

WETTELIJKE HINDERPAAL VOOR HET FINANCIEREN VAN OVERNAMES?

DOOR BRUNO VERVISCH

Wie een bedrijf koopt moet niet alleen een allesomvattend overnameakkoord bereiken – wat vaak een complex en slopend proces is – maar in een vroeg stadium ook al denken aan de financiering van de transactie. Een gedetailleerd en realistisch businessplan opstellen, gekoppeld aan de uitwerking van een geschikte financieringsstructuur, is cruciaal. Zonder die gegevens moet je niet naar een bank stappen. De overname van aandelen is de meest voorkomende manier bij de eigenaarswissel van grotere bedrijven. Artikel 629 van het Wetboek van Vennootschappen (W. Venn) speelt in die context een belangrijke rol.

Uitgangspunt: leveraged buy out

We gaan uit van een Leveraged Buy Out (LBO). Dit is een techniek waarbij de overnemer via een bestaande of speciaal daartoe opgerichte vennootschap – hierna Newco genoemd - de aandelen van het over te nemen bedrijf – hierna Target genoemd – koopt. De overnemer financiert de transactie voor het grootste deel met bankschulden, aangevuld met een minderheidsgedeelte aan risicokapitaal dus eigen fondsen en/of fondsen van Venture Capitalists. In een dergelijke constructie vragen banken doorgaans minimum 30% aan eigen inbreng. Bij een LBO betaalt Newco in principe de (hoge) schuldfinanciering hoofdzakelijk terug met de cash flow van de Target.

De bank evalueert de financierbaarheid van een dergelijke overnametransactie in een eerste fase op basis van de intrinsieke kracht van het project: de kwaliteit van de Target en van het management, maar ook op basis van kenmerken zoals de continuïteit en de economische situatie van de sector. Is die eerste inschatting positief, dan volgt een grondig onderzoek naar de capaciteit tot terugbetaling van het krediet. Daarbij is het voor de bank cruciaal dat het businessplan aantoonbaar dat zelfs in het slechtste scenario zoals geen omzetgroei of eventueel zelfs een omzetsdaling, de terugbetaling van de overnamekredieten toch mogelijk blijft. Pas in aanvullende orde zal de bank nagaan of het krediet ook op een redelijke manier kan gewaarborgd worden.

In al die stappen spelen de beperkingen die worden opgelegd door artikel 629 W. Venn een belangrijke rol.

Verboden handelingen

Artikel 629 W. Venn. stipuleert duidelijk: “Een naamloze vennootschap mag geen middelen voorschieten, leningen toestaan of zekerheden stellen met het oog op de verkrijging van haar aandelen of van haar winstbewijzen door derden of met het oog op de verkrijging of de inschrijving door een derde van certificaten die betrekking hebben op aandelen of winstbewijzen (...)”.

Andere artikelen van dit Wetboek - zoals artikel 329 voor de BVBA, artikel 657 voor de CVA en artikel 430 voor de CVBA - hebben het over een analoge verbodsbepaling. Omdat artikel 629 W. Venn. niet uitblinkt in duidelijkheid is het de aanleiding van vele discussies in de rechtsleer. Bij de bespreking hierna houden wij rekening met de mening van de meerderheid.

Volgende limitatief opgesomde handelingen zijn door art. 629 W. Venn. strikt verboden zowel voor het verwerven van bestaande aandelen onder bezwarende titel door koop, als om in te schrijven op nieuwe aandelen in het kader van een kapitaalsverhoging :

■ Het voorschieten van middelen of toestaan van leningen door Target aan Newco.

Het onderscheid tussen de beide is niet duidelijk. De wetgever bedoelde wellicht dat elke financiering waarbij de overgenomen vennootschap gelden ter beschikking stelt die achteraf moeten worden terugbetaald, niet kan.

Een voorbeeld: een zeer solvabele Target beschikt over een pak overtollige liquiditeiten en wordt door een Newco overgenomen die de overname voor een belangrijk deel financiert met een bankkrediet. Voor Newco kan de verleiding dan groot zijn om kort na de overname de liquiditeiten van haar nieuwe dochter via een lening of een rekening courant op te eisen om zo het bankkrediet sterk te reduceren. Dat kan dus niet voor de wetgever.



Bruno Vervisch, deskundige in overnamebegeleiding en bedrijfsadvies

www.brunovervisch.be

■ Stellen van zekerheden.

