

FINANCIERING VAN DE OVERNAME VAN AANDELEN: NIET ALTIJD EVIDENT

Parallel met de onderhandelingen omtrent de overname moet tijdig een kredietaanvraag gericht worden tot de bank om de overname te financieren. Om een goede kans op succes te hebben is het uitermate belangrijk dat deze kredietaanvraag grondig is voorbereid met een geschikte financieringsstructuur en een grondig uitgewerkt financieel plan.

In onderhavig artikel wordt, na een voorafgaande toelichting over de LBO-techniek en art 629 Wetboek van Vennootschappen (W. Venn.), dieper ingegaan op een aantal scenario's van overnamefinanciering waarbij we ons beperken tot de moeilijkst te financieren vorm, nl de overname van aandelen.

Leveraged Buy out (LBO)

Dit is een techniek waarbij de aandelen van het over te nemen bedrijf (hierna genoemd de TARGET) worden overgenomen door een bestaande of speciaal hiertoe opgerichte vennootschap (in beide gevallen spreken we hierna over NEWCO) en waarbij Newco voor het grootste deel beroep doet op schuldfinanciering en slechts voor een minderheidsgedeelte op risicokapitaal (eigen fondsen en/of fondsen van een risicokapitaalvertrekker).

Kenmerkend voor een LBO is dat de (hoge) schuldfinanciering in hoofde van de Newco (vaak tot 70% van de overnameprijs) in principe (hoofdzakelijk) wordt terugbetaald met de cash flow van de Target.

Als belangrijkste vormen van LBO's onderscheiden we :

- MBO (Management Buy-Out): een (grotendeels) met schulden gefinancierde overname van een onderneming door het bestaande management, meestal met de hulp van externe investeerders.
- MBI (Management Buy-In): een nieuw extern managementteam koopt de onderneming, meestal met de hulp van externe investeerders.
- IBO (Investors Buy-Out): investeerders kopen het bedrijf.

Artikel 629 W. Venn.: vaak een hinderpaal voor overnamefinanciering

“Een 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 (...)”

Concreet houdt dit in dat een Target geen leningen en/of zekerheden mag verstrekken, resp. aan Newco of aan de Bank om haar eigen overname te financieren.

Stel dat we te maken hebben met de overname door een Newco van een zeer solvabele Target die over veel (overtollige) liquiditeiten beschikt en waarvan de gebouwen en/of andere activa niet door één of andere bank zijn belast. In dit geval zou de verleiding groot kunnen zijn voor de Newco om de gelden van de Target (via een lening van de Target aan Newco) aan te wenden om de overname van de Target (gedeeltelijk) te betalen. Meer nog, Newco zou een financiering kunnen vragen bij de bank met als zekerheid een pand op de gebouwen en/of het handelsfonds van de Target.

Net deze handelingen zijn strikt verboden door art. 629 W. Venn.

Dit artikel werd ingevoerd ter bescherming van de belangen van de schuldeisers van de Target m.b.t. de instandhouding van het vennootschapsvermogen/maatschappelijk kapitaal.

Als belangrijkste handelingen die voor de Target WEL toegelaten zijn na de overname zijn:

- Uitkering van (super)dividenden aan Newco, zelfs indien deze in de Target worden gefinancierd met bedrijfsactiva als garantie
- Uitkering van tantièmes aan Newco
- Betaling van managementvergoedingen aan Newco, op voorwaarde dat deze in verhouding zijn tot de effectief geleverde prestaties
- Vermindering van het kapitaal (met inachtneming van het minimumkapitaal)

Art 629 W. Venn. voorziet evenwel een grote uitzondering die moet toelaten dat het management van een onderneming de mogelijkheid krijgt om de onderneming waarin het actief is over te nemen (MBO) :

In geval leden (= meer dan 1) van het personeel de Target waarin ze werkzaam zijn overnemen mag de Target WEL leningen geven aan Newco of zekerheden verstrekken voor het bankkrediet van Newco. De werknemers moeten dan wel na de overname samen meer dan 50% van de stemrechten hebben in de Newco en Newco moet op haar beurt meer dan 50% van de stemrechten hebben in de Target.

Let wel : het moeten WERKNEMERS zijn, m.a.w. personen die op het ogenblik van de betrokken MBO-operatie onder het gezag, de leiding en het toezicht van de Target staan, en GEEN ZELFSTANDIGE managers of managers die hun diensten via een managementvennootschap aanbieden !

Hoe uw overname van aandelen te financieren?

Nemen we het veelkomend geval waar een Newco speciaal wordt opgericht om de overname van de Target te realiseren en waarbij we niet spreken over een overname door het management (MBO, zie hoger). Bij aanvang zal het enige actief van Newco bestaan uit de aandelen van de Target.

Het krediet wordt toegekend aan de Newco, maar o.w.v. het hoger toegelichte art 629 W. Venn. stelt zich hier een ernstig zekerheidsprobleem. De zekerheden kunnen, zoals bekend, niet worden gezocht binnen de Target. Het enige wat de Newco bijgevolg kan aanbieden als zekerheid naar de banken zijn de aandelen van de Target. (Uiteraard kunnen ook externe zekerheden worden aangeboden zoals persoonlijke zekerheden van de aandeelhouder van de Newco).

