

Samenvatting Academisch Proefschrift:

Overnamecontracten vanuit een Economisch Perspectief¹

in het openbaar te verdedigen in de Agnietenkapel

op woensdag 6 november 2013, te 14:00 uur

Christel G. J. Karsten

Universiteit van Amsterdam

c.karsten@uva.nl

1 Introductie

Bedrijfsovernames zijn in zowel juridisch als in economisch opzicht een intrigerende aangelegenheid. Doordat koper en verkoper doorgaans niet beschikken over dezelfde informatie, kunnen overnames risico's en economische kwesties met zich meebrengen. Zo kan er onzekerheid zijn over de waarde van de targetonderneming of over het gedrag van het management. In theorie kunnen deze kwesties worden beperkt door de inzet van overnamecontracten, bijvoorbeeld doordat dergelijke contracten kopers bescherming kunnen bieden tegen onaangename verrassingen achteraf. De vraag is of overname-contracten hier ook daadwerkelijk voor worden gebruikt. Indien contracten worden ingezet om dit soort problemen bij een overname te ondervangen, dan zouden deze contracten een zuivere reflectie moeten zijn van de (economische) eigenschappen van een deal. Het is echter ook mogelijk dat, naast alle economische facetten, de betrokken juridische adviseurs van invloed zijn op overnamecontracten. Advocaten zouden dan een eigen aanpak of stijl kunnen hebben

¹ Originele titel: "The Law and Finance of M&A Contracts"

in de manier waarop zij contracten onderhandelen. Dat werpt de vraag op wat de rol is van contracten en juridische adviseurs bij overnames.

In dit onderzoek benader ik overnamecontracten vanuit een financieel-economisch perspectief om licht te werpen op de volgende drie vragen: Waarom variëren contracten bij verschillende deals van elkaar? Wat is het effect van deze variatie op de prijs die is betaald? En wat is de invloed van de betrokken advocaten en advocatenkantoren bij een overname? Ik heb 151 koopcontracten geanalyseerd van onderhandse bedrijfsovernames, dat wil zeggen overnames van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze contracten zijn ter beschikking gesteld door een groot Nederlands advocatenkantoor. Onderhandse overnames vormen een interessante basis om contracten te analyseren, omdat kopers hierin direct onderhandelen met één of een paar verkopers.² Als gevolg kunnen er veel verschillende contractuele instrumenten worden ingezet.

2 Wat verklaart de variatie tussen overnamecontracten?

In hoofdstuk 2 neem ik twee contractuele bepalingen als uitgangspunt om enerzijds de invloed van economische omstandigheden, anderzijds de invloed van juridische adviseurs (advocaten) op de inhoud van een overnamecontract te analyseren. De eerste bepaling die ik als uitgangspunt neem, de zogeheten *garanties*, moet de koper beschermen tegen onaangename verrassingen achteraf over de eigenlijke waarde van de target. De verkoper beschikt doorgaans over meer informatie over de target dan de koper, zodat de koper bezorgd kan zijn dat hem een te optimistische weergave van de feiten is gegeven. Met garanties kan de verkoper haar waardering kracht bijzetten, door bijvoorbeeld te stellen dat de apparatuur in goede staat verkeert, of dat alle patenten en licenties rechtsgeldig zijn. Indien gegarandeerde stellingen onjuist blijken, heeft de verkoper de verplichting om eventuele schade te vergoeden.

De tweede bepaling die ik analyseer zijn de *convenanten*. Met convenanten wordt in het contract een zekere gedragscode afgesproken waar de verkoper zich aan dient te houden. Gedurende een overname bestaat er namelijk een, voor de verkoper gunstige, periode waarbinnen de verkoper nog wel het bestuur voert over het target, terwijl er al een overnameprijs is overeengekomen. Tijdens deze periode zou de verkoper allerlei ongewenste acties kunnen

² Dit in tegenstelling tot publieke overnames, waar verkopers doorgaans verspreide anonieme aandeelhouders zijn, en onderhandelingen plaatsvinden met het bestuur over de voorwaarden waarop zij de deal ondersteunt.

ondernemen, zoals dividend uitkeren aan zichzelf. Convenanten beschermen de koper hiertegen, door het toegestane gedrag van de verkoper te definiëren en daardoor te beperken.

