

Een sprankelende finale

In deel 1 van dit artikel is de interne fase van een bedrijfsverkoop besproken. In deze fase maakt men een onderneming verkoopgereed, en definieert en documenteert men de verkooppropositie. In dit tweede deel komen de externe en de exclusieve fase aan bod: kopers worden benaderd en men bepaalt de verkoopprocedure en de te volgen onderhandelingsstrategie.

Auteur **drs. Robert Th. Boersma RC**, fusie- en overnameadviseur bij Holland Corporate Finance (www.hcfinance.nl), aangesloten bij M&A International (www.mergers.net)

Voor een goed onderhandelingsresultaat bij de verkoop van een bedrijf of bedrijfs onderdeel, zijn een goede voorbereiding en begeleiding van het verkoopproces van doorslaggevend belang. Het verkoopproces bestaat uit drie fasen: de interne, de externe en de exclusieve fase (zie tabel 1). In deel 1 van dit artikel is de interne fase besproken, in dit vervolgartikel worden de externe en de exclusieve fase besproken. In de externe fase wordt de onderneming te koop aangeboden in de markt. De interesse van *short list*-partijen, de partijen die de onderneming daadwerkelijk benadert, wordt discreet gepeld met behulp van een anoniem profiel van de onderneming, waarin de propositie kort wordt uitgelegd. Geïnteresseerde partijen kunnen na ondertekening van een geheimhoudingsovereenkomst in het bezit komen van het informatiememorandum. Figuur 1 geeft schematisch weer hoe de onderhandelingspositie van de verkopende partij langzaam maar zeker verslechtert wanneer het verkoopproces voortschrijdt. De onderhandelingspositie wordt zelfs ronduit ongunstig op het moment dat aan een kopende partij exclusiviteit wordt verleend. Dit wordt doorgaans geregeld in een *Letter of intent* (LOI).

Wanneer men kiest voor een strikt georganiseerde veiling of 'controlled auction'-procedure, laat men meerdere kopers in verschillende rondes tegen elkaar opbieden. De externe fase wordt dan zo lang

mogelijk opgerekt, onder meer door het boekenonderzoek zoveel mogelijk voor de ondertekening van een LOI te laten plaatsvinden in een 'data room'. Figuur 2 laat zien dat hierdoor de exclusieve fase zo kort mogelijk wordt gehouden.

Men kiest meestal voor een veiling als de onderneming een stabiele, voorspelbare cashflow genereert en het zeker is dat veel kandidaat-kopers geïnteresseerd zullen zijn. De laatste jaren kan bij een houdbaar bedrijfsresultaat (EBIT) vanaf ongeveer 5 miljoen euro bijna steevast worden gerekend op warme belangstelling van enkele tientallen Europese 'private equity'-fondsen.

Als een verkoopproces niet als een veiling wordt opgezet, kan – afhankelijk van het aantal reacties en de getoonde interesse – gedurende het verkoopproces alsnog worden besloten de procedure aan te scherpen in de richting van een veiling. Maar pas op: als een onderneming waarvoor te weinig interesse bestaat via een veiling wordt verkocht, bestaat de mogelijkheid dat de strikte procedures zich uiteindelijk tegen de verkoper keren. Het is bijvoorbeeld funest om te moeten terugkeren naar een mogelijk toch geïnteresseerde potentiële koper, wanneer deze eerder in het proces is afgevallen als straf voor het niet uitbrengen van een bod voor 16.00 uur plaatselijke tijd op de daarvoor vastgestelde datum.

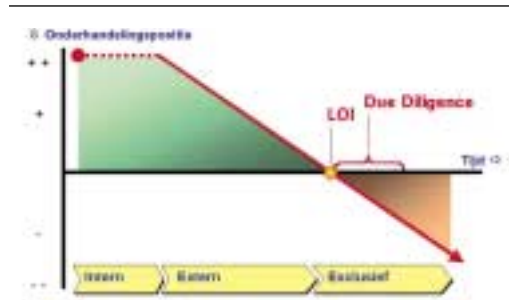
Bedrijfsbezoek

Voordat men geïnteresseerde partijen vraagt een indicatief bod uit te brengen, worden ze soms uitgenodigd voor een kenningsmakingsgesprek en een bedrijfsbezoek. Het belangrijkste doel van een dergelijk gesprek is het uitwisselen van informatie. De koper ontvangt aanvullende informatie voor het uitbrengen van een indicatief bod en krijgt de mogelijkheid een gevoel te ontwikkelen bij de onderneming. Aan de andere kant geeft een nadere

