

Jaarrekening en overnames

Koopprijsaanpassingen

Patrick Ploeger

Agenda

1. Inleiding
2. Achtergronden koopprijsaanpassing
3. Overzicht mechanisme
4. Alternatieve koopprijsmethode: *locked box*
5. Closing accounts
6. "Consistent application"
7. Geschillenbeslechting koopprijsaanpassingen
8. Verhouding met vrijwaringen en garanties

Inleiding

- Kernvraag is of en hoe een koopprijs na *closing* wordt aangepast wegens mutaties in *accounting values*
- Relevant bij verkoop van ondernemingen
- Koopprijsaanpassingen van belang bij onderhandse transacties
 - openbare biedingen gaan uit van vaste prijs per aandeel/ruilbod en hebben andere dynamiek/regeling
- Besloten verhoudingen tussen private partijen:
 - overeenkomstenrecht ("feiten en omstandigheden van het geval")
 - beperkt aantal geschillen (veelal bindend advies/arbitrage): weinig jurisprudentie

Waarom kooprijsaanpassingen?

- Uitgangspunt koopprijs:
 - Waardering voor *signing* en *closing*
 - Waarderingsmodel
 - *discounted cash flows, multiples, etc.*
 - veelal nadruk op *cash flows*
 - zelden rechtstreeks o.b.v. waarden uit de jaarrekening
- Historische financiële gegevens gebruikt bij bepaling koopprijs
- Overeengekomen koopprijs veronderstelt bepaald financiële positie *target*
- Per definitie pas vaststelling achteraf wat financiële positie is per *closing*
- Nodige tijdsverloop tussen laatste balansdatum en *signing* (en vervolgens *closing*)

Waarom kooprijsaanpassingen?

- Mechanisme om de kooprijs te corrigeren voor de bedrijfsresultaten c.q. mutaties activa/passiva ten opzichte van de verwachtingen van partijen *pricing*
- Compensatie verkoper voor groter dan verwacht aanwezig vermogen en resultaten na laatste balansmoment / *pricing*
- Bescherming koper voor minimaal aanwezig vermogen, onttrekkingen verkoper en negatieve resultaten
- Basis voor aanpassing veelal *accounting values* volgens verslaggevingsgrondslagen *target* / verkoper

Hoofdpunten mechanisme

- Aanpassing op basis van verschillende grootheden, veelal:
 - *Net asset value* (zichtbaar eigen vermogen)
 - *Cash-and-debt free* (netto-(rentedragende)schuldpositie minus cash)
 - *Working capital* (verschil vlottende activa en vlottende passiva)

Hoofdpunten mechanisme: koopprijs bij closing:

- Betaling van voorlopige koopprijs, o.b.v.
 - *bid value* o.i.d.
 - uitgaande van, of aangepast door, referentiewaarde:
 - verwacht niveau van bijv. vermogen, werkkapitaal of schuldpositie (in de regel geen W&V-waarden)
 - basis: historische financiële gegevens
- Referentiewaarde
 - vastgesteld door verkoper voor *closing*, of
 - expliciet overeengekomen tussen partijen voor *closing*
 - (veelal) geen betwisting referentiewaarde mogelijk

Hoofdpunten mechanisme: koopprijs na closing

- (Veelal) verkoper moet *closing accounts* opleveren voor daadwerkelijk bedrag aan vermogen, werkkapitaal, schuldpositie
- Verschil tussen referentiewaarden en werkelijke waarden directe mutatie (euro voor euro) in koopprijs
- Regelmatig *threshold / de minimis* bepalingen, maar in de regel geen *cap*
- Mogelijk accountantsverklaring over de *closing accounts*
- Koper kan bezwaar maken tegen *closing accounts*
- Indien geen oplossing in der minne, geschillenbeslechting door registeraccountant (*reporting accountant*) middels bindend advies