De resultaten in hoofdstuk 2 onderschrijven de hypothese dat contracten worden ingezet om economische kwesties bij een overname te beperken, want we vinden dat de economische factoren van invloed zijn op contracten. Zo bevatten contracten bij deals met grote verschillen in informatie tussen de koper en verkoper ook meer garanties. Tegelijk staan er meer convenanten in contracten bij deals waar de kans op misdragingen door verkopers groter is. Samen kunnen deze economische omstandigheden ongeveer een derde verklaren van de variatie in de hoeveelheid garanties of convenanten. Dat betekent dat tweederde van die variatie door andere factoren te verklaren moet zijn, zoals bijvoorbeeld de betrokken advocaten of advocatenkantoren.

Uit mijn onderzoek blijkt dat, naast economische factoren, ook advocatenkantoren en zelfs individuele advocaten van invloed zijn op overnamecontracten. Voor de invloed van het betrokken advocatenkantoor, kijk ik naar de hoeveelheid garanties of convenanten die een kantoor in een vroeg stadium van de contractontwikkeling hanteert. In de praktijk werken advocatenkantoren vaak met modelcontracten als eerste opzet voor een contract. Tijdens de onderhandelingen wordt hier zelden radicaal van afgeweken. Als gevolg zijn veel clauses in overnamecontracten direct te herleiden tot het modelcontract van het kantoor wat de eerste opzet heeft aangeleverd. De resultaten laten zien dat er een correlatie is tussen het kantoor op wiens model het contract is gebaseerd, en de garanties en convenanten die in het uiteindelijke contract zijn opgenomen. Contracten afkomstig van sommige kantoren bevatten stelselmatig meer bepalingen ter bescherming van de koper dan van andere kantoren, onafhankelijk van of ze de koper of verkoper vertegenwoordigen. Dit geeft aan dat kantoren variërende benaderingen hebben van de formulering van hun interne modelcontracten, en dat deze doorwerken in de uiteindelijke overnamecontracten.

Eenzelfde soort correlatie tref ik aan op het niveau van individuele advocaten. De contracten opgesteld door advocaten met een bepaalde voorkeur, bijvoorbeeld voor veel garanties, wijken sterk af van contracten opgesteld door advocaten met een voorkeur voor minder garanties. Dit geldt ook voor convenanten. De aanpak of stijl van individuele advocaten kan een aanzienlijk deel van de variatie tussen contracten verklaren.

De mate waarin kantoren en advocaten invloed hebben op contractsbepalingen blijkt sterk afhankelijk te zijn van het onderwerp van die bepaling. Advocaten hebben bijvoorbeeld relatief veel

invloed op garanties over intellectueel eigendom. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat daar veel risico mee gepaard gaat, waardoor de belangen van de partijen uiteenlopen en de stijl van onderhandelen een rol gaat spelen.³ Aan de andere kant hebben advocatenkantoren juist veel invloed op garanties die stellen dat alle regelgeving goed is nageleefd. Het is intuïtief dat contracten hierover niet sterk van modelcontracten hoeven af te wijken, want de toepasselijke regelgeving is vaak vergelijkbaar tussen deals. Ten slotte hebben noch kantoren, noch advocaten invloed op garanties over de financiële balans van het target.⁴ Dit kan een indicatie zijn dat deze garanties dermate directe economische gevolgen hebben dat ze puur door economische factoren worden bepaald.

3 Het effect van het overnamecontract op de prijs⁵

In hoofdstuk 3 stel ik de vraag of contractbepalingen ook effect hebben op de prijs die voor een overname is betaald. Is er een correlatie tussen de hoeveelheid bepalingen die in een contract zijn opgenomen, en de met de overname gemoeide prijs? Het onderhandelingsproces bij overnames vindt doorgaans in twee stadia plaats. Eerst wordt de prijs bepaald, en vervolgens wordt het contract onderhandeld. Dit suggereert dat de prijs en het contract volledig onafhankelijk van elkaar worden vastgesteld. Niettemin zou er een relatie kunnen bestaan; in het geval dat de prijs is vastgesteld in verwachting van bepaalde contractclausules bijvoorbeeld, of omgekeerd, wanneer de prijs wordt aangepast als gevolg van contractwijzigingen.

