergestelde lening hoger moeten zijn dan wat een financiële instelling zou aanrekenen omwille van het achtergestelde en dus meer risicovolle karakter. Het zijn echter de partijen die afspreken of er een vergoeding is en zo ja, hoe hoog deze dan zal zijn. In het geval de verkoper de achtergestelde lening verstrekt, spreekt men van een vendor loan (zie ook 14. Periode na de overdracht).
- **De Winwinlening** - Dit is een initiatief van de Vlaamse overheid om particulieren aan te moedigen om achtergestelde leningen te verstrekken aan kmo's. Een particulier kan tot € 50.000 lenen met een looptijd 8 jaar en krijgt hiervoor een jaarlijkse belastingvermindering van 2,5% van het geleende bedrag. Indien de kredietnemer niet kan terugbetalen, kan de kredietgever daarnaast 30% van het verschuldigde bedrag terugkrijgen via een eenmalig belastingkrediet. De rentevoet mag niet hoger zijn dan de wettelijke rentevoet die van kracht is op de datum waarop de Winwinlening gesloten wordt en mag niet lager zijn dan de helft van diezelfde rentevoet. kmo's kunnen maximaal € 200.000 lenen via deze maatregel bij verschillende particulieren.

De overheid biedt een heel pallet aan ondersteuningsmaatregelen voor financiering aan, voornamelijk toegespitst op kmo's. Voor een overzicht van deze maatregelen, raadpleeg onze website vlaio.be/subsidiedatabank of lees er alles over in de informatiebrochure "[Op zoek naar financiering?](#)".

12.2.2 Mezzaninefinanciering

Mezzanine is een term uit de bouwkunde en staat voor tussenverdieping. Mezzaninefinanciering kenmerkt zich als een financieringsvorm tussen het eigen vermogen (eigen inbreng, risicokapitaal) en het vreemd vermogen (financiële instellingen). Mezzaninefinanciering kan verschillende vormen aannemen. Alle vormen zijn altijd achtergesteld ten opzichte van klassieke bancaire schulden.

Dit achtergesteld karakter maakt een mezzaninefinanciering duurder dan een klassieke financiering.

Omdat de mezzaninefinanciering meestal wordt terugbetaald op de vervaldag, draagt ze bij tot de groei van de onderneming doordat de liquiditeiten behouden blijven. Bovendien is het een financieringsvorm die weinig verwaterd: mezzaninefinanciering geeft over het algemeen weinig toegang tot kapitaal. Hierdoor blijft de uitgever beschermd tegen een ongewenste verwatering van zijn kapitaal.

De volgende vormen kunnen in het kader van een overnamefinanciering aan bod komen:

- **Achtergestelde lening** - Dit is de populairste vorm van mezzaninefinanciering. Het is een lening die in geval van faillissement pas moet terugbetaald worden na de gewone (bancaire) leningen. De terugbetaling is voorzien op één of meer vervaldagen die vooraf contractueel bepaald zijn. Normaliter volgen deze terugbetalingen pas na de kapitaalsaflossingen van de bancaire kredieten. De vergoeding van dit soort leningen ligt omwille van het achtergestelde karakter een stuk hoger dan dat van een bancaire lening. Intrestpercentages tot 10 % zijn hierbij geen uitzondering. De looptijd bedraagt doorgaans vijf tot tien jaar. Deze lening kan niet omgezet worden in aandelen (d.i. niet-converteerbaar).
- **Participating loans** - Dit is een vorm van achtergestelde lening waarbij de vergoeding afhankelijk is van het behaalde resultaat.

- **Converteerbare lening** - Een achtergestelde lening die omzetbaar is in kapitaal indien de kredietgever op vervaldag niet terugbetaald kan worden.
- **Bevoorrechte/preferente aandelen zonder stemrecht** - Hier wordt het bestaand aandeelhouderschap opengesteld, maar wordt er niet geraakt aan de bestaande aandeelhoudersstructuren en machtsverhoudingen. De eigenaars van de nieuwe preferente aandelen beschikken immers niet over stemrecht. De preferente aandelen geven wel recht op een dividend, in geval van uitkeerbare winst, waarvan het bedrag op voorhand is vastgelegd. Bij een eventueel faillissement of vereffening worden deze aandeelhouders terugbetaald na alle schuldeisers maar voor de gewone aandeelhouders.

