

De bank als belangrijke speler in een overnameproces

Inleiding

Als de onderhandelingen over een koopovereenkomst op hun einde lopen en koper en verkoper voornemens zijn de wederzijdse verplichtingen als hierin neergelegd aan te gaan, zweeft er vaak nog één vraag door het hoofd: heeft de bank haar akkoord gegeven ten aanzien van de inhoud van de overeenkomst en de daarin overeengekomen rechtsgevolgen?

Veel van de overnames die in Nederland de afgelopen jaren de revue zijn gepasseerd, zijn in zeer belangrijke mate gefinancierd met vreemd vermogen. De belangrijkste verschaffers van dit vreemde vermogen zijn banken. Dit gegeven maakt banken belangrijke spelers in een overnameproces.

In een overnameproces is er een aantal facetten waarin de bank een rol speelt en haar stempel op de transactie drukt. Ik zal mij hier vooral beperken tot een overname via een georganiseerde veiling (*controlled auction*) waarbij de koper een financiële partij is. In dit artikel zet ik uiteen wat deze facetten zijn en waarom een financierende bank bepaalde onderdelen van het proces belangrijk vindt. Tot slot bespreek ik die facetten die momenteel, in het licht van de huidige *market turmoil*, de bijzondere aandacht van de bank genieten.

De transactie in het kort¹

Het kenmerkende van een georganiseerde veiling is dat het proces aan de kant van de verkoper wordt gecontroleerd door, in het algemeen, een adviserende *investment bank*. De *investment bank* dient hier niet te worden verward met de financierende bank. Alhoewel het voorkomt dat de financierende bank en de *investment bank* dezelfde naam dragen, dienen deze als verschillende spelers te worden beschouwd. Zij zullen ook als zodanig optreden in een georganiseerde veiling.

De *investment bank* wordt ofwel door de verkopers benaderd, ofwel benadert de verkoper zelf met een voorstel over een verkoop. In een eerste ronde wordt de interesse van potentiële kopers gewekt door een document (*teaser*) waarin een tipje van de sluier over de doelwitvennootschap wordt opgelicht. Partijen die hebben aangegeven geïnteresseerd te zijn, krijgen een, vaak door de *investment bank* opgestelde, geheimhoudingsovereenkomst toegestuurd. Na

het ondertekenen van dit document stuurt de *investment bank* een brief waarin de spelregels van de georganiseerde veiling uiteen worden gezet (*process letter*). Verder wordt een *information memorandum* met uitgebreidere informatie over de doelwitvennootschap meegezonden. Geïnteresseerden hebben nu een, in voornoemde brief aangegeven, periode om de verschaft informatie te bestuderen en een indicatief bod uit te brengen op de doelwitvennootschap. De verkoper zal op basis van de hoogte van het bod en de voorwaarden als aangegeven daarin, een keuze maken welke partijen worden toegelaten tot de volgende ronde van het proces. In deze volgende ronde stuurt de verkoper de uitverkorenen een concept van de koopovereenkomst. Tevens wordt toegang verschaft tot het management en de boeken van de doelwitvennootschap, zodat deze potentiële kopers hun *due diligence*-onderzoek kunnen voltooien. Voor het bekijken van de koopovereenkomst en het uitvoeren van het *due diligence*-onderzoek wordt ook weer beperkt de tijd gegeven. Na afloop van deze periode kunnen gegadigden een (beperkt) commentaar op de koopovereenkomst en hun finale bod indienen. De verkoper kiest uit deze finale biedingen vaak één partij waarmee hij in exclusieve onderhandelingen treedt. In deze fase worden de uiteindelijke details van de transactie besproken. Daarna kan de overname worden beklonken.

Financieringsbehoefte

Een koper zal alvorens hij zijn bod uitbrengt, moeten inschatten of hij genoeg middelen tot zijn beschikking heeft om de koopprijs te financieren. Daarnaast dient hij rekening te houden met het feit dat, naast de koopprijs die betaald wordt aan de verkoper, vaak tevens het vreemde vermogen op het niveau van de doelwitvennootschap moet worden gefinancierd. Achtergrond hiervan is dat door de doelwitvennootschap veelal financieringsarrangementen zijn aangegaan voor het financieren van haar dagelijkse bedrijfsactiviteiten. Deze overeenkomsten voorzien doorgaans in zogenoemde *change of control*-bepalingen, die de leninggever het recht geven om in geval van een zeggenschapswijziging zijn geld terug te vragen. Daarnaast zal een koper ook de door hem gemaakte kosten voor de overname willen onderbrengen in een door de bank te verschaffen lening. Met deze totale financieringsbehoefte zal een koper een financierende bank benaderen. Ten behoeve van de leesbaarheid van dit artikel zal ik de financierende bank hierna als de 'bank' aanduiden.