In dit deel van het onderzoek maak ik onderscheid tussen waardeverhogende en waardeverdelende bepalingen. Dit onderscheid is interessant, omdat de twee type bepalingen elk een ander effect kunnen hebben op de overnameprijs. Voor waardeverhogende bepalingen geldt namelijk dat een hogere totale waarde gepaard zou moeten gaan met een hogere prijs. Aan de andere kant kunnen waardeverdelende bepalingen binnen het contract tegen elkaar weggestreept worden, zodat de betreffende bepaling geen effect hoeft te hebben op de overnameprijs. Garanties en convenanten classificeer ik als waardeverhogend, omdat ze de economische problemen

³ Bijvoorbeeld, bij de garanties over intellectueel eigendom kan staan dat er geen derde partij is die de patenten van de targetonderneming schendt. Aangezien de verkoper hier niet 100% zeker van kan zijn, zal zij deze garantie liever niet bieden, terwijl de koper het juist wel graag gegarandeerd zou zien.

⁴ Een voorbeeld van een balansgarantie is dat de jaarrekening van de target een goede weergave biedt van de financiële staat van het bedrijf.

⁵ Het onderzoek in dit hoofdstuk is uitgevoerd in samenwerking met Florencio López-de-Silanes.

reduceren, bijvoorbeeld door de kans verhogen dat de overname doorgaat, of door te voorkomen dat er inefficiënte maatregelen worden genomen ter bescherming van de koper.⁶ Als gevolg kunnen ze de totale waarde van de transactie verhogen. Als waardeverdelend kijk ik naar bepalingen die betrekking hebben op de plaatsing van risico omtrent een deal: ieder risico dat voor rekening van de koper komt, legt aan de koper kosten op, terwijl het voordeel biedt aan de verkoper. En omgekeerd geldt hetzelfde. Een bepaling over risicoallocatie verschuift dus uiteindelijk waarde van één partij naar de ander, en werkt waardeverdelend.

De resultaten in hoofdstuk 3 tonen aan dat waardeverhogende bepalingen wel degelijk effect hebben op de prijs: voor deals met meer garanties en convenanten in het contract wordt doorgaans een hogere premie betaald. Dit geeft aan dat garanties en convenanten waardevolle bepalingen zijn, en dat de koper bereid is te betalen voor een hogere mate van bescherming. De grootte van het effect op de prijs van deze bepalingen varieert met het onderwerp ervan. Zo is de prijsimpact van garanties het hoogst voor garanties over de jaarrekening van de target. Binnen de convenanten hebben de bepalingen over dividenduitkeringen de grootste impact op de prijs. Dit zijn tevens de categorieën waarvan een relatief groot deel van de variatie verklaard kan worden door economische factoren. Dat onderbouwt de suggestie dat contractsbepalingen die directe financiële gevolgen kunnen hebben, minder sterk worden beïnvloed door juridische adviseurs.

Anders dan waardeverhogende bepalingen, hebben waardeverdelende bepalingen geen significant effect op de betaalde premie, zo blijkt uit mijn onderzoek. Dit zou kunnen betekenen dat deze bepalingen binnen het contract tegen elkaar weggestreept worden. Een ander mogelijk scenario is dat kopers en verkopers de contractuele verdeling van waarde onderschatten; in dat geval ontstaat er ruimte voor advocaten om deze verdeling in het voordeel van hun cliënt te onderhandelen, zonder daar in de hoogte van de premie voor te hoeven compenseren.

⁶ Ter illustratie: bij gebrek aan de garantie dat de machines en apparaten goed functioneren zou de koper dit moeten verifiëren. Dat brengt kosten met zich mee, terwijl het voor de verkoper (bijna) kosteloos zou zijn om dit te garanderen. De garantie voegt dus waarde toe door inefficiënte uitgaven te terug te brengen.

4 De invloed van de expertise van advocaten bij onderhandelingen⁷

Daarmee kom ik aan bij het laatste hoofdstuk van dit proefschrift, waar ik de invloed van de specifieke expertise analyseerde van advocaten die bij overnames betrokken zijn. Waar ik in hoofdstuk 2 aantoonde *dat* advocaten invloed hebben op contracten, bekijk ik hier *hoe* zij die invloed uitoefenen. Ik neem daarbij zowel contracten, als het onderhandelingsproces, als de hoogte van de premie in ogenschouw.