12.2.3 Business angels

Business angels zijn vaak ex-ondernemers die over de nodige tijd en het nodige geld beschikken om te investeren in startende ondernemers. Daar waar private equity fondsen en venture capitalists eerder focussen op het rendement zoeken business angels aanvullend ook een uitdaging in een sector/segment waarmee ze al dan niet vertrouwd zijn. Een business angel neemt ook zelden een meerderheidsparticipatie in de onderneming. Algemeen gesproken zijn de financiële middelen die een business angel ter beschikking stelt kleiner dan deze van de formele durfkapitalisten.

12.2.4 Private equity fondsen

Private equity fondsen zijn op zoek naar rendabele niet-beursgenoteerde ondernemingen die nood hebben aan extra financiering. In ruil voor financiële middelen verwerven private equity fondsen een deel van de aandelen van de onderneming. Private equity fondsen onderscheiden zich van venture capitalists (VC's) door investeringen in meer mature bedrijven met een beproefd businessmodel.

12.2.5 Venture capitalists

Venture capitalists zijn vergelijkbaar met private equity fondsen wat de structuur van de overnamefinanciering betreft. De focus van venture capitalists ligt eerder op jonge en/of innovatieve bedrijven. Bij deze bedrijven is er vaak nog geen duurzaam businessmodel aanwezig, waardoor het investeringsrisico groter is. Deze risicobeheersing vereist dan ook een andere benadering van de onderneming waarbij de investeerder veel nauwer samenwerkt met het management.

12.2.6 Industriële partijen

Industriële partners zijn bereid om vanuit een industriële, technologische of commerciële motivatie kapitaal te verschaffen aan jonge ondernemingen. Dankzij hun ervaring kunnen ze kennis en een uitgebreid netwerk aanreiken. Bovendien zijn er synergieën (schaalvoordelen, R&D, geografische spreiding) mogelijk waar zowel de ondernemer als de partner beter van worden. Hierdoor wordt het risico van de ondernemer beperkt en is versnelde groei mogelijk. Het nadeel van een dergelijke joint venture voor de ondernemer is het gevaar overgenomen te worden door de andere partij. Vaak wordt als tegenprestatie voor de kapitaalsinbreng, een controlebelang geëist.

13. Afronden aankooptransactie

Als beide partijen akkoord gaan met het resultaat van de opportuniteitsanalyse, kan de koopakte worden opgesteld. Het is de kopende partij die verantwoordelijk is voor het opstellen van dit document. Hierin worden de prijs en modaliteiten vastgelegd, evenals een gedetailleerd overzicht van de betrokken roerende en onroerende goederen en de verklaringen en waarborgen die tussen de partijen van toepassing zijn.

Eens deze koopakte ondertekend is, kan de betaling plaatsvinden. Na de betaling gebeurt de daadwerkelijke overdracht van de onderneming waarbij een opdeling kan gemaakt worden tussen de twee besproken opties: de transactie van de aandelen of het handelsfonds. Bij een aankoop van een eenmanszaak zal de verkoper moeten kiezen tussen de directe verkoop, een belastingvrije inbreng of een belastbare inbreng.

Wanneer de aandelen van de overlater naar de overnemer zijn overgedragen, gebeurt er een inschrijving in het aandeelhoudersregister (closing). Als nieuwe aandeelhouder ben je dus eigenaar van de hele onderneming. Dat impliceert dat je niet enkel de activa en passiva overneemt, maar ook alle rechten en plichten die aan de eigendomsoverdracht gekoppeld zijn.

Het alternatief is een overname van het handelsfonds, waarbij slechts een bepaald actiefbestanddeel wordt overgenomen. De verkoper behoudt dus de aandelen van de onderneming. Hiermee neem je als overnemer dus geen schulden, rechten of plichten over van de target, tenzij anders bepaald in de koopakte.



14. Periode na overdracht

Nadat de transactie afgerond is en de verkoopprijs betaald is, rusten er nog een aantal verplichtingen op de verkoper.

