

De impact van private equity op het transactieproces

Michaël Heene (Partner DLA Piper)

Gilles Leyssen (Lead Lawyer DLA Piper)



1

Agenda

1. Inleiding
Achtergrond en precontractuele fase
2. Koop-verkoopovereenkomst
Belangrijkste bepalingen in de SPA
3. Afspraken tussen aandeelhouders
Structureren van de verdere samenwerking

De impact van private equity op het transactieproces



2

Inleiding

Achtergrond en precontractuele fase

De impact van private equity op het transactieproces



3

Wat is private equity?

Kapitaalverschaffing door professionele investeerders ter versterking van het eigen vermogen van niet-genoteerde ondernemingen

- Investering achtergesteld ten opzichte van andere schuldeisers
- Private onderneming zorgt voor Illiquide investering
- Beperkt in tijd
- Gepersonaliseerde investeringsstrategie om waardecreatie te realiseren bij exit
- Operationele speler ambieert integratie, private equity zoekt waardecreatie

De impact van private equity op het transactieproces

4



4

Vormen van private equity

Geen strikte afbakening

- Durfskapitaal (*venture capital*)
 - Onderneming in (op)startfase
 - Hoger risicoprofiel
 - Minderheidsparticipaties
- Groeikapitaal (*development capital*)
 - Na succesvolle opstart
 - Financiering voor verdere groei van de onderneming
- Overnames (*buy-out*)
 - Overdracht van de meerderheid van aandelen
 - In combinatie met schuldfinanciering
- Rescue capital
 - verlieslatende ondernemingen

5

Betrokkenheid in cijfers

Betrokkenheid neemt toe naarmate de deal size stijgt

	Totaal	< 10M	10M – 100M	> 100M
PE/VC partij bij de transactie	36%	22%	46%	59%
Zo ja, dan als:				
- Koper	55%	69%	61%	16%
- Verkoper	28%	28%	24%	42%
- Beide	17%	3%	15%	42%

	Totaal	< 10M	10M – 100M	> 100M
Herinvestering van de verkoper in nieuwe holding	24%	13%	34%	32%

6

De onderhandelingstafel

Verzoenen van belangen

- Bij een *buy-out* zullen er onderhandelingen gevoerd moeten worden op twee fronten waarbij iedere partij zijn eigen belangen heeft
 - Met de verkopers over de verkoop van aandelen (*SPA*)
 - Met de managers over de verdere samenwerking en eventuele investering (*SSA*)
 - In het Belgische KMO-landschap kunnen verkoper en manager verenigd zijn in één persoon
- Welke onderwerpen zullen aan bod komen?

Verkopers	Managers
Koopprijs van de aandelen en betaling	Financiële voorwaarden van investering
Opschortende voorwaarden en closing	Vermogensrechten en winstdeelname
Verklaringen en (bijzondere) waarborgen	Overdracht van aandelen en exit
Aansprakelijkheidsbeperkingen	<i>Leaver</i> -bepalingen
Post-closing verplichtingen	Operationele rol en managementovereenkomst

Transactieproces

In de gekende volgorde

- Geheimhoudingsovereenkomst
- *Teaser / Information Memorandum* / financiële informatie
- Indicatief bod
- Due diligence
- *Letter of Intent / Memorandum of Understanding / Term Sheet* / bindend bod / ...
- Mogelijks bevestigende due diligence
- Koop-verkoopovereenkomst en/of inschrijvingsovereenkomst (*subscription agreement*)
- Overige transactiedocumentatie in parallel (bv. aandeelhoudersovereenkomst en dienstverleningsovereenkomst)

Due diligence

Uitgebreid en intens proces

- Europese durfkapitalisten: gemiddeld 851 investeringsvoorstellen – 6% leidt tot investering
- Al zoveel mogelijk huiswerk maken voor het niet-bindend bod o.b.v. beperkte informatie
 - Grondige studie *information memorandum* en financiële informatie
 - Gesprekken voeren met verkopers / management
- Daarna volledige due diligence: zowel als koper en als verkoper
 - Ontdekken, evalueren en beperken van risico's
- Commercieel, financieel, technisch, fiscaal en juridisch
- Duidelijke methodologie afspreken (timing, Q&A, expertsessies, etc.) – gefaseerde aanpak