Alternatieve kooprijismethode: *Locked box*

- Bij kooprijsaanpassingen vaak discussies en geschillen: alternatief *locked box*
- Belangrijkste kenmerken *locked box*:
 - Geen kooprijsaanpassing na closing
 - Economische leveringsdatum vóór signing
 - Waardering met inachtneming van netto-schuldpositie per economische overgangsdatum o.b.v. vooraf bekende financiële verslaggeving
 - Voorkomen weglekken middelen (*no leakage* bepalingen)
 - Rentevergoeding vanaf economische overgangsdatum tot *closing*

Aandachtspunten bij oplevering *closing accounts*

- Verlies zeggenschap verkoper na *closing over target (access rights)*
- Verschuiving loyaliteit management van *target* na *signing*
- Gebrek aan sancties bij overschrijding termijn voor opmaken *closing accounts*
 - effect op gebeurtenissen na balansdatum?
- Rol van de accountant bij *closing accounts*
 - soort opdracht
 - GAAS
 - audit materiality?

Verslaggevingsgrondslagen *closing accounts*

- *Working capital, net indebtedness* en *net asset value* veelal gedefinieerd door verwijzing naar specifieke balansposten / grootboekrekeningen
- Verslaggevingsgrondslagen verkoper / *target* bepalen referentiewaarde en definitieve waarden
- Verschil in relevantie/impact verslaggevingsgrondslagen:
 - *net asset value* omvat gehele balans
 - *working capital*: omvat gedeeltelijke balans
 - *net indebtedness*: beperkt aantal posten met 'eenvoudigere' verslaggeving ((rente-dragende) leningen (incl. finance leases) minus cash)

Verslaggevingsgrondslagen *closing accounts*

- Verslaggevingsgrondslagen zijn contractueel veelal gedefinieerd, o.m.:
 - in SPA per post uiteengezet
 - verwijzing naar *accounting manual* verkoper / *target*
 - verwijzing naar toepasselijke GAAP, plus verwijzing naar jaarrekening voor de wijze van toepassing van deze GAAP
- Vaak ook rangorde in toepassing:
 - in SPA gedefinieerde grondslagen, bij gebreke daarvan
 - *accounting manual* of grondslagen laatste jaarrekening, bij gebreke daarvan
 - GAAP
- Consistente toepassing (*consistent application*)

Knelpunten *closing accounts*

- Regelmatig discussies over *closing accounts*
 - wijzigingen/ontwikkelingen in bedrijfsvoering: veelal niet problematisch
 - aanpassingen veelal beperkt (enkele %-en van koopprijs)
 - oplossing in der minne
- Wanneer procedures?
 - majeure aanpassingen koopprijs (meer dan 10-15%), vanwege:
 - toepassing non-GAAP grondslagen
 - onjuiste toepassing grondslagen
 - wijziging methodiek bij toepassing grondslagen
 - andere *judgement* bij schattingen en waarderingen
 - fundamentele wijziging van de *economics* van de transactie, enkel op basis van wijziging verslaggeving

Knelpunten *closing accounts*: voorbeeld verkoop handelsonderneming aan *private equity* speler

- Praktijk van conservatief voorzien
- Bij oplevering door verkoper van *closing accounts*, m.n.:
 - strikte toetsing aan *recognition criteria*: vrijval veel voorzieningen
 - lagere schatting van voorzieningen
- Koopprijsaanpassing o.b.v. *net asset value*
 - Gevolg: verhoging koopprijs met ca. 20%

Knelpunten *closing accounts*: voorbeeld verkoop bedrijfsonderdeel software

- Verkoop software + diensten
- Complexe US GAAP *revenue recognition criteria*
- US GAAP bleek verkeerd toegepast: ca. 1 jaar omzet werd *deferred revenue*
- *Deferred revenue* was kortlopend (overlopend) passivum
- Koopprijsaanpassing o.b.v. *working capital*
 - Gevolg: verlaging koopprijs met ca. 25%

Terugkerende vragen bij dergelijke geschillen

- Moeten de grondslagen overeenkomstig GAAP zijn?
- Wat betekent *consistent application*?
 - Moeten onjuiste grondslagen worden gecontinueerd?
 - Moet foutieve toepassing van grondslagen worden gecontinueerd?
 - Wat betekent *consistent application* bij schattingen / subjectieve waarderingen?
- Moeten appels met appels worden vergeleken (de "delta") of onder omstandigheden ook appels en peren?