Binnen de bank

Alvorens de bank zich ten opzichte van een leningnemer committeert om te voorzien in deze financieringsbehoefte, is er intern een aantal processen dat zij moet doorlopen.

1. Zie voor een meer gedetailleerde beschrijving onder meer D.A.M.H.W. Strik, *Bid-rigging: to play or not to play*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 522-529.

Het belangrijkste proces is het maken van een financieringsvoorstel aan de hand van beschikbare informatie over de doelwitvennootschap en de koper. In dit financieringsvoorstel analyseert de bank hoe het staat met het vermogen van de doelwitvennootschap om, in ieder geval over de looptijd van de lening, het geleende geld en de daarop te berekenen rente terug te betalen. Essentiële factoren hierbij zijn de capaciteit van de doelwitvennootschap om cash te genereren en de winstprognose voor de komende jaren. Met andere woorden: er wordt een inschatting gemaakt van de mate waarin de geldlener in staat wordt geacht om de rente en hoofdsom terug te betalen. Daarbij wordt tevens rekening gehouden met de vraag welke garanties en zekerheden door een leningnemer verstrekt kunnen worden. Dit bepaalt immers in hoeverre in geval van niet terugbetalen van de lening de geldnemer voor de bank verhaal biedt. Hiermee hangt een onderdeel dat de afgelopen tijd veelvuldig de gemoederen heeft doen bezighouden, samen: kan de lening door de bank worden 'doorverkocht' aan andere banken? Binnen een bank is er een apart team, meestal genaamd het *syndications team*, dat zich focust op deze doorverkoopbaarheid van de lening. De externe toezichthouders van dertien verschillende staten komen regelmatig bijeen om te overleggen over minimumkapitaalvereisten van banken. Door deze externe toezichthouders zijn richtlijnen uitgevaardigd die bepaalde eisen stellen aan onder andere de solvabiliteit van een bank en *exposure* op een bepaalde leningnemer.² Deze doorverkoopbaarheid, ook wel 'syndicering' genoemd, is dus een element dat van groot belang is in het financieringsvoorstel. Indien het team, dat bij de bank verantwoordelijk is voor deze transactie, het financieringsvoorstel heeft gemaakt, zal het naar het interne kredietcomité van de bank stappen voor goedkeuring. Dit orgaan is binnen een bank verantwoordelijk voor de goedkeuring van het verstrekken van leningen. Het financieringsvoorstel zal gedurende dit proces in samenwerking met de leningnemer worden uitgewerkt in een zogenoemde *commitment letter*. Deze *commitment letter* geeft, in de vorm van een overeenkomst op hoofdlijnen (*term sheet*), aan onder welke voorwaarden een bank bereid is om een koper te financieren. Vervolgens zullen de hoofdlijnen in de kredietovereenkomst worden uitgewerkt.

Dit proces binnen een bank is niet altijd in korte tijd voltooid. In de context van een georganiseerde veiling is het dan ook noodzakelijk om hiermee rekening te houden.

Informatievoorziening

Om zich een goed oordeel te kunnen vormen over de transactie is het belangrijk dat de bank toegang heeft tot de informatie die de verkoper aan de koper geeft. In de geheimhoudingsovereenkomst, die in een vroeg stadium tussen de verkoper en de koper wordt gesloten, moet dus bepaald zijn

2. Zij vaardigen richtlijnen uit waarvan de jongste bekendstaan onder 'Basel II', die in de EU zijn geïmplementeerd via de Richtlijn kapitaalvereisten (2006/48/EG).

dat de koper de informatie waartoe hij toegang krijgt, mag delen met een bank.

Due diligence

Een belangrijk onderdeel in de informatievoorziening is natuurlijk het *due diligence*-onderzoek. Naast een mededelingsplicht die een verkoper heeft ten aanzien van kennis die hij heeft of behoort te hebben over de doelwitvennootschap, heeft een koper een zekere mate van onderzoeksplicht.³ Een leger aan adviseurs krijgt hiertoe de mogelijkheid om de boeken van de doelwitvennootschap in te zien en vragen aan het management te stellen.⁴

Ook voor een verkoper is het in dit stadium van belang dat een bank in voldoende mate in de gelegenheid wordt gesteld om een koper een aanbod voor de financiering van de overname te kunnen doen. Immers, bij de keuze voor een koper kan het wel of niet aanwezig zijn van een volledig gefinancierd bod doorslaggevend zijn.