De overlater zal, tijdens de overdrachtsperiode, zijn beslissing communiceren naar stakeholders zoals werknemers, kaderleden, klanten, leveranciers en bankiers. In vele gevallen zal hij zelf een korte verantwoording moeten afleggen. Anderzijds verwacht de koper de afwikkeling van nog openstaande punten en de remediëring van verbeterpunten zoals gebleken uit de opportuniteitsanalyse.

Een belangrijk aandachtspunt is de binding van sleutelfiguren. Dit kan betrekking hebben op zowel de overlater als het management.

Om de continuïteit van de onderneming te verzekeren kan je als overnemer verlangen dat de verkoper nog actief blijft. Om deze te motiveren kan je gebruik maken van volgende opties:

- **Earn-out** - De overnameprijs wordt opgedeeld in een vast gedeelte en een variabel gedeelte. Het vast gedeelte is (meestal) het deel dat onmiddellijk betaald wordt. Het variabel gedeelte wordt bepaald op basis van de toekomstige realisatie van bepaalde voorop vastgestelde objectieven. Deze formule kan een mogelijke oplossing bieden bij een grote prijsdiscussie waar een gespreide betaling van een gedeelte van de overnameprijs een toegift is van de verkoper. Zo toont men als verkoper zijn goodwill en dat geeft jou als de koper het bijkomend comfort dat de extra prijs gerechtvaardigd is. Waakzaamheid is echter geboden omdat het bepalen van de toekomstige objectieven heel vaak aanleiding kan geven tot discussie (bv. hoe worden de resultaten gemeten, wordt er rekening gehouden met de positieve effecten van de overname, wat met de bestuurdersvergoedingen,...). Een groot discussiepunt is de regeling bij opzegging van de samenwerking tussen overnemer en overlater, nl. of de earn-out zal worden betaald.

- **Vendor loan** - Dit is eveneens een voorbeeld van een gespreide betaling. Het grote verschil met een earn-out is dat de verkoper het variabele gedeelte van de overnameprijs onder de vorm van een lening toestaat. De lening bevindt zich meestal op het niveau van de overnemende vennootschap. De vendor loan heeft als voordeel dat deze ook aangewend kan worden als een gedeelte waarborg, gesteld door de verkoper. Blijf waakzaam voor het contract van de vendor loan (termijn, intrestvoet, garantie op terugbetaling, borgen, achterstelling of niet, afbetalingsplan, ...).
- **Opnieuw participeren via minderheidsparticipatie** - Na de transactie zal de verkoper onmiddellijk een deel van zijn ontvangen kapitaal investeren in de aandelen van de overnemende of een nieuwe vennootschap. Zo blijft de verkoper verbonden tot het kapitaal van de onderneming en tevens tot de waarde van de onderneming. Hier moet rekening gehouden worden met de manier waarop de verkoper zijn aandelen opnieuw kan vervreemden (over welke termijn, welke prijs, voorkoopclausules, volgrecht, volgplicht, ...)
- **Managementcontract/Bestuurdersmandaat/Agentuurovereenkomst** - Dit zijn overeenkomsten met een looptijd van drie tot vijf jaar, die duidelijk de bevoegdheden van de verkoper na de overname beschrijven. Er is echter geen echte binding vanwege de verkoper. Deze overeenkomsten voorzien o.a. in de mogelijkheid om de betaling van het variabel gedeelte te garanderen bij ontslag van een manager/bestuurder/agent.

