

Delicate driehoeksrelatie. Een MBO opzetten



(Illustratie Vero Beauprez)

VeRo

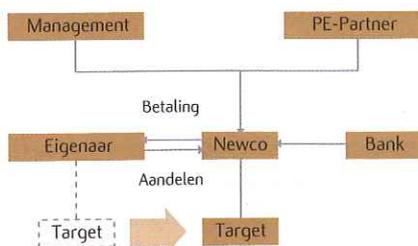
Als een bedrijf om een of andere reden klaar is voor een overname, is het eigen management daarvoor soms het best geplaatst. Die managers kennen het bedrijf door en door en zijn goed op elkaar ingespeeld. Als ze ook nog voldoende ondernemingszin hebben, kunnen ze de nieuwe (mede-)eigenaars worden via een managementbuy-out.

Bij een managementbuy-out neemt het management, het actieve team of een specifiek daarvoor samengesteld deel van het management, alle of een deel van de bedrijfsaandelen over. Dikwijls zal dat uiteraard gebeuren met behulp van schuldfinanciering door een bank en/of met privékapitaal (een private-equitypartner).

Doorgaans neemt zo'n managementteam het initiatief, maar ook de eigenaar van het bedrijf kan de eerste stap zetten. Voorwaarde is dat overname van het bedrijf in kwestie aan de orde is. In een klassiek scenario kan dat bijvoorbeeld doordat de eigenaar op leeftijd komt, maar het kan ook dat het management in actie schiet als het bedrijf slabakt, misschien doordat de eigenaar het verwaarloost of een verkeerd beleid voert.

In eerste instantie zal het management aftoetsen in hoeverre een overname zin heeft. Vooral de bereidheid van de eigenaar om het bedrijf over te dragen en zijn prijsverwachting spelen daarbij een rol. Die bereidheid is niet zo evident. De eigenaar heeft immers dikwijls de mogelijkheid om zijn bedrijf aan een grotere industriële speler over te laten. Dat kan hem of haar soms meer opbrengen dan een managementbuy-out (MBO). Anderzijds brengt een resolute 'nee' tegen het management ook een risico met zich mee: de managers kunnen beslissen het bedrijf te verlaten. Daarom geeft de eigenaar aan het management vaak de kans, gedurende een afgelijnde periode, een financiële partner te zoeken en een aanvaardbaar voorstel te formuleren.

Als besloten wordt tot een MBO, verloopt dat juridisch-technisch dikwijls via een nieuw op te richten vennootschap.



Voordat het management met een private-equitypartner (PE) rond de tafel zit, is er eerst voorbereidingswerk. Er zijn ook nogal wat strikt juridische en governance-aspecten waar men op moet letten, maar die behandelen we in een aparte bijdrage (zie p.35 e.v.).

Er wordt best een *information memorandum* opgesteld dat het relaas van activiteiten, organisatie, klanten, leveranciers, activa, passiva en resultaten van de onderneming beschrijft.

Belangrijk onderdeel daarvan vormt een businessplan of budget dat enerzijds het potentieel van het bedrijf aantoont en anderzijds toelaat de leverage (of financiële hefboom) te bepalen die bij de overname kan worden aangewend.

De managers dienen ook te bepalen hoeveel aandelen ze uiteindelijk willen verwerven en welk kapitaal ze daarvoor ter beschikking hebben. Ook de leverage die het bedrijf kan dragen, dient te worden berekend.

PE-provider gezocht

Aangezien bij de overname ook afspraken onderhandeld moeten worden tussen het management en de PE-partner, kan het ook van belang zijn daar wat concurrentie te laten spelen. Daarom wordt een lijst met PE-partners opgesteld die voldoen aan het voor de betreffende transactie noodzakelijke profiel. Vervolgens wordt een laatste selectie gemaakt van PE-partners en aan hen wordt het *information memorandum* voorgesteld.

Door één of enkele PE-providers worden dan verdere gesprekken aangeknoopt met het management en de eigenaar.

Drieband

In een klassieke overname zijn twee partijen betrokken: de overdrager en overnemer. Bij een MBO wordt er echter doorgaans drieband gespeeld: de overdrager, de PE-provider met daartussen het management gewrongen.

Management en PE-provider

Het management dient een aantal afspraken te maken met de PE-provider. Die hoofdlijnen worden opgenomen in een intentieverklaring tussen beide. Later wordt die dan vertaald en verfijnd tot een aandeelhoudersovereenkomst en statuten van de Newco. Een PE-partner eist daarbij vaak een periode van exclusiviteit. Wat wordt daarin zoal afgesproken?