De resultaten van het onderzoek worden door de verschillende adviseurs in de vorm van een rapport aan de koper verstuurd. Uit het oogpunt van het inwinnen van informatie, maar ook uit het oogpunt van risicoallocatie zal een bank erop staan dat zij de rapporten mag lezen en erop mag vertrouwen. Dit betekent dat er een rechtsverhouding tussen de bank en de verschaffers van de rapporten wordt gecreëerd die meestal tot uitdrukking wordt gebracht in een *reliance letter*. Mocht de relevante adviseur iets over het hoofd hebben gezien waardoor een bank schade lijdt, dan zou deze die schade op die adviseur kunnen verhalen via de contractuele relatie als tot uitdrukking gebracht in de *reliance letter*.

Structurering

Een ander belangrijk document dat een bank zal willen bestuderen bij het beoordelen van een transactie, is het structureringsmemorandum. Dit document wordt doorgaans door de fiscale adviseurs van de koper opgesteld met onder andere als doel de fiscale en financiële structurering van de doelwitvennootschap na de overname vorm te geven. Een belangrijk element waar een bank hierbij op let, is de mate waarin de rente op de leningen fiscaal aftrekbaar is. De bank houdt namelijk bij het opstellen van de financiële modellen voor de transactie rekening met het feit dat de te betalen rente op de door haar te verstrekken lening fiscaal aftrekbaar is. Dit is een belangrijk onderdeel van het hiervoor besproken financieringsvoorstel en de bank moet dit derhalve wel bevestigd zien.⁵

3. Zie onder meer HR 22 december 1995, NJ 1996, 300 (Hoog Catharijne) en o.a. HR 21 december 2007, LJN AZ8025 en G.T.M.J. Raaijmakers, *Garanties bij overnames*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002.

4. Vgl. W.W. de Nijs Bik, *Het due diligence-onderzoek*, in: S.Y.Th. Meijer (red.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2005, p. 51-75.

5. Vgl. B.B. Visser, *Leveraged buy outs: financiering met vreemd vermogen*, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 590-594.

Impact op transactie documentatie

Uiteraard heeft een bank ook een rol bij het opstellen van de koopovereenkomst. Elementen waar een bank op focust, zijn onder andere (1) in hoeverre de verschaftte garanties en vrijwaringen (en de waarde daarvan) in verhouding staan tot de koopprijs die betaald zal worden, (2) overdraagbaarheid van de rechten onder de koopovereenkomst, en (3) of er in de voorwaarden voor het financieren van de transactie verschillen zijn tussen de voorwaarden voor enerzijds de koper in de koopovereenkomst en anderzijds de bank in de kredietovereenkomst.

Verhouding garanties en de koopprijs

Ook de koper maakt hij het bepalen van de koopprijs voor de doelwitvennootschap een risicoanalyse. Een middel om risico's af te dekken is het vragen van garanties en vrijwaringen van de verkoper. De bereidheid van een verkoper om garanties af te geven zal mede afhangen van de vraag of de koper bereid is om voor dit stukje risicoallocatie te betalen. Over het algemeen kan worden aangenomen dat indien er veel garanties worden afgegeven en het bedrag waartegen onder de garanties geclaimd kan worden, hoger wordt, dit een positieve invloed heeft op de koopprijs.⁶ Indien de koopprijs hoger is, zal dit veelal betekenen dat ook de lening die de bank verschaft, hoger wordt. Indien na ondertekening van de koopovereenkomst blijkt dat bepaalde garanties niet standhouden en er dus door de verkoper aan de koper terugbetaald moet worden, is de koopprijs in zekere zin te hoog gebleken. De bank zal dan ook voor dat gedeelte een terugbetaling op de lening vereisen via bepalingen in haar kredietovereenkomst.

Overdraagbaarheid van rechten

Om er nu voor te zorgen dat een bank ook indien een koper geen gebruik maakt van het hiervoor beschreven instrument, toch het heft in handen kan nemen, zal een bank een vorm van zekerheid eisen. Volgens artikel 3:81 BW is het voor het vestigen van een zekerheidsrecht noodzakelijk dat het onderliggende recht (of goed) overdraagbaar is.⁷ Daarom is het van belang dat expliciet in de koopovereenkomst wordt opgenomen dat de koper de rechten daaronder kan overdragen.