De centrale vraag van dit hoofdstuk is of een hogere mate van expertise van een advocaat ook resulteert in een groter voordeel voor de betrokken partij. Met andere woorden: als ik een advocaat in de arm neem met meer expertise dan mijn wederpartij, zijn de uitkomsten van de overname dan ook meer in mijn voordeel? Als dit het geval is, zou dat kunnen betekenen dat advocaten van beide partijen tijdens onderhandelingen met elkaar concurreren om zoveel mogelijk waarde naar hun eigen cliënt te dirigeren. Anderzijds zouden advocaten ook juist kunnen samenwerken om een contract te ontwikkelen met de grootst mogelijke toegevoegde waarde voor beide partijen - een scenario dat vanuit het gezamenlijke perspectief van koper en verkoper eigenlijk wenselijk zou zijn. De meetpunten die ik hanteer voor de mate van expertise zijn, onder andere, het aantal jaren werkervaring, de hoeveelheid deals waarbij de advocaten hebben geadviseerd, en het opleidingsniveau.

In hoofdstuk 4 toon ik aan dat de uitkomsten bij een overname meer in het voordeel zijn van de partij wiens advocaat relatief meer expertise heeft. Dit bevestigt de hypothese dat advocaten tijdens het onderhandelingsproces met elkaar concurreren. Ten eerste zien we dat meer expertise bij de advocaat van de koper resulteert in een hogere mate van risico voor rekening van de verkoper, en omgekeerd. Ten tweede is de relatieve expertise van een advocaat mede bepalend voor welke partij de eerste contractversie mag aanleveren; dit recht komt meestal de advocaat met de meeste expertise toe. Dit is voor advocaten gunstig, want dan kunnen zij al bij aanvang van het onderhandelingsproces de positie van hun cliënt versterken door contractbepalingen in de opzet op te nemen die voor hun cliënt voordelig zijn. Ten derde zien we dat de duur van de onderhandelingen significant korter is, wanneer de advocaat van de koper meer expertise heeft - en dat is in het voordeel van de koper. Verkopers kunnen namelijk baat hebben bij langere onderhandelingen: als de exclusiviteitsperiode (waarin ze niet in onderhandeling mogen treden met derden) verloopt, kunnen

⁷ Het onderzoek in dit hoofdstuk is uitgevoerd in samenwerking met Zacharias Sautner.

alternatieve kopers worden aangeschreven, waarmee de overnameprijs stijgt. Zo kan een hoger niveau van expertise van de koper dus worden geassocieerd met lagere premies.

5 Conclusie

Samenvattend laat dit proefschrift op drie manieren zien hoe economische omstandigheden en de inbreng van juridisch adviseurs een rol kunnen spelen in de totstandkoming van contracten die bij bedrijfsovernames worden opgesteld. Hierbij zijn twee contractuele bepalingen als uitgangspunt genomen om die rol in kaart te kunnen brengen: garanties en convenanten. Als bevindingen zien we ten eerste dat er inderdaad een relatie bestaat tussen de economische dealomstandigheden en de bepalingen die in een contract zijn opgenomen. Ten tweede hebben deze clausules ook effect op de hoogte van de betaalde premie, wat het belang van contracten bij overnames onderstreept. En ten derde hebben de juridische adviseurs die betrokken zijn bij overnames, zowel op het niveau van het vertegenwoordigde kantoor als op individueel niveau, een significante invloed op het proces. Deze invloed is terug te zien in de inhoud van het contract, in het verloop van het onderhandelingsproces en in de hoogte van de betaalde premie. Met name deze laatste resultaten benadrukken dat de impact van de particuliere handelingswijze van advocaten of kantoren bij overnames niet moet worden onderschat. Daarom is het voor partijen die met bedrijfsovernames te maken hebben van belang met zorg juridisch advies te kiezen. Het verdient sterke aanbeveling om een advocaat te vinden die qua expertise, maar ook qua risicoperceptie en stijl aansluit bij de voorkeuren van de cliënt en bij de specifieke eigenschappen van een bedrijfsovername.