

Activa transactie versus aandelentransactie

In onderhandelingen wordt vaak gesproken over overdracht van activa, handelsfonds of aandelen. Wat houden deze termen in en waar liggen de belangrijkste verschillen ?

Activa versus aandelen

Als een bedrijf wordt overgedragen, gaat de eigenaar er doorgaans van uit dat dit onder de vorm van aandelen gebeurt. Aandelen zijn titels die het materiële bezit van een onder de vorm van een vennootschap opgericht bedrijf weergeven. Aandelen kunnen op naam zijn (in een aandeelhoudersboek of elektronisch op een effectenrekening geregistreerd) of aan toonder (nog tijdelijk fysiek of elektronisch op een effectenrekening geregistreerd). Bij overdracht van de aandelen spreekt men ook over een "share deal".

Een overdracht van activa, handelsfonds, ook wel "asset deal" genoemd, kan onder het gemeen recht worden doorgevoerd ofwel via de wettelijke procedure van een inbreng van bedrijfstak. Bij de meest gebruikelijke vorm, onder gemeen recht, worden niet de aandelen van de vennootschap, maar wel bepaalde activa door de vennootschap overgedragen. Dit zijn doorgaans investeringsgoederen (merken, patenten, grond en gebouwen, machines, inrichting, ict-infrastructuur, rollend materieel, enz.) en voorraden.

Met andere woorden, bij een share deal zijn het de aandeelhouders van de vennootschap die hun aandelen overdragen. Bij een asset deal onder het gemeen recht is het de vennootschap die bepaalde van haar activa overdraagt.

Waar liggen nu de essentiële verschillen tussen beide vormen ?

Waarde

De waarde van de aandelen wordt in principe puur bepaald op basis van de te verwachten vrije cashflow en op basis van eventuele extra balansmatige elementen zoals bv. een gebouw, overtollige liquiditeiten en af te betalen schulden. De overige elementen van de balans, waaronder de overige vaste activa en het nettobedrijfskapitaal worden verondersteld deel uit te maken van de berekende waarde en worden dus geen tweede maal gerekend. Met andere woorden: een winstgevend bedrijf in continuïteit koopt men doorgaans omwille van zijn rentabiliteit. De machines, voorraad, openstaand cliënteel en leveranciers die nodig zijn om dit rendement te kunnen halen, zijn dan reeds in de op basis van het rendement berekende prijs vervat.

De waardeberekening ligt bij een overdracht van assets totaal anders. In dit geval worden activa uit de vennootschap gelicht en worden doorgaans overgedragen aan een andere vennootschap. Men betaalt dus in eerste instantie de waarde van de overgedragen activa. Daarbovenop wordt meestal een meerwaarde of "goodwill" betaald, die bij een winstgevend bedrijf in continuïteit eveneens gebaseerd is op het rendement dat men met de overgenomen activa (activiteit) kan halen.

In principe moet de waarde die de eigenaar krijgt bij een share deal exact gelijk zijn aan de waarde die hij bekomt, na vereffening van de vennootschap, bij een asset deal. In realiteit is dit niet zo omwille van fiscale en kostenaspecten. We komen daar later op terug, maar veronderstellen voorlopig dat er enkel één belastingtarief voor vennootschappen is (33,99%) waarbij bij een asset deal meerwaarden onmiddellijk belastbaar en aftrekbaar zijn in hoofde van respectievelijk de overdrager en de overnemer en dat er voor het overige geen belastingen noch kosten zijn.

Aansluiting

Een cijfermatig voorbeeld wordt weergegeven in de hierbij gevoegde schema's, waarbij **Schema 1** de balans en resultatenrekening van de overgenomen vennootschap (target) respectievelijk de vennootschap die haar activiteit overdraagt voor en na de asset deal weergeeft. **Schema 2** toont hoe de prijs bij een asset deal uit de prijs voor de aandelen wordt gedistilleerd. **Schema 3** ten slotte toont de balans van de overnemende vennootschap na de asset deal.

Stel, de waarde, berekend voor de aandelen van de target op basis van vrije cashflow en balansmatige correcties, is gelijk aan 300. In de veronderstelling dat de eigenaar van de target geen kosten moet betalen, en dat hij zijn vermogen als een goed huisvader heeft beheerd, krijgt hij netto 300 in handen.

Een eerste stap om tot de waarde van de assets te komen is het bruteren van de waarde van de aandelen om te komen tot een waarde vóór belasting. Daartoe wordt eerst de nettoboekwaarde van de overgedragen activa (materieel vast actief + voorraad = 60) afgetrokken. Vervolgens wordt het bekomen bedrag (240) verhoogd met de vennootschapsbelasting (33,99%) die op de meerwaarde dient te worden betaald en tenslotte wordt de nettoboekwaarde van de overgedragen activa terug bijgeteld zodat een gebruteerde waarde (423,58) wordt bekomen.

Als de overnemer de target aan deze waarde zou overnemen, betaalt hij in de meeste gevallen teveel. Waarom? Hij heeft nu weliswaar de machines en voorraad gekocht die nodig zijn om het cliënteel te blijven bedienen, maar er ontbreken nog de andere elementen in de balans van de overnemende vennootschap die noodzakelijk zijn om de activiteit te kunnen uitbaten. Er dient onder meer krediet te worden verleend aan de cliënten, bepaalde bedrijfsgebonden financiering moet worden aangegaan en ook is een minimum aan liquide middelen vereist om vertragingen in de financiële cyclus van het bedrijf op te vangen. We veronderstellen hierbij dat op de balans van de target de betreffende posten correct staan en dus zonder correcties kunnen overgenomen worden in de balans van de overnemer (**Schema 2**). Dit resulteert in ons voorbeeld in een correctie van 30 (handelsvorderingen + Liquide middelen - financiële schulden - handelsschulden) die vóór belasting overeenkomt met een bedrag van 45,45 aan bijkomende middelen die de overnemer moet voorzien om zijn balans te vervolledigen.