Bewoordingen contract bij kooprijsaanpassingen

- Meyer/Pontmeyer (JOR 2007/166): belang bewoordingen contract
- Bewoordingen van SPA:
 - Regelmatig verwijzingen naar GAAP i.v.m. grondslagen
 - Veelal expliciete garantie dat jaarrekening (en grondslagen) overeenkomstig GAAP zijn
 - Partijen zijn er feitelijk veelal van uitgegaan dat grondslagen (en toepassing daarvan) voldeden aan GAAP
 - Referentiewaarde = gefixeerd bedrag
 - SPA voorziet in de regel niet in aanpassing referentiewaarde bij gebleken fouten
 - "consistent application" al dan niet uitvoerig beschreven
- Bewoordingen van contract duiden vaak op "mechanische aanpassing", met ambiguïteit over voorrang van consistentie of GAAP-compliance

Nederlandse jurisprudentie

- Geen jurisprudentie bekend over consistente toepassing, wel:
 - JOR 2009/2 (Zwanenberg):
 - Koopprijsaanpassing zou leiden tot negatieve koopprijs
 - Redelijke uitleg van SPA verhindert negatieve koopprijs
 - JOR 2009/1 (Van Vliet)
 - Uitleg balansgarantie mede in het licht van totstandkomingsgeschiedenis
 - JOR 2007/166 (Meyer/Pontmeyer)
 - Verwerping beroep op gezamenlijke partijbedoeling in weerwil van bewoordingen contract

Westmoreland Coal Co. v. Entech, Inc. (Court of Appeals of New York, 100 N.Y.2d 352) - 2003

- Aanpassing voor *net asset value* en *net revenue*
- Verkoper aanpassing 2,9% van koopprijs ten voordele van verkoper
- Koper: aanpassing 54% van koopprijs wegens niet-naleving GAAP ten voordele van koper
- Redenering hof:
 - nadruk in SPA op "*consistent basis*" t.o.v. jaarrekening
 - "*consistent basis*" bedoeld "*to flag changes in value occurring as a result of the Companies' operations*" tussen *pricing* en *closing*
 - SPA kende een *warranty* m.b.t. de jaarrekening
 - in wezen is stelling: schending *warranty* m.b.t. jaarrekening i.p.v. koopprijsaanpassing
 - omzeilen treshold voor *warranty claims*
 - partijen kunnen niet bedoeld hebben om grote claims tot aanpassing van de koopprijs aan *alternative dispute resolution* (arbitrage door accountant) op te dragen
 - bezwaren koper vallen exclusief onder *warranty claim* niet onder de koopprijsaanpassingsbepalingen

OSI Systems, Inc. v. Instrumentarium Corporation (Court of Chancery Delaware, 892 A.2d 1086) - 2006

- Aanpassing voor *working capital*
- Koper: aanpassing 54% van koopprijs wegens niet-naleving GAAP ten voordele van koper
- Redenering hof:
 - nadruk in SPA op "*consistent basis*" t.o.v. jaarrekening
 - SPA kende een *warranty* m.b.t. de jaarrekening
 - omzeilen cap van 25% op *warranty claims*
 - bezwaren koper vallen onder *warranty claim* niet onder de koopprijsaanpassingsbepalingen

Overige jurisprudentie VS

- Andersluidende uitspraken VS:
 - Gestetner Holdings, Plc. v. Nashua Corporation (784 F.Supp. 78) – 1992
 - McGraw-Hill Companies v. School Specialty Inc. (42 A.D.3d 360, 840 N.Y.S.2d 47) – 2007
 - Violin Entertainment Acquisition Company Inc. v. Virgin Entertainment Holdings, Inc. (59 A.D. 3d 171) – 2009
- Redenering rechter:
 - kwestie kan en *warranty claim* opleveren en koopprijsaanpassing
 - Geen exclusieve remedie via *warranty claim*
 - Verwijzing naar reikwijdte forumclausule koopprijsaanpassing