Juridische due diligence

Volledig onderzoek met bepaalde accenten

- Volledig en grondig onderzoek van alle rechtstakken als basis
- Bijzondere aandacht voor bepaalde materies afhankelijk van de onderneming / sector en de commerciële due diligence
 - In welke mate zijn de relaties met de belangrijkste klanten en leveranciers geformaliseerd?
 - Welke beëindigingsmogelijkheden zijn er voor de partijen?
 - Prijsafspraken, minimumvolumes, bijzondere voorwaarden?
 - Zijn er sectorspecifieke vergunningen om de activiteiten uit te voeren?
 - Zijn de onroerende goederen in volle eigendom of is er een geldige gebruikstitel?
 - Bescherming van de belangrijkste intellectuele eigendommen
- Zuiver *red flag* rapport vaak onvoldoende voor een private equity investeerder

Koop-verkoopovereenkomst

Belangrijkste bepalingen in de SPA

De impact van private equity op het transactieproces



11

Koop-verkoopovereenkomst

Koopprijs

- Ondernemingswaarde: EBITDA multiple is het meest courant
 - Bij aanvang van proces onderhevig aan veel assumpties
- Vanuit ondernemingswaarde brug maken naar aandelenwaarde (*EV to equity bridge*)
- Vrij van liquide middelen en schulden
 - Liquide middelen (+)
 - Cash-like items (+)
 - Rentedragende schulden (-)
 - Debt-like items (-)
 - Rekening-courantposities (+/-)
 - Werkkapitaal surplus/tekort (+/-)

De impact van private equity op het transactieproces

12



12

Koop-verkoopovereenkomst

Koopprijs

Mechanismen voor vaststelling liquide middelen en schulden

1. Locked box

- Bepaling op een vaste datum (*accounts date*)
- Vaak de laatst goedgekeurde jaarrekening
- Eventueel verhoogd met een interest vanaf *accounts date* tot closing (*equity ticker*)
- Interimperiode opvangen door verboden uitkeringen + normale bedrijfsvoering

2. Closing accounts

- Inschatting maken op closing en op basis daarvan prijs bepalen
- Post-closing vaststellen wat de situatie op closing was gevolgd door prijsaanpassing

Koop-verkoopovereenkomst

Verhouding locked box vs. closing accounts

	Locked box	Closing accounts
België	67%	29%
Europa	52%	48%
Private equity verkopers (Europa)	69%	31%
VS	2%	98%

Betaling van de koopprijs

- *Earn-out* is courant wanneer verkopers betrokken blijven in de vennootschap
- Private equity verkoper zal geen *earn-out* aanvaarden – volledige exit
- Deel van de prijs kan gebruikt worden voor het verstrekken van een *vendor loan* die achtergesteld is op bankfinanciering

Koop-verkoopovereenkomst

Opschortende voorwaarden

Closing zal niet plaatsvinden tot en met verwezenlijking van de opschortende voorwaarden

- Goedkeuring investeringscomité: potestatief?
- Verkrijgen van financiering doorgaans het voorwerp van discussie
- Afstand van *'change of control'*-clausules
 - Vaker financiering behouden in huidig klimaat
- *Merger clearance*
 - Gezamenlijke omzet in België > 100M en minstens 2 betrokken ondernemingen halen omzet van > 40M
 - Rekening houden met Belgische omzet van alle portfolio-ondernemingen die investeerder controleert

Koop-verkoopovereenkomst

Verklaringen en waarborgen

- Verkoper legt verklaringen af over de toestand van de vennootschap en waarborgt dat deze verklaringen juist zijn
- De situatie tot aan de closing afdekken vertrekkende vanuit de ideale toestand van de vennootschap
- Inbreuk op de verklaringen biedt de mogelijkheid om schadevergoeding te claimen
- Kwestie van risico-allocatie wat zich uit in houding van de investeerder
 - Private equity koper zal zo veel mogelijk verklaringen vragen om investering te waarborgen
 - Private equity verkoper sluit een hoofdstuk af en zal zo weinig mogelijk verklaringen geven

