

‘Ondernemers kijken nu anders naar contracten’

OP UITNODIGING van *Brookz* nemen vier door de wol geverfde fusie- en overnameadvocaten de stand van zaken in de M&A-wereld met elkaar door. De coronapandemie is de olifant in de kamer. Wat voor adviezen hebben de advocaten voor ondernemers die in deze tijd een bedrijf kopen of verkopen?



Maarten van Dooren



Claudia van der Most

Marjolein van Leeuwen

Tom Teggelaar

Dat 2020 een turbulent jaar is, daarover zijn de advocaten het snel eens als ze op 30 september op het kantoor van *Brookz* in Amsterdam aanschrijven voor een gesprek over het afgelopen jaar en de juridische gevolgen van de pandemie voor fusies en overnames. 'Er is een andere dynamiek ontstaan', vertelt *Claudia van der Most*, partner bij *Dirkzwager*. 'Deals komen niet door of duren langer, de koper neemt meer tijd.'

Rondom de tafel klinkt herkenning. *Marjolein van Leeuwen*, partner bij *JPR Advocaten*, had in het voorjaar even het gevoel alsof 'de wereld ophield met draaien'. Inmiddels zijn er weer genoeg deals, al ziet ook Van Leeuwen dat processen langer duren of *on-hold* worden gezet: 'Sommige zijn inmiddels weer opgepakt, andere worden verder uitgesteld naar het eind van het jaar.'

Maarten van Dooren, partner bij *Van Iersel Luchtman Advocaten*, omschrijft zichzelf als de senior in het gezelschap. Dit is niet zijn eerste crisis, maar ook hij maakte niet eerder mee dat er zo hard aan de rem werd getrokken als in het voorjaar van 2020. Tegelijkertijd wijst hij er op dat het zeker niet in alle sectoren minder gaat. In de zakelijke dienstverlening is de impact van de crisis klein. IT en gaming zijn volgens Van Dooren zelfs *booming*: 'Er worden heel hoge bedragen betaald voor bedrijven, met onwaarschijnlijke *multiplies*.'

Tom Teggelaar, advocaat bij *Poelmann van den Broek*, doet veel M&A-gerelateerde litigatiezaken. In tijden van crisis ligt een toename van het aantal geschillen, bijvoorbeeld tussen aandeelhouders, voor de hand. Hoewel het volgens Teggelaar 'nog meevalt', krijgt hij al wel meer vragen over garantieclaims en 'earn-out'-achtige constructies, waarbij verkopers voor een deel moeten meedoen in de koopsom. 'Dan spelen er snel tegenstrijdige belangen. Ik denk dat het richting het einde van het jaar gaat knallen.'

Zijn kopers voorzichtiger geworden?

Van Dooren: 'Ja, dat zien we terug in uitgebreidere due diligence-onderzoeken, meer nadruk op *earn-out*-regelingen en meer transacties met grote *vender loans* en deals waarbij een deel van de koopsom wordt voldaan in aandelen in de koper. Bij sommige overnames worden intensieve gesprekken gevoerd over het aanblijven van belangrijke werknemers.'



'Soms wil een rechter de kool en de geit sparen'

Claudia van der Most (47), advocaat/partner *Dirkzwager*, afdeling ondernemingsrecht. Expertises: fusies en overnames, joint ventures, vennootschapsrecht, participaties, aandeelhoudersgeschillen.

Teggelaar: 'Er wordt meer 'skin in the game' gevraagd van de verkoper. Het spel dat ik zie ontstaan is dat banken er voor minder in gaan, verkopers voor meer. Die verkoper heeft soms weinig alternatieven. Het valt mij ook op dat met name *private equity*-partijen vaak relatief weinig 'skin in the game' hebben. Die dekken zich in.'

Is er een punt waarop je een verkoper adviseert om af te zien van een deal?

Van Leeuwen: 'Ik adviseer veel verkopers en merk dat mensen in deze tijd om zich heen gaan kijken. Ze willen wat ze opgebouwd hebben in hun onderneming verzilveren of in ieder geval een deel ervan. Als het bedrijf een kapitaalinjectie nodig heeft om te overleven, dan moet je als verkoper soms genoegen nemen met mindere voorwaarden. Maar het is niet zo

dat een verkoper altijd met de rug tegen de muur staat. Ik ken genoeg voorbeelden van verkopers die vasthouden aan hun eigen voorwaarden. Op zijn Achterhoeks: graag of gaar nie.'

Kan corona een legitieme reden zijn om over een gesloten deal te heronderhandelen?