Verskil tussen voorwaarden

Ik stond al even stil bij het feit dat in het competitieve proces van een georganiseerde veiling het hebben van een dichtgetimmerde financiering, ook wel *certainty of funds* genoemd, een doorslaggevende rol kan vervullen in de keuze voor een koper. *Certainty of funds* is de algemene term die gebruikt wordt om aan te geven dat de koper een bepaalde mate van comfort heeft, dat hij de financiering die nodig is om de transactie af te ronden, voor elkaar heeft. In de koop-

overeenkomst komt dit tot uitdrukking doordat de koper geen financieringsvoorbehoud opneemt. In de kredietovereenkomst komt dit tot uitdrukking in de voorwaarden waaraan voldaan moet zijn voordat de bank daadwerkelijk de financiering ter beschikking stelt. Twee zeer belangrijke voorwaarden zijn dat er op het moment van het ter beschikking stellen geen schending is van een gegeven garantie en dat er geen sprake is van een verzuim onder de voorwaarden van de kredietovereenkomst. Omdat de koper vaak niet voldoende kennis heeft van de doelwitvennootschap, wordt in de *certainty of funds*-bepalingen van de kredietovereenkomst bepaald dat indien er toch een schending is ten aanzien van voorwaarden die betrekking hebben op de doelwitvennootschap, dit niet aan het ter beschikking stellen van de financiering in de weg staat. Verder dient de geldlener nog wel aan een reeks ander voorwaarden te voldoen (de zogenoemde *conditions precedent*). In een georganiseerde veiling brengt het doen van een bod zonder een financieringsvoorbehoud een koper in een betere positie ten opzichte van een koper die wel een financieringsvoorbehoud moet maken. Bij overnames van beursvennootschappen is het sinds kort ook nog eens een wettelijke verplichting om als koper het bod te kunnen doen zonder financieringsvoorbehoud.⁸

Recente ontwikkelingen

Ik gaf hiervoor al aan dat in de huidige marktcondities met nadruk wordt gekeken naar de mate van doorverkoopbaarheid van een lening. Daar waar banken voorheen over elkaar heen vielen om te participeren in een lening, is dat sinds de *market turmoil* als gevolg van de hypotheekcrisis in de Verenigde Staten anders geworden. Het is hierdoor onder andere moeilijker geworden voor de bank om leningen door te verkopen. Een recent voorbeeld hiervan in de Verenigde Staten is de overname van Clear Channel, waar de banken onder een gesloten overeenkomst proberen uit te komen met een beroep op de huidige marktomstandigheden.⁹

Due diligence

In de markt is het daarom voor een bank nog belangrijker geworden om de kredietwaardigheid van een doelwitvennootschap in te schatten. Er ligt hierdoor meer nadruk op *due diligence*, en naarmate een overnameproces langer duurt, zal een bank steeds vaker dan voorheen een update van de gemaakte rapporten verlangen.

Impact op de koopovereenkomst

Ook zal de bank nog zorgvuldiger kijken naar de koopovereenkomst, waarbij de nadruk zal liggen op de opschortende voorwaarden in de koopovereenkomst en de relatie tot de hiervoor beschreven *certainty of funds* in de *commitment letter* en de kredietovereenkomst. De periode waarvoor deze

6. Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers, *Garanties in het contractenrecht*, RM Themis 2005, nr. 3, p. 124-138.

7. Asser/Mijnsen/Van Velten 3-III, Deventer: Kluwer 2003, nr. 28.

8. Vgl. Z. Tali, *Nieuwe regels voor openbare biedingen: het Besluit openbare biedingen Wft, Ondernemingsrecht 2008*, p. 58-64.

9. Zie onder meer ANP, *Miljarden overname Clear Channel op losse schroeven*, 29 maart 2008.

wordt afgegeven, zal tegenwoordig korter zijn in verband met de gewijzigde marktomstandigheden, terwijl het proces, mede door de meer stringente vereisten van de bank ten aanzien van *due diligence*, langer duurt.

Meer banken in een vroeg stadium

Een van de andere gevolgen van de onverkoopbaarheid van leningen in de afgelopen periode is dat banken gezamenlijk aan tafel zitten bij een koper die geld zoekt. Tot voor kort kwamen andere banken pas in beeld in het syndicerings-traject. Recentelijk is er een tendens ontstaan dat banken al vaker in een vroeg stadium als team optrekken. Op deze manier kunnen beschikbare fondsen worden gecombineerd en bestaat er minder noodzaak meer tot doorverkopen.

Tot slot

Als men het overnameproces beschouwt vanuit de optiek van de bank, stelt zij bij een georganiseerde veiling steeds zwaardere eisen ten aanzien van de analyse van beschikbare informatie, het inschatten van de kredietwaardigheid van een doelwitvennootschap en haar capaciteit tot het terugbetalen van de verschaftte lening. *Due diligence* en de opschortende voorwaarden in de koopovereenkomst zijn ook in het kader van syndicering elementen die steeds meer aandacht van de bank verdienen. Om de onzekerheid die met het syndiceringsproces gepaard gaat te verminderen, trekken de banken in deze tijden van *market turmoil* steeds vaker gezamenlijk op in onderhandelingen met een koper.

*Mr. M. Loefs
Clifford Chance*