Koop-verkoopovereenkomst

'Catch-all' verklaringen

- 'Completeness of information': koper heeft alle nuttige informatie ontvangen en geen informatie achtergehouden waardoor koper tegen andere voorwaarden gecontracteerd zou hebben
"Alle informatie die een professionele koper, bijgestaan door adviseurs, in staat stelt om de transactie onder huidige voorwaarden aan te gaan"
- Balansgarantie: de target heeft alle toepasselijke boekhoudregels in acht genomen t.e.m. closing
 - Bijvoorbeeld discussie over omvang van provisies
 - Kwalificeren ('so far as the seller is aware', 'in all material respects', etc.)
- 'Compliance with all laws': de vennootschap heeft alle toepasselijke regelgeving nageleefd
 - Gemakkelijke kapstok om claims op te hangen indien ze niet genuanceerd wordt

Koop-verkoopovereenkomst

Beperking van aansprakelijkheid

- Kwalificatie van verklaringen ('*knowledge qualifiers*')
 - Bewijsproblematiek om kennis aan te tonen
 - In welke mate was de verkoper betrokken?
- *Disclosure*
 - Nuancering aanbrengen in de verklaringen => grondig analyseren alvorens akkoord te gaan
 - Marktpraktijk dat aansprakelijkheid wordt uitgesloten voor zaken in de data room ('*fairly disclosed*')
 - belang bijzondere vrijwaringen en prijsaanpassingen
- Beperkingen in de tijd
- Financiële beperkingen

Koop-verkoopovereenkomst

W&I-verzekering

- Aanzienlijke toename van het gebruik van *Warranty & Indemnity*-verzekeringen ('W&I-verzekering') in M&A-transacties
- Ook populair bij grotere private equity exits (wereldwijd 72% van de exits met *deal value* > 50M)
- Tegenstrijdige belangen: zo veel mogelijk verklaringen verkrijgen ⇔ aansprakelijkheid beperken
 - W&I-verzekering kan onderhandelingen vergemakkelijken door deel van het risico te alloceren aan een derde
- Meest populair is de koperspolis:
 - Koper heeft rechtstreekse vordering tegen de verzekeraar
 - Koper is beschermd tegen insolventie van de verkoper
 - Verkoper beperkt deel van totale aansprakelijkheid ('*clean exit*')

Koop-verkoopovereenkomst

Niet-concurrentiebeding

- Verkoper zal zich, in welke hoedanigheid dan ook, niet meer bezighouden met de business die werd verkocht
 - Meestal uitgebreid naar niet-afwijking en relaties met klanten en leveranciers
 - Beperkt in de tijd: maximaal 3 jaar
 - Beperkt in de ruimte: gebied waar target actief is of concrete plannen heeft om actief te worden
- Gekoppeld aan een boetebeding – expliciet voorzien dat bijkomende schade geclaimd kan worden n.a.v. nieuw BW
- Private equity koper zoekt sterke bescherming van investering: streng niet-concurrentiebeding
- Private equity verkoper wil niet geboeid worden en aandacht voor impact op portefeuiledrijven → weerstand bieden tegen niet-concurrentiebeding

POLLVRAAG VOOR LIVESTREAM
GELIEVE UIT FULLSCREENMODUS TE GAAN
VIA DE ESCAPEKNOP



21

Afspraken tussen aandeelhouders

Structureren van verdere samenwerking

De impact van private equity op het transactieproces



22

Transactiestructuur

(Her)investering

1. Kapitaalverhoging / inbreng tegen uitgifte van nieuwe aandelen door investeerder in de doelwitvennootschap (durf- en groeikapitaal)
 - Aanwending van opbrengsten afspreken
2. Oprichting van nieuwe holding als koper (*buy and build*)
 - Inbreng in eerste instantie door de koper in combinatie met externe financiering
 - Betaling (gedeelte van) de koopprijs door NewCo
 - Verkoper doet inbreng met *proceeds* in ruil voor aandelen
 - Storting overige deel van koopprijs vanuit de inbreng
3. Kapitaalverhoging / inbreng tegen uitgifte van nieuwe aandelen door de verkoper in groepsvennootschap andere dan de koper (*buy and build add-ons*)
 - Indien de doelwitvennootschap niet wordt gekocht door holding
 - Toch herinvestering in holding en toetreding tot bestaande aandeelhoudersovereenkomst