Van der Most: 'Bij deals die voor het uitbreken van de pandemie zijn gesloten kan sprake zijn van een teleurgestelde koper. Iemand die een bedrijf heeft gekocht met de gedachte dat de omzet zo zou blijven of zou stijgen en dat blijkt nu niet zo te zijn. Ik ken in mijn praktijk voorbeelden van kopers die het koopcontract uit de la halen en er minutieus doorheen gaan, waarbij ze bijvoorbeeld kijken naar garanties die zijn afgegeven of vrijwaringsverplichtingen



‘Ondernemers willen zich in deze tijd gedekt zien’

Maarten van Dooren (61), advocaat/partner Van Iersel Luchtman Advocaten. Expertises: begeleiding van fusies & overnames, silent auctions, management buy-outs en buy-ins, private equity-transacties, joint ventures en herstructurerings.

die zijn aangegaan, op zoek naar mogelijkheden om schade te verhalen. Dat kan eigenlijk alleen als er evident sprake is van een schending van de garantie of een vrijwaring, dat staat verder los van corona.’

Maar wat als de laatste handtekeningen nog niet zijn gezet?

Van der Most: ‘Als er al wel een *letter of intent* is getekend, maar nog geen *closing* heeft plaatsgevonden, zijn er wel mogelijkheden. Je kan niet zomaar van de onderhandelingstafel wegllopen, maar in een due diligence-onderzoek zijn soms wel haakjes te vinden om de onderhandeling af te breken. Lastiger wordt het als de koopovereenkomst al is getekend, maar de aandelen nog niet zijn geleverd, al kunnen er zelfs in die situatie legitieme redenen zijn om op afspraken terug te komen.

Verkopers en kopers willen in deze tijden eigenlijk voorzien wat te doen in geval van een nieuwe uitbraak of continuering van de uitbraak. Als een koper een jaar geleden aan kwam zetten met een *material adverse change*-clausule (MAC), dan wees je dat graag van de hand als je optrad voor de verkoper. Nu weet je dat je er mogelijk niet aan ontkomt, omdat het een dealbreker kan zijn. De MAC kan gebruikt worden als opschortende voorwaarde: ik doe de deal niet zolang de pandemie voortduurt. Het kan ook als garantie worden gebruikt: als voor de leveringsdatum de omzet is gekelderde, kan ik de geleden schade verhalen op de verkoper.’

Teggelaar: ‘Wat veel gebeurt, is dat er hoge *multiples* zijn betaald in 2019. Een koper kan nu zeggen, ik heb dit jaar twintig procent minder omzet. Is deze *multiple*

dan nog wel redelijk? Vergelijk het met een verkeerde CAO die is toegepast, waardoor de loonsom voor de nieuwe eigenaar veel hoger uitvalt. Er is buitengewoon weinig jurisprudentie over de toepassing van *multiples* bij schade en het mogelijk aanpassen van de koopsom. In veel contracten is daarover niks opgenomen, dat biedt ruimte voor onderhandeling of geschillen achteraf.’

Van der Most: ‘Soms wil een rechter de kool en de geit sparen. De koper dwingt de overeenkomst na te leven terwijl er zoveel dingen zijn gebeurd gaat ver, terwijl het ook lastig is om de verkoper naar huis te laten gaan met een opbrengst die geen recht meer doet aan de waarde van de onderneming. Sommige rechtsgeleerden pleiten in die situaties voor een verdeling van de pijn. Dat staat niet met zoveel woorden in de wet, maar rechters hebben daarin een bepaalde mate van vrijheid.’

Van Dooren: ‘Elke crisis *triggert* dezelfde mechanismen. In de beginperiode van de kredietcrisis was de overheid bereid om de verliezen te vergoeden van mensen die hun geld op een spaarrekening van Icesave hadden gezet, inclusief de idiote rente. Op het einde van de crisis was iedereen die meer dan een ton op de bank had staan bij DSB Bank zijn geld kwijt. Nu hoor ik weer geluiden dat we de pijn moeten delen. Maar uiteindelijk, als dit langer duurt, wordt het spel knetterhard. Ik zie geen rechters die dan nog meebewegen.’

Zijn dit enerverende tijden voor juristen?

Van Leeuwen: ‘De aandacht van klanten is aan het verschuiven, ze kijken nu anders naar contracten. In goede tijden wil iedereen vooral dat het kooprijmsmechanisme er zo goed mogelijk in staat. Nu gaat het meer om de garanties, vrijwaringen en het afdekken van risico’s. Ik weet ook dat onze afdeling faillissementsrecht zich aan het voorbereiden is op een golf aan faillissementen en het voorkomen daarvan.’