De vraag stelt zich welke (zekerheden)waarde de banken hechten aan een pand op de aandelen. Niet enkel zijn deze aandelen niet liquide (niet beursgenoteerd en moeilijk extern verkoopbaar) maar daarnaast is het maar de vraag wat deze aandelen nog waard zullen zijn in geval van gedwongen realisatie. De vennootschap kan op dat ogenblik in een dermate slechte toestand verkeren dat de aandelen volledig waardeloos zijn. De meeste banken nemen bijgevolg geen genoegen met een financieringsstructuur waarbij het krediet gedurende jaren loopt op de Newco met enkel een pand van de aandelen van de Target.

We halen enkele mogelijke oplossingen aan:

- Verplaatsen van de schuld via uitkering van een superdividend en/of een kapitaalsvermindering.

Deze techniek wordt vaak toegepast en bestaat erin dat men ernaar streeft het overnamekrediet op Newco zo snel mogelijk (deels) te verschuiven naar de Target.

Concreet wordt de overname door Newco betaald, deels met eigen middelen en deels met een bankkrediet waarvan een deel op Lange Termijn (banken aanvaarden doorgaans max. 5-7 jaar) en een deel op Korte Termijn (max. 1 jaar).

Hierbij moet in eerste instantie worden gezien naar het bedrag van de belaste, uitkeerbare reserves in de Target. Bij mature, gezonde bedrijven zijn deze vaak niet onbelangrijk. Indien dit het geval is kan ervoor worden geopteerd om snel na de overname een superdividend te laten uitkeren door de Target aan Newco (ten belope van max. de uitkeerbare reserves). Indien dit gebeurt binnen het jaar na de overname kan in eerste instantie (om geen roerende voorheffing te moeten afhouden) maar 75% van dat dividend onmiddellijk worden doorgestort naar Newco. Het saldo, 25%, mag 1 jaar en 1 dag na de overname worden doorgestort.

Met dit superdividend kunnen de Korte Termijnkredieten relatief snel worden terugbetaald.

De uitbetaling van dit dividend door de Target kan met volgende middelen: met de beschikbare liquiditeiten of door opname van een bankkrediet (door de Target) waarbij zekerheden kunnen worden gegeven op de activa van de Target. Dit is niet strijdig met art. 629 W. Venn. Wel moet in geval van (gedeeltelijke) financiering van dit dividend beoordeeld worden of dit de financiële structuur van de Target niet in gevaar brengt en niet strijdig is met het vennootschapsbelang!

Bovendien valt (indien aan bepaalde vereisten is voldaan) dit dividend meestal onder de DBI-regeling waardoor het in hoofde van de Newco maar t.b.v. 5% belastbaar is.

Het Lange Termijnkrediet in hoofde van Newco zal (doorgaans op 5-7 jaar) worden terugbetaald via het doorsluizen van fondsen (managementvergoedingen, tantièmes, jaarlijkse dividenden) vanuit de Target.



Bruno Vervisch

We illustreren dit met een voorbeeld: Een Target wordt overgenomen door een Newco voor 100 waarvan 30 wordt betaald met eigen middelen en 70 via een bankkrediet. De Target beschikt over 50 belaste, uitkeerbare reserves en beschikt naast deze reserves over voldoende kapitaal. Op het ogenblik van de overname wordt door Newco een bankkrediet opgenomen van 70, waarvan 50 op korte termijn. Het saldo, 20, wordt op max. 5-7 jaar gefinancierd.

Enkele weken na de overname wordt vanuit de Target aan Newco een superdividend uitgekeerd van 50, waarvan 37.5 onmiddellijk mag worden uitgekeerd. Dit bedrag wordt deels betaald met aanwezige liquide middelen en deels via een bankkrediet. Het Korte Termijnkrediet in hoofde van Newco kan snel met 37.5 worden afgelost. Na 1 jaar volgt nog eens 12.5 en zijn alle Korte Termijnkredieten terugbetaald.

Dit betekent dat er finaal maar 20 op lange termijn moet worden gefinancierd in hoofde van Newco, iets waarmee de bank doorgaans wel zal kunnen leven, zelfs enkel met een pand op de aandelen van de Target als zekerheid. Voor de rest zitten de kredieten nu in de Target waar zekerheden voorhanden zijn.

Het deels verschuiven van schuld naar de Target kan ook door na de overname bij de Target een, eventueel gefinancierde, kapitaalsvermindering door te voeren. Let er wel op dat dit effectief zuiver kapitaal is en geen reserves die in kapitaal werden omgezet en dat het minimumkapitaal wordt gerespecteerd.

• Overname in cascadestructuur

Dit kan in het geval er 2 of meerdere vennootschappen (bv. een exploitatievennootschap en een immobielvennootschap) worden overgenomen. In dit geval wordt eerst de vennootschap overgenomen die de meeste activa heeft (A). Deze overname wordt door Newco gefinancierd eventueel enkel met een pand aandelen van A. Vervolgens neemt A de andere vennootschap B over. Het krediet dat hiervoor door A wordt aangegaan kan worden gewaarborgd door Pand op haar activa A.



Bruno Vervisch, Bruno Vervisch bvba,
Overnamebegeleiding en bedrijfsadvies
(www.brunovervisch.be)

Voka organiseert het Seminarie: Hoe een verkoop van uw onderneming voorbereiden en mogelijkheden voor de financiering van de overname met als sprekers Filip De Clercq en Bruno Vervisch. Dit seminarie vindt plaats op donderdag 14 december om 16u30 in het Kennedy Hotel in Kortrijk. Info: Els Peeters, ep@kvkwvl.voka.be