Vermogensrechten

Quasi volledige vrijheid in BV en NV om vermogensrechten te regelen

- Elk aandeel deelt in de winst of het vereffeningssaldo: gelijke deelname van ieder aandeel als uitgangspunt
- Quasi volledige vrijheid om dit uitgangspunt te moduleren
- Leonijns beding als ondergrens:
 - Verbod om gehele winst aan één aandeelhouder toe te kennen en om één of meerdere aandeelhouders enige deelname in de winst te ontzeggen
 - Afspraken mogen er niet toe leiden dat alle winst steeds aan één of bepaalde aandeelhouders toekomt
- Toekennen van preferenties op aandelen
 - Uitkeringspreferentie bij dividenden
 - Verdeling van *proceeds* bij "liquidatie"

Vermogensrechten

Uitkeringspreferentie

- Rendement

- Vast bedrag per aandeel
- Percentage van de uitkeerbare of uit te keren winst
- Percentage van de storting op het aandeel (jaarlijks rendement)

“Aan de Preferente Aandelen wordt een uitkeringspreferentie toegekend op basis van een cumulatief en jaarlijks samengesteld preferent rendement van 8%”

- Cumulatief: zal het jaarlijkse dividend kapitaliseren en dus toegevoegd worden aan de gestorte bedragen?
- Betaling: wanneer er geen of onvoldoende dividend wordt uitgekeerd, is er dan voorrang van betaling in de daaropvolgende jaren?
- Saldo: delen de aandelen nog in het saldo van de winst na betaling van de preferentie?

Vermogensrechten

Liquidatiepreferentie

- ‘Liquidation Event’ ruim gedefinieerd en zal een exit, fusie, ontbinding etc. omvatten
- Preferentie bestaat vaak uit (een veelvoud van) de initiële inbreng verhoogd met nog verschuldigde bedragen (bv. de cumulatieve uitkeringspreferenties)
- Waterval met volgorde van verdeling uitwerken

“The Liquidation Proceeds shall be allocated, first, to the Series C Shares (if necessary, on a pro rata basis) for an amount or a value equal to 1.20 times the Subscription Price, increased by any declared but unpaid dividends, subject to adjustments for distributed dividends, capital decreases with repayment to the Investors, stock splits, or a combination thereof and similar events (the “Preferential Distribution C”).

[...]

Thereafter, any additional Liquidation Proceeds that remain available for distribution to the Shareholders shall be allocated on a pro rata and as-converted-to-ordinary basis among all Shares (i.e. each of the Ordinary Shares, each of the Series A Shares, each of the Series B Shares and each of the Series C Shares receiving an equal amount per Share).”

Soortvorming

Lage drempel om bijzondere procedure te activeren

- Aandelen met ongelijke rechten leidt tot soortvorming (bv. preferentieel dividend, meervoudig stemrecht, voordrachten, overdrachtsbeperkingen, etc.)
- Elke (on)rechtstreekse wijziging van rechten verbonden aan een soort triggert bijzondere procedure
 - Elke uitgifte van een nieuwe soort, zelfs als alle bestaande soorten in gelijke mate geraakt zijn
 - Elke uitgifte van nieuwe aandelen die niet evenredig gebeurt binnen elke soort
- De bijzondere procedure omvat:
 1. Verslag van het bestuursorgaan
 2. (Doorgaans) verslag van commissaris, bedrijfsrevisor of externe accountant
 3. Besluit van de AV waarbij vereisten voor statutenwijziging vervuld zijn binnen elke soort
= veto voor iedere aandelensoort

Soortvorming

Alternatieven

- Risico proberen te vermijden dat minderheidsaandeelhouders besluitvorming blokkeren
- In afwachting van een wetgevend ingrijpen is er geen zaligmakende oplossing
 1. Geen soorten creëren en rechten contractueel toekennen
 2. Aandeelhouders onderbrengen in afzonderlijke entiteit (STAK) onder controle van investeerder
 3. Controlerende aandeelhouder voldoende aandelen binnen elke soort om beslissing door te drukken
 4. Geen niet-evenredige kapitaalverhogingen doorvoeren – rem op externe investeringen
 5. Stemafspraken (bv. afstand van voorkeurrecht) in de aandeelhoudersovereenkomst

