

ACTUELE EVOLUTIES INZAKE OVERNAMES
EN HERSTRUCTURERINGEN

ACTUELE EVOLUTIES INZAKE
OVERNAMES EN
HERSTRUCTURERINGEN

Koen BYTTEBIER
Tom WERA
(eds.)



intersentia

Antwerpen – Cambridge

Actuele evoluties inzake overnames en herstructureringen
Koen Byttebier en Tom Wera (eds.)

© 2014 Intersentia
Antwerpen – Cambridge
www.intersentia.be



ISBN 978-94-000-0485-6
D/2014/7849/42
NUR 827

Alle rechten voorbehouden. Behoudens uitdrukkelijk bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van de uitgever.

VOORWOORD

Overnames en herstructurerings vinden plaats ongeacht de staat waarin de economie zich bevindt. In een oplevende conjunctuur bloeit de M&A-markt, in tijden van crisis worden meer herstructurerings doorgevoerd, al dan niet binnen het kader van een formele insolventieprocedure.

Het tempo waaraan voormelde transacties dienen te worden afgehandeld, is vaak verschroeiend. Hierbij kunnen veelal tal van feitelijke en juridische problemen vooraf niet, of niet afdoende, worden ingeschat, maar dienen zij, wanneer zij zich voordoen, meestal snel en *ad hoc* te worden aangepakt. Er is hierbij niet steeds tijd voor diepgang en reflectie dan wel voor de raadpleging van een veelheid aan literatuur.

Puttend uit zijn rijke expertise op zowel het gebied van fusies en overnames als dat van het insolventierecht, heeft de Vakgroep voor Economisch Recht daarom, middels een studiedag die zich richtte tot zowel juridische adviseurs die bij overnames en herstructurerings betrokken zijn (o.m. advocaten, notarissen, bedrijfsjuristen, fiscalisten en revisoren), als tot magistraten die naderhand een oordeel moeten vellen over voltrokken of niet-voltrokken transacties, een actueel en diepgravend overzicht willen bezorgen van een aantal centrale, juridische leerstelsels die daarbij aan bod kunnen komen.

Hiervoor werd een beroep gedaan op toonaangevende specialisten in de materie, teneinde het juiste evenwicht tussen academische grondigheid en praktijkgerichte relevantie te verzekeren.

De geschreven neerslag van de voordrachten vindt u terug in het onderhavige referatenboek, dat is opgenomen als deel 17 in de reeks *Publicaties in het Economisch Recht VUB*.

Gelet op de publicatiedruk is het niet voor alle sprekers evident gebleken om op hetzelfde ogenblik een tekst af te werken, zodat wij de teksten hebben ingezameld over een lange periode.

Daarbij danken wij tevens de sprekers die er niet in geslaagd zijn om tijdig een tekst in te leveren.

Het onderhavige referatenboek zal een rijke aanwinst vormen voor iedereen die actief is in het boeiende vakgebied van de overnames en herstructureringen.

Koen BYTTEBIER

Tom WERA

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	v
------------------------	---

DEEL I.

ONDERHANDSE OVERNAME

Hoofdstuk I.

Actualia overnames en herstructureringen

Jan PEETERS en Pieter-Jan VAN HOUDENHOVE	3
1. Inleiding	3
2. De totstandkoming van de overnameovereenkomst – aanbod en aanvaarding	5
3. De onderhandelingsfase	7
3.1. Verplichtingen tijdens de onderhandelingsfase	7
3.2. Informatieplicht	8
3.3. Afbreken van de onderhandelingen	13
3.4. Tussenkost in bedrijfsvoering	14
4. Gemeenrechtelijke bescherming	16
4.1. Vrijwaring voor uitwinning	16
4.2. Vrijwaring voor verborgen gebreken	17
4.3. Theorie van de wilsgebreken	18
4.4. Inefficiëntie van de gemeenrechtelijke bescherming	22
5. Contractuele inbedding van de onderhandelingsfase	24
5.1. Begrip	24
5.2. Contractualisering van de onderhandelingsfase	24
5.2.1. Algemeen	24
5.2.2. Confidentiality Agreement	25
5.2.3. Process Letter	28
5.2.4. Information Memorandum	29
5.2.5. Vendor Due Diligence – (Non-)Reliance letters	30
5.2.6. Indicative Offer	32
5.2.7. Due Diligence – Data Room Rules	33
5.2.8. Final Binding Offer	33