In eerste instantie dient bepaald te worden hoe de aandelenverhouding tussen beide zal liggen. Die wordt niet altijd bepaald door de verhouding tussen de bedragen die door de PE-provider enerzijds en het management anderzijds worden ingebracht. De PE-provider heeft immers het management nodig om zijn beoogde meerwaarden te realiseren. Door de ingebrachte bedragen asymmetrisch op te splitsen in kapitaal en achtergestelde lening, kan er minder of meer naar het management worden toegeschoven. De verhouding met in de teller de prijs per aandeel die de PE-provider betaalt en in de noemer de prijs per aandeel die het management betaalt, noemt men de *envy ratio*. Een voorbeeld:

- PE-provider brengt in	
o kapitaal	850.000
o lening	4.150.000
o totaal	5.000.000
en krijgt	
o aandelen	850

- Management brengt in	
o kapitaal	150.000
o lening	50.000
o Totaal	200.000
en krijgt	
o aandelen	150

- Verhouding op basis van ingebrachte totale bedragen	
o PE-provider	$\frac{5.000.000}{5.000.000 + 200.000} = 96\%$

o Management	$\frac{200.000}{5.000.000 + 200.000} = 4\%$
--------------	---

- Verhouding op basis van ingebracht kapitaal	
o PE-provider	$\frac{850.000}{850.000 + 150.000} = 85\%$

o Management	$\frac{150.000}{850.000 + 150.000} = 15\%$
--------------	--

- Envy ratio	
$\frac{5.000.000 / 850}{200.000 / 150} = \frac{5.882,35 \text{ € / aandeel}}{1.333,33 \text{ € / aandeel}} = 4,41$	



(Illustratie Vero Beauprez)

Hoe hoger de envy ratio, hoe meer de PE-provider aandelen prijsgeeft aan het management. Die ratio wordt bepaald door de onderhandelingskunst, de kwaliteit en het financiële vermogen van het management.

Het management dient ook aan te geven hoeveel het wenst te investeren in het bedrijf. Doorgaans zijn managers late dertigers of jonge veertigers die in een gezinssituatie met kinderen en hypotheek zitten en niet de grote kapitalen kunnen vrijmaken voor investering.

De financiële hefboom (leverage) bepaalt ook de mate waarin het management al of niet een groter stuk van de aandelenkoek naar zich toe kan trekken. Hoe meer bij de bank geleend kan worden, hoe zwaarder de inbreng van het management kan wegen en hoe minder een PE-provider aan bod komt. Anderzijds vergroot een hogere overnameprijs de kans dat een PE-provider betrokken wordt. Rekening houdend met bovenstaande elementen, bedraagt de deelneming van het management doorgaans 10 à 15%.

Managementloon

Naast de deelneming wordt natuurlijk ook het vergoedingspakket van het management onder handen genomen. Aangezien de PE-partner wil dat het management goed presteert, wordt vooral gewerkt met resultaatgedreven, bijkomende verloning. Dat kan bijvoorbeeld via een *ratchet clause* worden

geregeld. Het Engelse *ratchet* betekent een tandwiel met een blokkeerpin, zodat het wiel enkel in één richting kan draaien. Een ratchet blokkeert het rendement van een PE-provider zodat het niet boven een bepaald niveau kan stijgen. Zo'n clause is een instrument om een management dat over niet veel middelen beschikt, de kans te geven toch een substantiële deelneming te verwerven in het bedrijf. Natuurlijk dient het management er bij het opstellen van een dergelijke clause en bij het vastleggen van alle overige voorwaarden op toe te zien dat de targets die (meestal door henzelf) vooropgesteld worden, haalbaar zijn.

Een degelijke en professionele PE-speler weet dat hij niet te ver mag gaan in dergelijke onderhandelingen, of dat hij anders zijn eigen investering in gevaar brengt. Met andere woorden: uit een uitgeperste vrucht haal je geen sap meer.

Een voorbeeld van zo'n clause is het toekennen van warrants tegen een aantrekkelijke uitoefenprijs op voorwaarde dat bepaalde targets (bv. ebitda) worden gehaald. De PE-provider heeft immers een bepaald rendement op zijn investering voor ogen. Als dat wordt overschreden, is hij bereid zijn aandeel beperkt te laten verwateren. De rollen kunnen natuurlijk ook worden omgekeerd: als bepaalde targets niet worden gehaald, dan wordt het aandeel van de PE-provider groter ten nadele van het management.