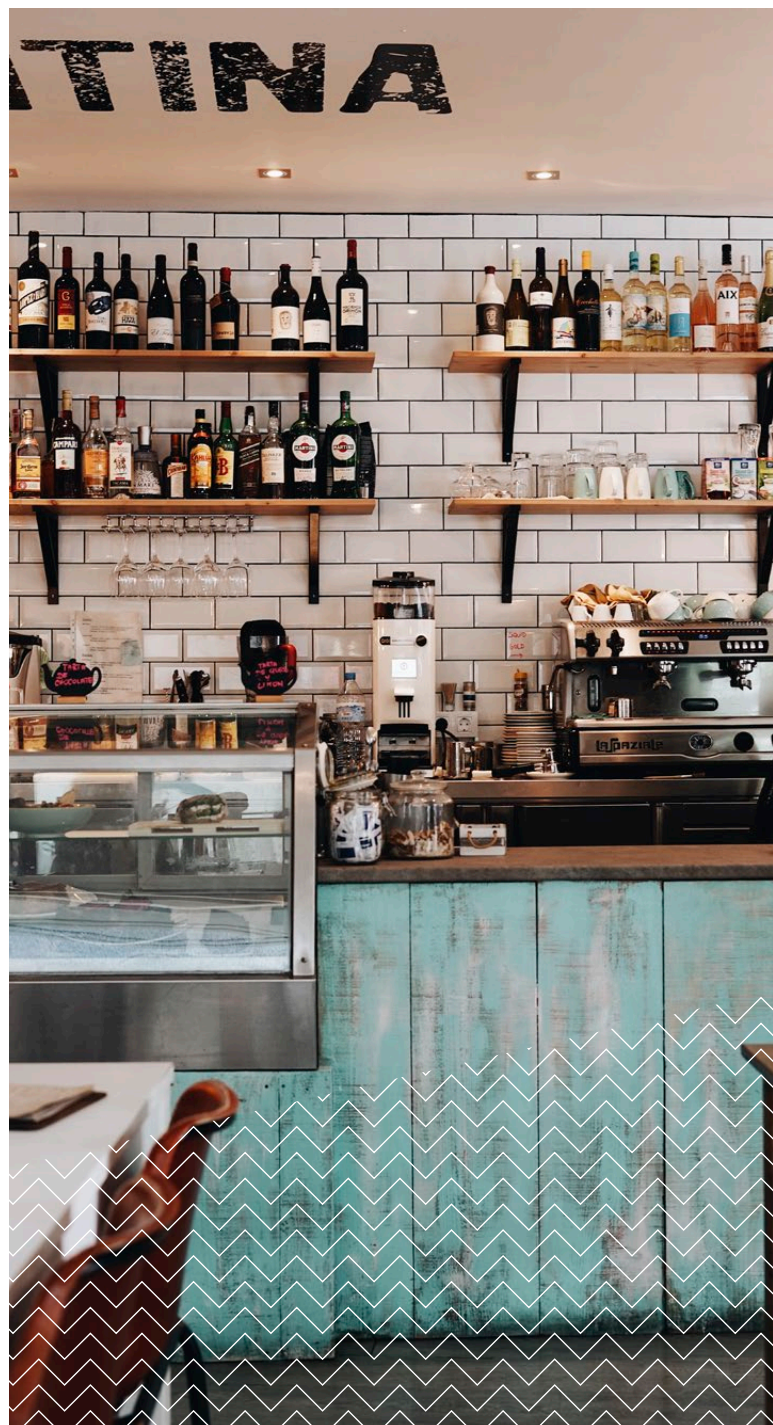
Een tweede uitgangspunt is de binding van sleutelfiguren binnen het management of het volledige managementteam. Dat kan op volgende manieren:

- **Bonussystemen** - Het toekennen van een individuele en/of collectieve bonus op basis van het bereiken van een bepaalde vooropgestelde target en/of algemene targets zoals:
 - financiële parameters: omzet, operationeel resultaat/EBIT, operationele cashflow/EBITDA, ...
 - herstructurering van een business unit

- **Participaties in het kapitaal** - Het management de kans laten om te participeren in het kapitaal van de onderneming onder de vorm van een MBO/MBI:
 - MBO – Management Buy Out: de transactie waarbij het bestaande management (naast de overnemer) mede-eigenaar wordt van een onderneming;
 - MBI – Management Buy In: de transactie waarbij een nieuwe management groep (naast de overnemer) mede-eigenaar wordt van een onderneming.
- **Optie** - Recht om, na een welbepaalde termijn, een bepaald aantal aandelen aan te kopen tegen een vastgestelde of een nog vast te stellen prijs.
- **Warrant** - Recht om naar aanleiding van de verhoging van het kapitaal van een vennootschap op een bepaald aantal aandelen in te schrijven, tegen een vastgestelde of nog vast te stellen prijs.
- **Managementcontracten** - Er kan de mogelijkheid gelaten worden dat één van de belangrijkste sleutelfiguren naast de verkoper ook de mogelijkheid krijgt om op zelfstandige basis manager te worden binnen het bedrijf. Hier gelden dezelfde opmerkingen als voor de verkoper.
- **Aanvullende pensioenen en extralegale voordelen** - Zoals bv. bedrijfswagen, groepsverzekering, kosten eigen aan de werkgever, ...