5.2.9. Letter of Intent	34
5.2.10. Heads of Agreement	36
5.3. Doorwerking precontractuele elementen in de overname- overeenkomst	37
5.3.1. Algemeen	37
5.3.2. Non-reliance clause	38
5.3.3. Andere beperkingen van de garanties van de verkoper	39
5.3.4. Specific indemnities	41
5.3.5. Seller's waiver of rights	42
5.3.6. Bestuursaansprakelijkheid	42
5.3.7. Entire Agreement Clause	43
5.3.8. Vierhoekenbeding	44
6. Besluit	45

Hoofdstuk II.

Bijzondere clauses in overnameovereenkomsten

Dirk VAN DE GEHUCHTE en Matthias GESQUIÈRE	47
1. Inleiding	47
2. De prijs	48
2.1. De bepaalde, minstens bepaalde prijs	48
2.2. De <i>earn-out</i> : opportuniteit en juridische valkuilen	52
2.2.1. Opportuniteit	52
2.2.2. De <i>earn-out</i> als (zuiver potestatieve) opschortende voorwaarde	53
2.2.3. Verdere verankering: de verkopende aandeelhouder blijft bestuurder	55
2.2.4. Nog verdere verankering: de gefaseerde aandelen- overdracht	57
3. Het voorwerp	61
3.1. Het uitgangspunt	61
3.2. Verklaringen en waarborgen	65
3.2.1. Functionaliteit	65
3.2.2. Juridische grondslag	68
3.2.3. De contractuele praktijk	69
4. Besluit	71

DEEL II.
OPENBAAR OVERNAMEBOD

Hoofdstuk III.

De passende rol van het bestuur van de target-vennootschap sedert de OBA-richtlijn en de wet van 1 april 2007

Koen BYTTEBIER	75
1. Het theoretische debat <i>pro en contra</i> verweermaatregelen	75
1.1. Algemene situering	75
1.2. Argumenten die de aandeelhouders als ideale beslissings- instantie aanwijzen	78
1.2.1. Situering	78
1.2.2. (Beknopte) ontwikkeling van deze argumenten	79
1.2.2.1. Het overnamebod als aanbod in de privaat- rechtelijke zin van het woord	79
1.2.2.2. Het behoud van de disciplinaire werking van het overnamebod	79
1.2.2.3. De aandeelhouders als “eigenaars” van de vennootschap	80
1.2.3. Voorlopig tussenbesluit	82
1.3. Argumenten die de managers/bestuurders als ideale beslissingsinstantie aanwijzen	83
1.3.1. Situering	83
1.3.2. (Beknopte) ontwikkeling van deze argumenten	84
1.3.2.1. De kans te kunnen ijveren voor het behoud en de ontplooiing van de (bestaande) (doel)- vennootschapsstrategie in het bijzonder	84
1.3.2.2. Het ruime(r) vennootschapsbelang	89
1.3.3. Slotbeschouwingen	94
2. Passende rol van de bestuurders van de (doel)vennootschap volgens de OBA-Richtlijn	95
2.1. Algemeen	95
2.2. Het Winterrapport	96
2.2.1. Situering van het Winterrapport	96
2.2.2. Twee (basis)beginselen van het Winterrapport	97
2.2.3. De van de algemene beginselen afgeleide passiviteits- of neutraliteitsregel	99