De uiteindelijke prijs die de (vennootschap van de) overnemer voor de assets wil betalen, komt dus neer op het verschil tussen de reeds berekende gebruteerde waarde en de middelen die deze nodig heeft om de balans te vervolledigen, dus $423,58 - 45,45 = 378,13$.

Nemen we de proef op de som, en vullen we deze bedragen in ons schema in, dan bekomen we, na belastingeffect een bedrag van 300 als eigen vermogen van de target die de assets verkoopt en exact 300 als eigen vermogen van de Newco die de assets koopt. In wezen is een share deal dus exact herleidbaar tot een asset deal.

Verschil waarde assets versus shares

In de praktijk kan de waarde bij overdracht van aandelen niet rekenkundig verzoend worden met deze bij overdracht van activa.

Dit heeft vooral te maken met een verschillend regime van belastingen en kosten bij de twee overnametechnieken, respectievelijk tussen eigenaar en overnemer.

Bij een asset deal dient de overdragende vennootschap de verschuldigde belasting op meerwaarden in principe onmiddellijk te betalen. Vervolgens dient de overdragende vennootschap nog te worden geliquideerd vooraleer de uiteindelijke eigenaar ervan de centen letterlijk in handen krijgt. Daarbij is een liquidatiebelasting van toepassing en moeten ook de vereffenaar en de accountant worden betaald.

Aan de kant van de overnemer dient een nieuwe vennootschap te worden opgericht wat eveneens kosten en bepaalde vormen van belastingen met zich meebrengt. Vervolgens kan de overnemende vennootschap de goodwill die zij betaalt in principe niet onmiddellijk aftrekken wat een financieel nadeel oplevert.

Deze factoren maken dat een prijs voor een asset deal tussen eigenaar en overnemer nooit volledig aangesloten kan worden en dat de prijs die een eigenaar netto ontvangt voor de aandelen niet volledig gelijk is aan het scenario waarbij hij het handelsfonds overdraagt. De verschillen maken voorwerp uit van onderhandeling.

Risico's

Bij een share deal wordt de vennootschap overgenomen met alle rechten en verplichtingen die deze heeft. Als de aandelen worden overgenomen, worden m.a.w. ook alle gekende en latente risico's van de vennootschap mee overgenomen. Als achteraf blijkt dat een bepaalde vordering die dateert van voor de overdracht oninbaar is of als er dan onverwachts nog een niet bekende schuld of andere verplichting opduikt die haar oorsprong vindt in de periode voor de overdracht, dan zit de overnemer daar ook mee en dient deze zich dan op eventuele contractuele voorwaarden of het niet naleven van wettelijke bepalingen te beroepen om deze schade te laten vergoeden.

Bij een asset deal volgens het gemene recht, blijven de rechten en verplichtingen die dateren van of hun oorsprong vinden in de periode van voor de overdracht, in de overdragende vennootschap zitten, waardoor de overnemer gespaard blijft van een aantal "lijken in de kast".

Wel dient bij overdracht van activa in het kader van de vennootschapsbelasting, btw en sociale zekerheid een specifieke procedure gevolgd te worden zodat de overnemende vennootschap niet aansprakelijk kan gesteld worden voor achterstallige en boetes van de overlatende vennootschap.

In het kader van het personeel hebben bij een asset deal mensen die hoofdzakelijk voor de overgedragen activiteit werkten voor de overdracht, het recht deze activiteit te volgen, een verplichting die volgens CAO 32bis automatisch op de overnemende vennootschap overgaat.

Indien een activiteit onder gemeen recht wordt overgedragen, dient men zich te realiseren dat cliënten en leveranciers niet verplicht zijn de overnemende vennootschap als nieuwe contractpartij te aanvaarden en het recht hebben de contractuele relatie als ontbonden te beschouwen. In de praktijk levert dat doorgaans weinig problemen op omdat de overnemer de verbintenissen van de overdrager de facto gewoon verder nakomt. Daardoor gaan de meeste asset deals dan ook onder het gemeen recht door. Bij een share deal dient de overnemer zich tenslotte te hoeden voor contracten die "intuïtu personae" werden aangegaan of die kunnen worden ontbonden indien het aandeelhouderschap wijzigt.

Kort samengevat:

- Bij een "share deal" worden de aandelen van de vennootschap overgedragen, bij een "asset deal" (handelsfonds) worden bepaalde activa door vennootschap overgedragen.
- De waarde van een share deal wordt bepaald door de te verwachten vrije cashflows, gecorrigeerd voor balansmatige elementen. De waarde van een asset deal baseert zich eveneens op de te verwachten vrije cashflows, doch verschilt van de waarde voor aandelen door balansmatige elementen en door belasting- en kostenaspecten. De waarde voor assets wordt ook anders voorgesteld, als een waarde voor overgedragen activa en een goodwill.
- De waarde voor aandelen kan, mits bepaalde veronderstellingen, perfect worden aangesloten op de waarde voor het handelsfonds.
- Beide vormen (asset deal en share deal) hebben hun risico's. Bij aandelen kunnen makkelijker "lijken uit de kast" vallen. Bij handelsfonds dient men specifieke procedures te volgen en moet ondermeer CAO 32bis worden gerespecteerd.

Kristo van Holsbeek
MNA nv
www.mna.eu