Toekomstige financiering

Impact op aandeelhoudersstructuur

- Vaak worden er afspraken gemaakt welke financieringsbronnen aangewend zullen worden in de toekomst
- Vooral bij *venture capital* is er een grotere kans dat extra investeerders aan boord komen
- *Down round*: vervolginvestering tegen lagere waardering dan de waardering waartegen de investeerder is ingestapt → conventionele bescherming zoeken
- Vaststellen van prijs en aantal nieuwe aandelen om verwatering op te vangen
 1. *Full ratchet*: nieuwe aandelen uitgeven zodat de gemiddelde uitgifteprijs van de beschermde aandelen gelijk is aan de uitgifteprijs in de *down round*
 2. *Weighted average ratchet*: relatieve dilutie van beschermde aandeelhouder berekenen
 - *Broad-based*: berekening op volledige gedilueerde basis
 - *Narrow-based*: bv. op niet-gedilueerde basis of enkel de beschermde aandelen

Anti-dilutie

Voorbeeld: *broad-based weighted average*

$$P_2 = P_1 * (A + B) / (A + C)$$

- P_2 = prijs na *down round*
- P_1 = prijs voor *down round* (prijs per aandeel betaald door investeerder)
- A = totaal aantal uitgegeven aandelen voor *down round*, inclusief effecten die recht kunnen geven op aandelen (i.e. volledig gedilueerd)
- B = totale investering in *down round* / P_1
- C = aantal nieuwe aandelen in *down round*

$$\text{Totaal aantal aandelen begunstigde} = \text{totale investering begunstigde} / P_2$$

Anti-dilutie

Voorbeeld: *broad-based weighted average*

- Oprichter: 9.000 aandelen
- A-investeerder: 200.000 EUR aan 200 EUR/aandeel (1.000 aandelen)
- B-investeerder: 500.000 EUR aan 100 EUR/aandeel (5.000 aandelen)
- $P_2 = P_1 * (A + B) / (A + C)$
 $P_2 = 200 * (10.100 + (500.000/200)) / (10.100 + 5.000)$
 $P_2 = 200 * 12.600 / 15.100$
 $P_2 = 166,89$
- 200.000 EUR / 166,89 EUR = 1.198 (totaal aantal aandelen A-investeerder tegen conversieprijs)
- Nieuw uit te geven aandelen A-investeerder = 198

	Na serie A	Na serie B
Oprichter	9.000	9.000
A-investeerder	1.000	1.000
ESOP	100	100
B-investeerder	/	5.000
Totaal	10.100	15.100

Anti-dilutie

Door middel van anti-dilutie-inschrijvingsrechten

- Recht om in te schrijven op nieuwe aandelen onder bepaalde voorwaarden
- Afstand van het wettelijk voorkeurrecht noodzakelijk door uitgifte aan beperkte groep
- Gratis toekenning en uitoefening tegen een symbolische prijs
- Dwingende regels inzake uitoefentermijn:
 - Maximaal 10 jaar na uitgifte
 - Maximaal 5 jaar wanneer toegekend aan niet-personeelsleden, tenzij aandeelhouders unaniem afstand van hun voorkeurrecht hebben gedaan
 - Opvangen door stemafpraak (beperkt in tijd + niet tegenstrijdig met vennootschapsbelang)
 - Om uitgifte uit te stellen tot wanneer verwatering dreigt
 - Om nieuwe set van inschrijvingsrechten uit te geven na verstrijken van de termijn

Overdracht van aandelen

Overdrachtsbeperkingen

- *Stand-still*: aandelen niet overdraagbaar voor een bepaalde periode
 - BV: statuten, uitgiftevoorwaarden of overeenkomsten kunnen perken stellen aan de overdraagbaarheid van aandelen
 - NV: onvervreemdbaarheid door rechtmatig belang verantwoord – clausules van onbepaalde duur steeds opzegbaar mits redelijke opzeggingstermijn
 - Uitzonderingen/beperkingen? Vrije overdrachten, exit, enkel minderheidsaandeelhouder ...
- Voorkooprechten: begunstigde krijgt eerst de kans om betrokken aandelen te kopen
 - Doel om aandelen bij bestaande aandeelhouders te houden
 - *Right of first refusal* (kandidaat-koper) / *right of first offer* (geen kandidaat-koper)
 - ROFR kan kandidaat-kopers afschrikken en proces vertragen / blokkeren
 - NV: onoverdraagbaarheid van maximaal 6 maanden, anders vrij overdraagbaar