2.3.	Benadering in de OBA-Richtlijn zelf.	102
2.3.1.	Vertaling van de twee beginselen van het Winter- rapport in de OBA-Richtlijn.	102
2.3.2.	Vertaling van de passiviteits- of neutraliteitsregel in de OBA-Richtlijn.	104
2.3.3.	Conclusie: passende rol voor het zetelende bestuur(sorgaan) onder de passiviteits- of neutrali- teitsregel van de OBA-Richtlijn.	107
2.3.4.	Mogelijkheid tot ‘opt-out’ (door de lidstaten) en (vrijwillige) ‘opt-in’ (door de potentiële doelvennoot- schappen)	109
2.3.5.	Tussenbesluit.	114
2.4.	Benadering in de Belgische openbare bodregelgeving.	115
2.4.1.	Algemeen.	115
2.4.2.	Correcties en bemerkingen bij het ontwerppros- pectus.	115
2.4.3.	Memorie van antwoord.	116
2.4.3.1.	Basisverplichting.	116
2.4.3.2.	Regels omtrent de inhoud, de taal en de vorm van de memorie van antwoord.	118
2.4.3.3.	Goedkeuring(svereiste) en openbaarmaking.	128
2.4.3.4.	Eventuele aanvulling op de memorie van antwoord.	129
2.4.3.5.	Aansprakelijkheid voor de memorie van antwoord.	130
2.4.4.	Informering van de werknemers van de (doel)ven- nootschap.	130
2.4.5.	Toevlucht tot bescherming en verweer.	132
2.4.5.1.	Situering.	132
2.4.5.2.	(Beknopt) overzicht van de Belgische wettelijke regels vermeld in het Wetboek van Vennootschappen inzake bescherming en verweer.	133
2.4.5.3.	Impact van de omzetting van de OBA- Richtlijn: ‘opt-out’ door de wetgever met mogelijkheid van vrijwillige ‘opt-in’ voor de potentiële (doel)vennootschappen.	143
	Slotconclusies.	169

Hoofdstuk IV.

Modellen van minderheidsbescherming in de wet van 1 april 2007 en haar uitvoeringsbesluiten. Een kritische analyse

Koen BYTTEBIER en Tom WERA	177
1. De bescherming van minderheidsaandeelhouders in het algemeen.....	177
1.1. Situering.....	177
1.2. De conventionele bescherming van minderheidsaandeelhouders.....	185
1.3. De wettelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders	187
2. De bescherming van minderheidsaandeelhouders in het Wetboek van Vennootschappen	192
2.1. De gemeenrechtelijke (vennootschapsrechtelijke) uitkoopregeling (art. 513 W.Venn.)	192
2.1.1. Situering	192
2.1.2. Parenthesis: een ‘naamloze vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan’.....	196
2.1.3. De gemeenrechtelijke (vennootschapsrechtelijke) uitkoopregeling in een naamloze vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan	201
2.1.4. De gemeenrechtelijke (vennootschapsrechtelijke) uitkoopregeling in een vennootschap die geen openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan	203
2.1.5. Dé vernieuwing van de wet van 1 april 2007: in onderling overleg handelen bij (naamloze) vennootschappen die een openbaar beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan	205
2.1.6. De uitvoering van de gemeenrechtelijke (vennootschapsrechtelijke) uitkoopregeling	211
2.2. De vennootschapsrechtelijke geschillenregeling (<i>sensu stricto</i>)	214
2.2.1. Situering	214
2.2.2. De vennootschapsrechtelijke uitsluiting (art. 334 W.Venn. voor een bvba en art. 636 W.Venn. voor een nv)	219

2.2.3.	De vennootschapsrechtelijke uittreding (art. 340 W.Venn. voor een bvba en art. 642 W.Venn. voor een nv)	221
2.2.4.	De gegronde redenen.	222
2.2.5.	De pijnpunten van de huidige vennootschapsrechtelijke geschillenregeling (<i>sensu stricto</i>)	226
2.2.5.1.	De enigszins misleidende benaming.	227
2.2.5.2.	De geschillenregeling is enkel mogelijk in vennootschappen die geen openbaar beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan	228
2.2.5.3.	De onduidelijkheid bij de waardebepaling van de aandelen, zowel inzake het tijdstip waarop de waarde van de over te nemen aandelen moet worden bepaald, als inzake de wijze waarop de prijs van die aandelen moet worden bepaald	229
2.2.5.4.	Bevoegdheid van de voorzitter van de rechtbank van koophandel, zetelend zoals in kort geding, van het arrondissement waar de vennootschap haar zetel heeft	230
2.3.	Pro memorie: het recht op uittreding en uitsluiting in een coöperatieve vennootschap	232
2.3.1.	Situering	232
2.3.2.	Technische uitwerking van het recht op uittreding in een coöperatieve vennootschap (art. 367 W.Venn.) . . .	233
2.3.3.	Technische uitwerking van het recht op uitsluiting in een coöperatieve vennootschap (art. 370 W.Venn.)	236
3.	De bescherming van minderheidsaandeelhouders in het openbaar bodrecht	237
3.1.	Situering.	237
3.2.	De ‘bodsrechtelijke’ uitkoopregeling (art. 42 en 43 OBA-KB van 27 april 2007).	239
3.3.	De ‘bodsrechtelijke’ uittredingsregeling (art. 44 OBA-KB 27 april 2007).	241
3.4.	Personen die in onderling overleg met de bieder handelen . .	242