Het uitwerken van dergelijke incentiveplannen voor de verkoper en/of management is vooral maatwerk dat varieert van deal tot deal.

Na de overname komen het integratieproces en de daaruit volgende synergieën meer op het voorplan. In de eerste 3 maanden na de ondertekening van de koopakte wordt het integratieplan verder verfijnd. De meest evidente en eenvoudige kostenbesparingen kunnen al in deze fase worden uitgevoerd. Daarnaast zijn de voornaamste prioriteiten het behoud van de bestaande klantenportfolio en een goede indekking tegen de risico's die zijn vastgesteld tijdens de due diligence.





Figuur 2: Het integratieproces

Vervolgens kan het integratieplan worden uitgevoerd. Opvolging en management van de integratiekosten dienen hierbij centraal te staan. Zodoende zal men stapsgewijs de operationele synergieën tot uiting zien komen onder vorm van schaalvoordelen, een efficiëntere organisatie en mogelijk bijkomende besparingen. In een laatste fase zal de onderneming in staat zijn om additionele omzet te generen door de inzet op de nieuw verworven markten, de verkoop van een breder productengamma en innovatie. Bovendien kan de versterkte onderhandelingspositie tegenover klanten en leveranciers worden uitgespeeld om de werkkapitaalbehoefte te verminderen.

15. Lexicon

Asset deal: een overeenkomst waarbij niet de aandelen, maar wel de activa van een onderneming verkocht worden. In dit geval blijven de meeste schulden achter in de verkopende vennootschap en ondergaat deze overeenkomst een andere fiscale behandeling. De asset deal heeft ook gevolgen voor de juridische continuïteit

Earn-out: bij een earn-out wordt de finale prijs gedeeltelijk afhankelijk gemaakt van de toekomstige realisatie van bepaalde objectieven. Hier zijn echter een aantal valkuilen. Zo kan er discussie ontstaan over hoe de resultaten waarop de earn-out gebaseerd is, gemeten moeten worden. Verder kunnen al dan niet gerealiseerde synergieën de vergelijking met resultaten van vóór de overname bemoeilijken.

EBIT / Earnings Before Interest and Tax: de winst voor intrest en belastingen. Dit is een maatstaf voor de operationele winst van een onderneming.

EBITDA / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization: de winst voor intrest, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen. Dit is een maatstaf voor de operationele winst van een onderneming.

Exclusiviteit: een clause in een brief of een overeenkomst waarin de verkoper aangeeft dat hij niet met andere partijen aan het onderhandelen is en ook geen onderhandelingen zal aanvatten/aangaan. Een exclusiviteit is beperkt in tijd.

FIT: Flanders Investment & Trade, ofwel het Vlaams Agentschap voor Internationaal Ondernemen. Deze heeft de opdracht om het internationaal ondernemerschap te bevorderen van Vlaamse bedrijven, in het bijzonder de kmo's. Zij biedt een uitgebreide dienstverlening naar Vlaamse en buitenlandse ondernemers.

Geheimhoudingsovereenkomst (NDA / Non Disclosure Agreement): met deze overeenkomst bevestigen de partijen dat de informatie die uitgewisseld wordt in het kader van overnamegesprekken niet misbruikt zal worden. In deze overeenkomst kunnen

ook andere bepalingen staan, zoals een niet-afwijkingsovereenkomst van personeel.

Informatiememorandum: eens de potentiële koper een geheimhoudingsovereenkomst getekend heeft, krijgt hij informatiememorandum toegestuurd. Dit document stelt de potentiële koper in staat een goed beeld te vormen over de activiteiten en cijfers van de onderneming, zonder bedrijfsgevoelige informatie weg te geven.

Intentieverklaring (LOI / Letter Of Intent): de intentieverklaring is een eerste schriftelijke weergave van de bedoelingen van de partijen. Met uitzondering van de verklaringen rond exclusiviteit en geheimhouding zijn meestal niet alle clauses in de intentieverklaring bindend.

Long list: een long list is de initiële lange lijst van potentiële kopers voor de onderneming.

MBO – Management Buy Out: de transactie waarbij het bestaande management (naast de overnemer) mede-eigenaar wordt van een onderneming.