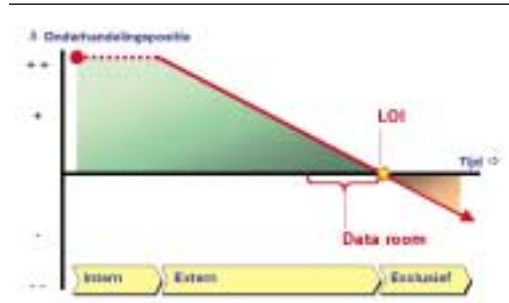
Tabel 1. Het verkoopproces

Fase	Tijdsduur
Intern <ul style="list-style-type: none">• Verkoopgereed maken onderneming• Propositie documenteren	0 - 5 jaar 2 - 3 maanden
Extern <ul style="list-style-type: none">• Onderneming aanbieden in de 'markt'• Intentieovereenkomst uitonderhandelen	2 - 3 maanden 1 - 2 maanden
Exclusief <ul style="list-style-type: none">• Boekenonderzoek en opstellen van finale contracten	1 - 2 maanden

Figuur 1. Het onderhandelingspectrum van een 'normaal' verkoopproces



Figuur 2. Het onderhandelingspectrum van een 'veiling' verkoopproces



kennismaking de verkoper de gelegenheid de interesse van de koper te verifiëren en informatie te verzamelen over eventuele specifiek aan de koper gerelateerde synergiemogelijkheden. Op basis van deze informatie kan vaak al in een vroeg stadium worden bepaald of de potentiële koper kans maakt om de uiteindelijke koper te worden.

Heads of agreement

Kopers krijgen in aanvulling op het informatie-memorandum een procedurebrief waarin de propositie nogmaals helder uiteen wordt gezet (bijvoorbeeld: wat wordt verkocht, per wanneer kan de overname plaatsvinden, en hoeveel vermogen wordt meegeleverd) en waarin wordt aangegeven welke informatie de koper wordt geacht te verstrekken in het bod. De brief is erop gericht om uitgebrachte biedingen beter onderling te kunnen vergelijken.

De ondertekening van de intentieovereenkomst is de belangrijkste mijlpaal in het verkoopproces. In de praktijk wordt de algemeen bekende term 'Letter of intent' voor de meest uiteenlopende documenten gehanteerd: van een vrijblijvend A4-tje waarin partijen aangeven wat zij nastreven, tot een overeenkomst die bindend is maar nog moet worden uitgewerkt tot de overeenkomst van koop en verkoop. Deze laatste vorm, de 'Heads of Agreement', komt meestal tot stand tijdens een veiling en vormt een bindend bod (met slechts enkele ontbindende voorwaarden). In deze fase van het proces is een belangrijke rol weggelegd voor de in ondernemingsrecht gespecialiseerde juristen. Zij zullen tot aan het moment van de 'closing' nauw bij het verkoopproces betrokken blijven.

Het is van groot belang dat de verkoper op het moment van het tekenen van de intentieovereenkomst het beste onderhandelingsresultaat heeft bereikt en dat dit op een dusdanige wijze is vastgelegd, dat het tijdens de exclusieve fase behouden kan blijven. Als regel kan men stellen dat de 'deal' voor de verkoper nooit beter zal worden, alleen maar slechter. Zorg er daarom voor dat de potentiële koper een 'Heads of Agreement' tekent, en dat zo min mogelijk ruimte wordt gelaten om de onderhandelingen na het tekenen hiervan te heropenen, bijvoorbeeld naar aanleiding van tegenvallende *due diligence*-resultaten.

Men moet dus voorkomen dat tijdens de *due diligence* (het boekenonderzoek) materiële tegenvallers moet worden gemeld of dat 'lijken in de kast' worden gevonden. De verkoper dient daarom al in een vroeg stadium van het verkoopproces een overzicht te hebben van de materiële zwakke, of soms zelfs ronduit slechte, punten van het bedrijf. En het is een illusie om te denken dat een bedrijf geen zwakke punten heeft. Ga ervan uit dat een geoefend koper ze tijdens het boekenonderzoek feilloos weet te vinden.

Het is daarom niet zozeer de vraag of materiële punten aan de potentiële koper kenbaar moet maken, maar *wanneer*. Hoe gevoeliger de informatie is, des te later in het proces (en dus aan minder partijen) deze wordt bekendgemaakt. Zorg er evenwel altijd voor dat deze 'negatieve' informatie voor het tekenen van de 'Heads of Agreement' bij de koper bekend is. De koper zal deze dan in elk geval niet als argument kunnen gebruiken om in de exclusieve fase het bod naar beneden bij te stellen.