Newco mag ook geen zakelijke zekerheden stellen zoals een pand op het handelsfonds of een hypotheek, noch persoonlijke zekerheden zoals een borgstelling inbouwen waardoor het patrimonium van de Target zou kunnen belast en/of aangetast worden.

Opnieuw een voorbeeld: de Target heeft op haar actief meerdere belangrijke waardevolle roerende en onroerende goederen die bovendien niet of weinig belast zijn ten voordele van een bank. De Newco die geen andere activa bezit dan de aandelen van de Target zou ook hier in de verleiding kunnen komen om, als zekerheid voor het overnamekrediet



Het financieel 'uitputten' van de overgenomen onderneming omdat zij de financiering van de overname moet dragen, is voor de wetgever geen optie.

dat ze bij een bank aangaat, deze activa van de Target in pand te geven. Ook dat wordt door de wet verboden.

Een inbreuk op artikel 629 W. Venn. kan leiden tot burgerrechtelijke sancties zoals de nietigheid van de handeling of indien deze onomkeerbaar is, de betaling van een schadevergoeding. Maar opgepast, er zijn ook strafrechtelijke sancties mogelijk al zijn precedënten hiervan in de gepubliceerde rechtspraak eerder beperkt. Bovendien kunnen in theorie de sancties zelfs van toepassing zijn op derden die tussengekomen zijn zoals de bankier en de commissaris-revisor.

De juridische logica of ratio legis van dit artikel is de bescherming van de belangen van de schuldeisers van de Target door te zorgen voor de instandhouding van haar vennootschapsvermogen / maatschappelijk kapitaal. Vennoten zijn in principe niet persoonlijk gehouden tot betaling van de vennootschapsschulden en daarom moeten de schuldeisers zeker zijn dat het vermogen van een vennootschap waarop zij vorderingen hebben, ook na overname intact blijft.

Precies om die reden mag de Target naar de kredietverlenende bank wel een aantal convenanten tekenen bijvoorbeeld over het respecteren van solvabiliteitscriteria

of het niet in pand geven of vervreemden van de activa. Die verbintenissen dragen immers precies bij tot de instandhouding van het vennootschapsvermogen.

Wel toegelaten handelingen

Toch zijn er voor de Target enkele belangrijke handelingen toegelaten waarbij geld naar Newco vloeit, ook al gebruikt die laatste deze sommen dan voor de terugbetaling van de overnamekredieten:

- de uitkering van (super)dividenden aan Newco, hetzij met vrij beschikbare liquiditeiten maar ook met middelen die (deels) gefinancierd zijn met bedrijfsactiva als garantie. In die situatie moet wel geval per geval beoordeeld worden of dit de financiële structuur van de Target niet in gevaar brengt (cfr onder meer artikel 617 W. Venn.) en of deze handeling niet strijdig is met het vennootschapsbelang. Uiteraard kunnen alleen de belaste reserves worden uitgekeerd.
- de uitkering van interimdividenden op de winst van het lopende boekjaar door de algemene vergadering van de Target voor zover deze mogelijkheid statutair is voorzien en voor zover de uitkering voldoet aan een aantal andere vereisten zoals bepaald in artikel 618 W.Venn.
- de uitkering van tantièmes aan Newco.
- de betaling van managementvergoedingen aan Newco, op voorwaarde dat zij in verhouding staan tot de waarde van de effectief geleverde prestaties.
- de vermindering van het kapitaal van de Target, uiteraard met inachtnaam van het wettelijke minimumkapitaal en de naleving van alle wettelijke formaliteiten.
- de inkoop van eigen aandelen wat zeer strikt gereguleerd is en beperkt tot 10% van het geplaatste kapitaal.
- het overnemen door Newco of haar aandeelhouders van een bestaande Rekening Courant op het actief van de Target (dus een vordering) op naam van de verkoper of van (een) aandeelhouder(s) van de Target en waarbij dit bedrag dan in mindering gebracht wordt van de overnameprijs. Maar pas op, deze RC/A moet gecreëerd zijn 'in tempore non suspecto' en zeker niet kort voor de effectieve overdracht van de aandelen, enkel en alleen

met het doel om het overnamebedrag in hoofde van de Target te reduceren.

Gelden die via één van deze verrichtingen aan de Newco worden uitgekeerd, worden immers in eigendom overgedragen en dus zonder verplichting tot terugbetaling. Het gaat met andere woorden over een daadwerkelijke vermogensverschuiving en geen kredietverstrekking.