Overdracht van aandelen

Overdrachtsbeperkingen

- Volgrecht (*tag along*): recht om (deel van) aandelen over te dragen met andere aandeelhouder
 - Meestal tegen dezelfde voorwaarden
 - Bescherming voor de minderheidsaandeelhouder
- Volgplicht (*drag along*): mogelijkheid om aandeelhouders te verplichten hun aandelen mee over te dragen
 - Bescherming voor de meerderheidsaandeelhouder
 - Doorgaans bij bod op alle aandelen van die meerderheidsaandeelhouder
- Call opties
 - Gebruikt bij *good / bad leaver* (operationele rol van aandeelhouders) en geschillenregeling

Overdracht van aandelen

Call opties

- Recht van meerderheidsaandeelhouder om aandelen te kopen in geval van 'Leaver Event'
 - Wanneer de rol van het management is uitgespeeld
 - *Bad leaver*: beëindiging in strijd met de gemaakte afspreken (bv. beëindiging van de managementovereenkomst door toedoen van de manager)
 - *Good leaver*: situaties waarbij partijen akkoord zijn met beëindiging van samenwerking (bv. verstrijken duur managementovereenkomst of ernstige ziekte)
- Prijs waartegen call optie uitgeoefend kan worden is afhankelijk van *leaver event*
 - *Bad leaver*: tegen uitgifteprijs of korting geven op marktwaarde
 - *Good leaver*: tegen marktwaarde
 - Marktwaarde bepalen met behulp van onafhankelijke expert (o.b.v. overeengekomen formule)
- Volgorde afspreken van begunstigden van de call optie

Bestuur

Samenstelling van het bestuursorgaan

- Private equity brengt naast financiële middelen ook kennis en ervaring mee voor de vennootschap
- Investering vaak sterk afhankelijk van huidig management dat essentieel is in verdere strategie
- Voordrachtregeling en samenstelling van de raad van bestuur afspreken
 - Verhouding doorgaans in functie van aandelenbezit: meerderheidsaandeelhouder heeft grip op de raad van bestuur
 - Benoeming van voorzitter – eventueel met doorslaggevende stem
- Waarnemers die vergaderingen bijwonen en informatie ontvangen
- Dagelijkse werking in handen laten van huidige managers
 - Bevoegdheden duidelijk afbakenen en inperken
 - Controle over hun werkzaamheden uitoefenen
 - Periodieke informatieplichten opleggen

Bestuur

Besluitvorming

- Dagelijkse werking
 - Beroep doen op het huidige management
 - Voorbehouden materies die in ieder geval tot de bevoegdheid van de raad van bestuur horen
- Raad van bestuur
 - Aanwezigheid: afspreken in welke mate partijen vertegenwoordigd moeten zijn op een vergadering – geen beslissingen buiten meerderheidsaandeelhouder om
 - Meerderheid: gewone meerderheid, met uitzondering van sleutelbeslissingen
 - Sleutelbeslissingen: belangrijke beslissingen vereisen instemming van bestuurder(s) voorgedragen door minderheidsaandeelhouders
- Zelfde principe op de algemene vergadering

Exit

Laatste stap in het kader van de investering

- Investering is beperkt in tijd – na bepaalde tijd wordt een exit gezocht
 - Verkoop van aandelen aan derde partij (*trade sale*)
 - (Terug)koop door overige aandeelhouders
 - Beursnotering
- Investeerders willen zo veel mogelijk controle over het proces
- Afspraken maken over:
 - Partijen die het initiatief mogen nemen
 - De termijn en/of voorwaarden om tot exit over te gaan
 - Aanstelling van een professionele tussenpersoon
 - Verklaringen en waarborgen die zullen worden gegeven
 - Overdraagbaarheid van aandelen tijdens het exitproces

Bedankt!

Michaël Heene (michael.heene@dlapiper.com)

Gilles Leysen (gilles.leysen@dlapiper.com)