Claimmogelijkheden, en de hoogte en de duur van de te stellen garanties en zekerheden zijn transactievoorwaarden die vaak van directe invloed zijn op de prijs. Zorg daarom dat deze voorwaarden volledig duidelijk zijn voordat een bod wordt geaccepteerd, en werk deze – voor zover de omstandigheden dit toelaten – uit in de 'Heads of Agreement'. Mochten zich op het gebied van aansprakelijkheid en garanties onoverbrugbare verschillen voordoen, denk dan eens aan de optie om de garanties te verzekeren. Het is tegenwoordig bij gespecialiseerde verzekeringsmaatschappijen mogelijk om de contractuele garanties te verzekeren en dus integraal af te kopen.

Het is bovendien aan te bevelen om in de 'Heads of Agreement' afspraken te maken over de afwikkeling van het verdere proces, zoals een tijdsplan, de communicatie met elkaar en met derden, en de strekking van de *due diligence*.

Due diligence

Nadat een principeakkoord is bereikt, wordt de kopende partij in staat gesteld een boekenonderzoek uit te voeren om de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie te verifiëren. Omdat de exclusieve fase zo kort mogelijk moet wor- >>

den gehouden, is het belangrijk dat de due diligence goed wordt voorbereid en dat informatie waarvan men kan verwachten dat (de adviseurs van) de koper deze wil inzien, beschikbaar is.

Alhoewel een due diligence van sector tot sector en van bedrijf tot bedrijf anders zal worden opgezet, worden over het algemeen het primaire proces, het management, het personeelsbestand, financiële, juridische en fiscale zaken, en het milieu onderzocht. Het komt voor dat in deze fase wel vertegenwoordigers van het personeel, zoals de Ondernemingsraad, maar niet het personeel zelf worden ingelicht. Dit kan zinvol zijn, omdat onrust binnen de onderneming de positie van de verkoper aanzienlijk kan verzwakken. Om 'lekken' te voorkomen, is het verstandig om de due diligence-informatie buiten de onderneming beschikbaar te maken, bijvoorbeeld in het kantoor van de huisaccountant. Daarnaast is het van belang een 'inner circle' van sleutelfunctionarissen vrij te maken die de vragen van de koper kunnen beantwoorden. Tijdens de due diligence-fase beginnen de advocaten met het opstellen van een ontwerpkoopovereenkomst, op basis van de uitgangspunten zoals vastgelegd in de 'Heads of Agreement' of LOI. In deze fase vinden de laatste onderhandelingen plaats, die – afhankelijk van de uitkomsten van de due diligence – tot meer of minder ingrijpende aanpassingen van de verkoopvoorwaarden zullen leiden.

Het boekenonderzoek geeft bijna altijd aanleiding om op punten nadere onderhandelingen te voeren. Het betreft hier veelal het verlenen van aanvullende garanties door de verkoper en een nadere uitwerking van de prijsmatige elementen van de transactie.

Als de verkoopprocedure omissies heeft vertoond, of als geen 'spijkers met koppen' zijn geslagen in de 'Heads of Agreement', vertaalt dit zich in deze fase bijna onherroepelijk in een neerwaartse bijstelling van de prijs en condities. Zoals reeds getoond in de figuren 1 en 2, is het essentieel dat de verkoper voordat de exclusieve fase aanvangt, het beste onderhandelingsresultaat heeft bereikt.

Champagne

De koopovereenkomst omvat meestal ook een zogenoemde 'disclosure letter'. Hierin somt de verkoper de (materiële) informatie op die schriftelijk dan wel mondeling aan de koper is verstrekt en door de koper als bekend mag worden verondersteld. De bedoeling van deze brief is te voorkomen dat de koper al te gemakkelijk kan claimen onder de door de verkoper gestelde garanties. Het is daarom belangrijk dat de verkoper tijdens het gehele verkoopproces goed bijhoudt welke informatie aan de koper is verstrekt in briefwisselingen en gesprekken, tijdens de 'data room' en de due diligence.

Als beide partijen het eens zijn over de inhoud en vorm van het uiteindelijke overnamecontract, kan de exclusieve fase worden afgerond met de ondertekening (de 'signing') van de overeenkomst. De ondertekening vindt meestal plaats bij de notaris. Deze zal vervolgens de benodigde aktes passeren (de 'closing'), waardoor de transactie een feit wordt en de champagne kan vloeien. Sinds het begin van het verkoopproces zijn dan gemiddeld zes tot 12 maanden verstreken.

In Nederland is vaak dan pas het moment aangebroken dat koper, verkoper en de betrokken adviesteams met elkaar een hapje gaan eten. In tegenstelling tot veel andere landen, geldt voor de nuchtere Hollanders namelijk nog steeds: 'Let's first do the deal, and then have dinner'. <<

A D V E R T E N T I E