Teggelaar: ‘Het is stilte voor de storm. Ik denk dat het niet lang meer duurt voordat het losgaat met de faillissementen. Ik hoor dat banken lijstjes hebben gemaakt van sectoren waar ze krediet gaan opzeggen. Als ondernemers moeten herfinancieren en dat lukt niet, dan ontstaan er problemen. ‘Storm’ kan overigens ook betekenen dat er ineens een transactie moet plaatsvinden onder druk van de bank. We gaan een toename zien van *distressed M&A*.’

Van Dooren: 'Zorgvuldigheid is belangrijker dan ooit. Lag voorheen de nadruk meer op snelheid en dealzekerheid, nu mogen contracten zo min mogelijk ruimte laten voor interpretatie, zeker waar het gaat om garanties, vrijwaringen en uiteraard de prijsbepaling.'

Neemt de toegevoegde waarde van advocaten bij overnames toe?

Teggelaar: 'Ik denk dat de *sense of urgency* van goede contracten omhoog gaat. Tegelijkertijd zie ik sinds de vorige crisis regelmatig contracten voorbijkomen die zijn samengesteld door alternatieve aanbieders, bijvoorbeeld een corporate finance-adviseur die zelf een contract heeft gemaakt. Dat is niet altijd een goed idee.'

Van Dooren: 'Ik heb het gevoel dat ondernemers voorzichtiger zijn geworden. Of het nu gaat om due diligence, koop-prijsbepaling, zekerheden of wijze van betaling, ze willen zich gedekt zien in deze moeilijke tijden.'

Van Leeuwen: 'Het is juist nu de moeite waard om te investeren in goed advies. Niet zomaar zelf een contract in elkaar knutselen.'

Maar voor veel dealmakers is de juridisering van M&A een gruwel. Jullie staan niet bekend als degenen die een deal versnellen.

Van Dooren: 'Dat horen we wel eens, maar het is volstrekt onterecht. Als je met professionele partijen aan tafel zit, gaat een deal sneller. Je komt sneller tot de kern, met oog voor elkaars belangen. Het is rampzalig om tegenover iemand te zitten die met een modelcontract op stap is gestuurd en geen letter durft te veranderen. Maar het is waar dat sprake is van een noodzakelijke juridificering. Vroeger lachten we om Amerikaanse contracten, tegenwoordig zijn ze in Nederland net zo dik. Een aantal jaar geleden kreeg ik nog vaak te horen dat een contract op een A4'tje moet passen. Dat hoor ik nu veel minder.'

Van Leeuwen: 'Een goede overnameadvocaat is geen dealbreker. Maar er zijn genoeg advocaten die geen ervaring hebben met overnameprocessen. Zij kunnen dealbrekers zijn doordat ze allemaal juridische beren op de weg zien, waardoor wantrouwen ontstaat tussen partijen en er geen deal tot stand komt. Je moet aan de voorkant je klant goed informeren en de wederpartij daarin meenemen.'



'Een goede overnameadvocaat is geen dealbreker'

Marjolein van Leeuwen (35), advocaat/partner JPR Advocaten. Expertises: fusies en overnames, bedrijfsopvolging, internationale contracten, vennootschaps- en ondernemingsrecht.

Teggelaar: 'Het is volkomen terecht dat men niet wil dat je als advocaat het proces verstoort. Maar soms moet je mensen met de neus op de feiten drukken. Als je er later in een proces bij komt en ontdekt dat er dingen mis zijn en er veel te snel een intentieverklaring is ingeschoten, dan kan er een dealbreker boven water komen.'

Jullie spreken de verwachting uit dat er meer faillissementen aankomen. Wordt daardoor ook vaker een beroep gedaan op bestuurdersaansprakelijkheid?

Van Dooren: 'De agressieve advocaten onder ons zie je nu al naar dat middel grijpen. Dan stellen ze bijvoorbeeld dat er verkeerd is voorgelicht of dat niet alle informatie is verschaft. De eerste klap is een daalder waard. Het zou mij niet verbazen als dat een trend gaat worden.'

Teggelaar: 'Ten tijde van de kredietcrisis werd er vaak om liquiditeit gestreden. Dan bleek soms dat kredietruimtes onrechtmatig werden gebruikt door een zustervennootschap. Vandaar dat er veel zaken waren waarin bestuurdersaansprakelijkheid een rol speelde. Het verschil tussen toen en nu is dat ik niet zoveel hoor over liquiditeitsproblemen. Ik sluit niet uit dat het voor ons ligt, maar ik zie de trend nog niet.'

In hoeverre speelt de nieuwe privacywet Algemene Verordening Gegevensbescherming een rol bij overnames?