"Consistente toepassing" onder Nederlands recht

- M.i. weegt consistentie in de regel zwaarder dan GAAP-compliance
 - Doel kooprijsaanpassing vergelijking met referentiewaarde
 - (potentieel grote) verschillen in kooprijsaanpassing, ongerelateerd aan onderliggende business / kasstromen
 - Onbillijkheid uitkomst: ongerechtvaardigd voordeel
 - Bekendheid met fouten *ex ante* zou veelal niet of slechts beperkt tot aanpassing kooprijs hebben geleid
 - Garantieclaim biedt (meer passende) remedie: wat is de schade koper?
 - Juridische grondslag:
 - Redelijke contractsuitleg
 - Aanvullende werking redelijkheid en billijkheid
 - Beperkende werking redelijkheid en billijkheid
 - Onvoorzienne omstandigheden?

"Consistente toepassing" onder Nederlands recht

- ... maar, "feiten en omstandigheden van het geval"
 - Specifieke bewoordingen SPA
 - Contractsonderhandelingen en partijbedoelingen
 - Betekenis wetenschap en *due diligence* koper en verkoper
 - Voordeel van verkoper: ongeoorloofd gebruik eigen wanprestatie/garantieschending
 - Invloed van omvang aanpassing?
- Waarom niet (altijd) zonneklaar in SPA geregeld?

Verhouding bindend advies en forumkeuze

- Koopprijsaanpassing via bindend advies (art. 7:900 e.v. BW)
- Geschillenbeslechting via algemene forumkeuze (rechter c.q. arbitrage), expliciete uitzondering voor koopprijsaanpassing
- Mag/moet bindend adviseur ook contractsbepalingen uitleggen en daar beslissing over nemen?
 - Verschil uitleg en toepassing?
 - Bij welk loket wordt het voor het eerst voorgelegd?
 - Indien bindend advies: enkel vernietigbaarheid indien inhoud of totstandkoming naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is
 - Is *reporting accountant* geequipeerd om contract uit te leggen?
 - Jurisprudentie VS veelal over vraag of Legal Arbitration of Accounting Arbitration vereist was
- M.i. uitlegverschillen via rechter/arbitrage, maar risico voor misbruik/obstructie bindend adviesprocedure

Overige aandachtspunten bindend advies

- Bindend advies in opdracht van koper en verkoper
 - Lastige situatie indien onenigheid over instructie
 - Contractuele relatie met bindend adviseur
 - Geschillen over uitleg/toepassing SPA
 - Risico vastlopen procedure bij geschillen tussen partijen
- Gebrek aan procedureregels
 - Geen vaststaand reglement
 - Bereidheid partijen en reporting accountant om procedureregels overeen te komen
- Toepasselijkheid *auditing standards*
- Alternatief: arbitrage door jurist + accountant?

Verhouding vrijwaring en koopprijsaanpassing

- Closing accounts en vrijwaring kunnen op dezelfde risico's en verplichtingen zien
- Veelal uitzondering in vrijwaring voor verplichtingen die al verwerkt (voorzien) zijn in *closing accounts*
- Verschil:
 - koopprijsaanpassing: definitieve afrekening, ongeacht 'afloop' voorziening e.d.
 - vrijwaring: slechts afrekening indien en voor zover *cash out*
 - belang koper: veelal afrekening via koopprijsaanpassing
 - belang verkoper: veelal afrekening via vrijwaring

Verhouding garantie en kooprijsaanpassing

- Staat alleen garantieclaim open bij fouten in referentiewaarde/*closing accounts*?
- Veelal uitzondering t.a.v. garanties voor verplichtingen die al verwerkt (voorzien) zijn in *closing accounts*
- Verschil:
 - kooprijsaanpassing: euro voor euro afrekening
 - garantie: aantonen schade en causaal verband
 - materialiteit
 - garantie: getrouw beeld / "in all material respects"
 - kooprijsaanpassing: behoudens *threshold*, geen materialiteitsdrempel

Vragen?