MBI – Management Buy In: de transactie waarbij een nieuwe managementgroep (naast de overnemer) mede-eigenaar wordt van een onderneming.

Multiple: de multiple-methode is een waarderingsmethode. Hierbij vergelijkt een maatstaf van de onderneming (omzet, EBITDA, EBIT, ...) met de maatstaf van een vergelijkbare onderneming waarvan de ondernemingswaarde wel gekend is. Vergelijkbare ondernemingen kunnen beursgenoteerde ondernemingen zijn of vergelijkbare ondernemingen die overgenomen zijn.

Risico en opportunitetsanalyse (due diligence): de koper kan een risico en opportunitetsanalyse laten uitvoeren op de verkopende onderneming. Een risico en opportunitetsanalyse kan zich richten op het financiële, fiscale, juridische, commerciële, sociaal of milieu aspect van de onderneming. Op basis van de risico en opportunitetsanalyse kan de koper een grondig beeld krijgen van de verkopende onderneming en de te betalen overnameprijs bijstellen.

Share deal: een overeenkomst waarbij de aandelen van de onderneming verkocht worden.

Short list: de short list is een korte lijst van bedrijven die in een eerste fase zullen gecontacteerd worden om te peilen naar hun interesse. De short list ontstaat na een selectie vanuit de long list.

Standstill clause: een clause willen opnemen waardoor de verkoper zich verbindt om gedurende voormelde termijn de vennootschap in going concern te besturen en het voorwerp van de transactie niet te verkopen (stand still).

Synergie: dit omschrijft de waarde die gecreëerd wordt door de samenvoeging van twee ondernemingen. Deze waarde kan zich zowel aan de kostenkant als aan de opbrengstenkant bevinden.

Verdisconteerde kasstromen (DCF / Discounted Cash Flow): een veel gebruikte waarderingsmethode gebaseerd op de actualisatie van toekomstige vrije operationele kasstroom. De toekomstige vrije operationele kasstroom wordt geactualiseerd naar vandaag aan de gewogen gemiddelde vermogenskost (WACC).

Verklaringen en waarborgen (Representations and warranties): de verkoper legt een aantal verklaringen af en waarborgt dat deze juist zijn. Deze verklaringen en waarborgen worden opgenomen in de verkoopovereenkomst. De waarborgen kunnen beperkt worden in tijd en in bedrag. In het geval dat de verklaringen van de verkoper over de onderneming onjuist blijken te zijn, vormen deze verklaringen, al dan niet samen met de waarborgen, de basis voor een latere schadevergoeding.

Werkkapitaal: de som van de klanten, leveranciers, voorraden en andere vlottende activa en passiva die nodig zijn voor de dagelijkse werking van de vennootschap.

© 2020, Agentschap Innoveren & Ondernemen, Koning Albert II-laan, 35, bus 12, 1030 Brussel. Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvuldigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën of enig andere manier, zonder de schriftelijke toestemming van Agentschap Innoveren & Ondernemen.

Dit is een uitgave van:

Agentschap Innoveren & Ondernemen (VLAIO)

Koning Albert II-laan, 35, bus 12

1030 Brussel

T 0800 20 555

info@vlaio.be

www.vlaio.be

D/2020/3241/269

Disclaimer:

Deze uitgave kadert binnen het verlenen van eerstelijnsadvies aan kmo's, dat behoort tot de opdracht van VLAIO. De verstrekte informatie is enkel bedoeld als een eerste algemene toelichting, die de behandelde materie enkel wil situeren in grote lijnen, zonder volledigheid noch juridische precisie na te streven. De voorbeelden en illustraties gebruikt in deze uitgave zijn fictief en enige gelijkenis met bestaande personen en bedrijven berust op louter toeval. Aan deze uitgave kunnen geen rechten worden ontleend. VLAIO streeft de grootst mogelijke zorg na bij het inwinnen en verspreiden van informatie. VLAIO kan echter niet aansprakelijk worden gesteld voor enige schade die rechtsreeks of onrechtstreeks zou voortvloeien uit de acties die op basis van de gegevens uit deze uitgave worden ondernomen.

VLAIO
Koning Albert II-laan 35 bus 12
1030 Brussel
www.vlaio.be
info@vlaio.be
Bel gratis 0800 20 555