Van Dooren: 'Het is het nieuwe onderwerp van de vrijwaringen, met name omdat iedereen zo schrikt van de hoge boetes.'

Van der Most: 'Je kan als verkoper een garantie geven dat je voldoet aan de AVG-



‘Er wordt meer skin in the game van verkopers gevraagd’

Tom Teggelaar (47), advocaat/partner Poelmann van den Broek. Expertises: fusies en overnames, participaties, rechtspersonenrecht, corporate & commercial litigation.

richtlijn, maar de koper kan het ook formuleren als een vrijwaring: als je niet voldoet aan de richtlijn, beste verkoper, kan ik alle kosten die daaruit voortvloeien op jou verhalen. Bij een garantie is de duur waarop de koper zich kan beroepen korter en er moet een drempelbedrag aan schade worden overschreden voordat de koper kan claimen. Bij vrijwaringen is dat niet zo; zolang de wettelijke verjaringstermijn niet is verstreken, kan de koper het bonnetje neerleggen bij de verkoper.’

Van Dooren: ‘Het is een goed argument om een *vendor due diligence* te doen, daarmee vang je veel problemen van tevoren af, niet alleen op het vlak van AVG.’

Zijn er andere thema’s die de laatste tijd hoog op de agenda staan bij overnames?

Teggelaar: ‘Ik krijg steeds meer vragen over de continuïteitsverklaring in de jaarrekening. Bij sommige bedrijven nemen ze dat heel nauw. Alle leveranciers werken met kredietverzekeringen. Als een afnemer een continuïteitsverklaring negatief bijdraait, zijn sommige leveranciers niet meer gedekt zijn door hun verzekeraar. Vandaar dat je een continuïteitsverklaring altijd moet meepubliceren met de jaarrekening. Dit soort kwesties komen nu vaker naar boven. Voor mij is het een duidelijke *red flag* voor de storm die komen gaat. Verder zien we een toename van CAO-problematiek in verband met discussies over de werkingssfeer. Mensen staan er vaak niet bij stil wat de impact daarvan kan zijn op de koopsom. Als activiteiten veranderen kunnen werknemers plots in een andere CAO terechtkomen. Ik

heb er deals op zien sneuvelen.’

Van der Most: ‘Ik zie een verandering in de rol van de ondernemingsraad. Als een OR een negatief advies geeft om niet tot koop of verkoop over te gaan en de eigenaar legt dat naast zich neer, heeft de OR op grond van de Wet op Ondernemingsraden een maand de tijd om zich te wenden tot de Ondernemingskamer. In een *worst case*-scenario kan de Kamer het besluit tot verkoop vernietigen. Voorheen adviseerden overname-advocaten klanten vaak om de OR zo laat mogelijk in het proces te betrekken, gezien de vertrouwelijkheid. Nu zie ik dat de OR vaak al in een vroeg stadium wordt betrokken, soms wordt zelfs gevraagd of ze ook al willen adviseren over de intentieverklaring. Als ik voor het eerst bij een klant kom wil ik altijd weten hoe de verhouding is met de OR.’

Van Leeuwen: ‘Het wordt pas echt interessant als de onderneming nog geen OR heeft ingesteld terwijl het daar, op grond van het aantal werkzame personen, wel toe verplicht is. In zo’n geval kan het zijn dat de ondernemer alsnog zo snel mogelijk een OR moet instellen. Daarom vragen we ook altijd op voorhand of aan deze verplichting is voldaan of waarom er niet aan is voldaan.’

Tot slot: wat verwachten jullie van 2021?

Teggelaar: ‘Of het vertrouwen komt terug en we gaan vooruit of het krijgt een flinke knak en we gaan achteruit. In beide scenario’s kunnen wij advocaten serieus aan het werk.’

Van Dooren: ‘Een aantal delen van de overnamepraktijk zal *booming* blijven. Al voor deze crisis vond er in veel sectoren clustering plaats. Dat proces zal alleen maar versnellen. In de gezondheidszorg zie ik bijvoorbeeld clustering van apotheken, tandartspraktijken en huisartsenposten. In die sectoren gaat het niet slecht.’

Van der Most: ‘Ik vind het lastig om iets te zeggen over het komende jaar. In de zomer dachten we dat we de bocht zouden maken naar rustigere tijden, maar dat bleek niet zo te zijn. Het is afwachten of deals doorgaan die nu *on-hold* staan.’

Van Leeuwen: ‘Ik heb geen glazen bol, maar hoor van corporate finance-adviseurs dat er nog steeds veel investeringscapaciteit is. Toch denk ik dat we blij moeten zijn als deals door blijven gaan op het huidige niveau.’ ●