Afspraken

Ten slotte dienen de PE-provider en het management de overige elementen van hun samenwerking op aandeelhouders- en bestuursvlak vast te leggen, zoals:

- toekomstplan,
- taakverdeling,
- samenstelling en frequentie van vergaderingen,
- welke beslissingen worden met welke meerderheden genomen,
- winstverdeling,
- niet-concurrentie,
- voorkooprecht, volgrecht, volplicht en/of 'good & bad leaver'-clausules,
- geheimhouding.

Eigenaar en PE-provider

Eenmaal de PE-provider-overnemer overtuigd is van de opportuniteit, zal hij een voorstel formuleren naar de eigenaar. Dat gebeurt onder de vorm van een intentieverklaring of een bod. Het voorwerp van de overdracht, de prijs en de voorwaarden en garanties worden daarin voorgesteld. Ook de verschillende stappen om tot het sluiten van de transactie te komen, worden opgelijst. Ten slotte worden ook de nodige voorbehouden rond audit, financiering en noodzakelijke akkoorden met het management geformuleerd.

Management & eigenaar

Het management zit in een delicate positie tussen PE-provider en eigenaar en moet diplomatisch tewerkgaan: de eigenaar wil een zo hoog mogelijke prijs en zo weinig moge-

lijk waarborgen en garanties; de PE-provider wil dan weer een zo laag mogelijke prijs en zoveel mogelijk waarborgen & garanties.

Doorgaans wordt vastgesteld dat bij de aanvang van het proces het management geneigd is de eigenaar ter wille te zijn, terwijl naar het sluiten van de deal toe de sympathie van het management overhelt naar de PE-provider.

De eigenaar vindt dan weer aansluiting bij de PE-provider om een deel van zijn waarborgen en garanties af te wentelen op het management. Zo garandeert het management vaak

dat het businessplan op een redelijke wijze is opgesteld en bevestigt het de feitelijke gegevens die in het auditrapport zijn opgenomen. Het topkader kan zich dan weer op zijn beurt indekken door het middenkader bepaalde informatie te laten bevestigen, door de te geven garanties te beperken of door de maximale aansprakelijkheid te begrenzen in bedrag en in tijd.

Closing

Een eerste stap in de closing is de oprichting van Newco en het tekenen van de aandeelhoudersovereenkomst tussen PE-provider en

management.

Vervolgens wordt het geld aan Newco door de bank ter beschikking gesteld aan de overeengekomen voorwaarden.

Ten slotte betaalt Newco de eigenaar voor de aandelen en verwerft het de aandelen van de target. Tegelijk worden de dienstverleningsovereenkomsten met het management gesloten.

FD Kristo van Holsbeeck

MBO: enkele juridische aandachtspunten

Een managementbuy-out is niet alleen economisch complex. Al van bij de aanvang van het onderhandelingsproces moeten de protagonisten zich bewust zijn van hun rechten en plichten.

Zo hebben individuele managers en bestuurders ten aanzien van hun vennootschap een geheimhoudingsplicht. Ze mogen niet zomaar vertrouwelijke gegevens over de vennootschap meedelen aan derden. Denken we bv. aan de inhoud van belangrijke licentieovereenkomsten, de kostprijsberekeningen of samenstelling van een cliëntenportefeuille. Kandidaat-overnemers willen die vertrouwelijke informatie uiteraard wel om zich een correct beeld te kunnen vormen van de onderneming en haar risico's. Enkel de raad van bestuur kan beslissen om vertrouwelijke informatie mee te delen aan kandidaat-overnemers. Individuele managers, bestuurders of aandeelhouders op zoek naar PE-providers, zullen dus omzichtig moeten omspringen met de vertrouwelijke



Hilde Laga, voorzitter Laga Advocaten (Foto Hendrik De Schrijver)

informatie waarover ze beschikken. Beslist de raad van bestuur om vertrouwelijke informatie mee te delen aan kandidaat-investeerders, dan zal die erop toezien dat die partijen een geheimhoudingsovereenkomst ondertekenen.

Precontractuele aansprakelijkheid

Partijen hebben vaak verkeerdelijk de indruk dat hun onderhandelingen vrijblijvend zijn. Niets is minder waar. Alle betrokkenen lopen kosten op in die voorbereidende fase. Alleen al >>