3.5. (Beknopte) vergelijking tussen de bodsrechtelijke uitkoopregeling en de gemeenrechtelijke (vennootschapsrechtelijke) uitkoopregeling	242
3.6. Bijzondere regeling inzake een verplicht bod (art. 57 OBA-KB 27 april 2007)	244
Algemeen besluit	244

DEEL III.

HERSTRUCTUREREN

Hoofdstuk V.

Herstructurerings binnen het kader van insolventieprocedures: een onderzoek vanuit de praktijk

Christian VAN BUGGENHOUT	249
1. Herstructureren onder het regime van de WCO	250
2. Herstructureren in het raam van een vereffening regime	264
2.1. Deficitair vereffenen	264
2.2. Opdracht van de vereffenaar	269
3. Herstructureren onder faillissementsbewind	272

DEEL IV.

ANDER RECHT

Hoofdstuk VI.

M&A survey contractuele en mededingingsrechtelijke aspecten van de Belgische overnamepraktijk

Bart BELLEN en Frank WIJCKMANS	277
1. Situering van het onderzoek	277
1.1. Probleemstelling	277
1.2. Afbakening van het voorwerp	279
2. Onderzoeksresultaten	279
2.1. Algemene kenmerken van de transactie	279
2.2. De voorbereidende fase	281
2.2.1. Gebruik van intentiebrieven (letters of intent)	281
2.2.2. Bedrijfsonderzoek (due diligence)	283
3. De overnameovereenkomst	285
3.1. Opschortende voorwaarden	285
3.2. Prijs en prijsaanpassingsclausules	288

4.	Verklaringen en garanties van de verkoper – disclosure.	290
4.1.	Algemene verklaringen en garanties.	292
4.2.	Uitzonderingen (disclosures)	293
5.	Contractuele beperkingen aan de vergoedingsplicht van de verkoper	295
5.1.	Beperkingen in de tijd	295
5.2.	<i>De minimis</i> -drempels voor aanspraken op de garanties	297
5.2.1.	Beperking per aanspraak	297
5.2.2.	Beperking voor alle aanspraken	298
5.3.	Beperking van de maximale aansprakelijkheid van de verkoper	299
6.	Niet-concurrentieverplichtingen – verbod van afwerving	300
7.	Geschillen en geschillenregeling.	301
8.	Conclusie	303

Hoofdstuk VII.

(Ondernemings)strafrecht en M&A: meer raakvlakken dan gedacht

	Stijn DE MEULENAER.	305
1.	Inleiding	305
2.	De strafrechtelijke verantwoordelijkheid: het principe.	306
2.1.	De invoering van de strafrechtelijke verantwoordelijkheid van de rechtspersoon: geen <i>deus ex machina</i> voor de bestuurder/zaakvoerder.	306
2.2.	De strafrechtelijke verantwoordelijkheid in ondernemingscontext: de spelregels.	307
2.2.1.	De strafrechtelijke toerekening	308
2.2.2.	Het moreel element	310
2.2.3.	Cumul or decumul: that’s the question	314
3.	Het lot van de strafvordering bij overname	320
3.1.	Inleiding	320
3.2.	Verval van de strafvordering in een aantal limitatief omliggende gevallen	320
3.2.1.	De afsluiting van de vereffening	321
3.2.2.	De gerechtelijke ontbinding.	321
3.2.3.	De ontbinding zonder vereffening	322
3.3.	Andere vormen van “bedrijfsovername”: geen verval van de strafvordering	323

4. Conclusie	326
4.1. Pleidooi voor aandacht voor strafrechtelijk risico bij uitvoeren van <i>due diligence</i>	326
4.2. Pleidooi voor grondige aanpak van latente problemen voorafgaandelijk aan de bedrijfsovername.....	326