Een uitzondering: de Management Buy Out (MBO)

Een MBO is een vorm van LBO waarbij het bestaande interne management van een onderneming hetzij de activa, hetzij de aandelen van de Vennootschap(pen) waarin zij werkzaam zijn rechtstreeks (in privé-naam) of onrechtstreeks (via een Newco) overnemen.

Artikel 629 W. Venn. voorziet een belangrijke uitzondering die moet toelaten dat het management van een onderneming de mogelijkheid krijgt om de onderneming waarin het actief is, over te nemen. Wanneer leden van het personeel de Target waarin ze werken in privé-naam of via een Newco overnemen, mag de Target WEL leningen geven aan die privé overnemer of Newco en/of mag hen ook zekerheden verstrekken voor een overnamekrediet. Maar pas op, ook deze leningen en zekerheden zijn beperkt, ondermeer door artikel 617 W.Venn. mbt het behoud van het minimum netto actief.

Bovendien gelden ook hier weer strikte voorwaarden:

- Het moet gaan om WERKNEMERS, dus personen die op het ogenblik van de MBO-operatie onder het gezag, de leiding en het toezicht van de Target staan en NIET om ZELFSTANDIGE managers of managers die hun diensten via een managementvennootschap aanbieden. Vlak voor de overname een arbeidsovereenkomst sluiten en die vervolgens ongedaan maken kort na de overname louter om de financiering mogelijk te maken, kan uiteraard niet. Hoewel de wet spreekt van leden van het personeel is er in de rechtsleer geen eensgezindheid of de MBO door meerdere werknemers moet gerealiseerd worden, dan wel of één werknemer voldoende is.

- Indien de overname gebeurt door een Newco dan moet die de Target controleren door aandelen te verwerven die ten minste 50% van de stemrechten vertegenwoordigen.
- De werknemers moeten in dit geval ook samen meer dan 50% van de stemrechten hebben in de Newco.

Gevolgen voor de financiering :

Behalve in het geval van een MBO kunnen voor het krediet aan Newco enkel de aandelen van de Target in pand worden gegeven. Natuurlijk zijn ook externe zekerheden mogelijk zoals een borgstelling door een derde of door de aandeelhouders, maar

ook zekerheden binnen Newco op andere activa zoals een hypotheek of een hypothecaire volmacht.

U moet beseffen dat de kredietwaarde die de bank zal hechten aan een pand op de aandelen zeer beperkt is. Dat komt onder andere omdat, tenzij het gaat om een beursgenoteerd bedrijf, deze aandelen meestal niet liquide zijn. Het is trouwens maar de vraag wat de aandelen nog waard zullen zijn bij gedwongen realisatie. De vennootschap kan op dat ogenblik in een dergelijke slechte toestand verkeren dat de aandelen volledig waardeloos geworden zijn.

Besluit

Artikel 629 W. Venn. is een geducht artikel waarmee u rekening moet houden in het kader van overnamefinanciering. Enige creativiteit in het gebruik van de toegelaten handelingen om het overnamekrediet (deels) te verschuiven van de Newco naar Target is mogelijk doch elk dossier is maatwerk. Een degelijk businessplan en voldoende eigen inbreng blijven de sleutel om een voor de bank aanvaardbare financiering te bekomen. Voor wie plannen heeft voor een overname is het een must om de geplande overnamestructuur vooraf door specialisten te laten reviewen. Beter voorkomen dan genezen! ■

De Bestuurder

STRATEGIE VISIE



Traject

Informatie als
essentiële grondstof
voor goed bestuur

Thema per sessie

Sessie 1 op 20 maart: **SOORTEN INFORMATIE**

Sessie 2 op 22 mei: **INFORMATIEDOORSTROMING**

Sessie 3 op 25 september: **CASESTUDIE**

Sessie 4 op 27 november: **BETROUWBAARHEID VAN DE INFORMATIE**

Data, uren en locatie

20 maart · 22 mei · 25 september · 27 november
Telkens van 18.00 – 20.00 uur

Locatie

Domein Terassel · Nieuwelaan 71 · 1860 Meise

Meer info en inschrijven

Inschrijven kan enkel voor het ganse traject (= 4 sessies)
via www.debestuurder.be of via mail naar inschrijven@fm.be



Stratem 11, bus 3 – 9880 Aalter – 09/375 68 00

