

WERELDWIJD OPEREREN, SNEL SCHAKELN

Speedboot én mammoettanker

Wat is de impact van de dealstructuur op het integratieproces? Fiscaliteit blijkt in de praktijk een cruciaal onderdeel van de integratiepuzzel.

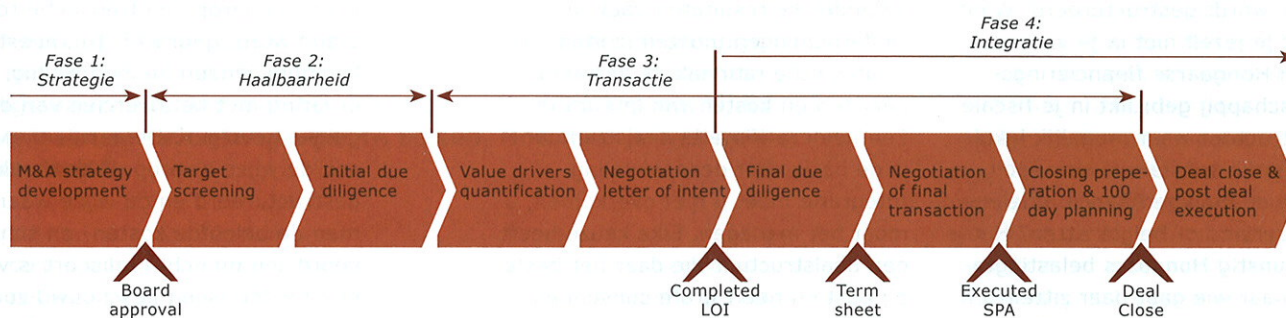
Met enige regelmaat verschijnen er onderzoeken die twijfel zaaien over het economische nut van veel overnames. Van een kwart of meer zou achteraf blijken dat ze niet de waarde toevoegen die de stakeholders er van verwachtten. Nu is er op de wetenschappelijke onderbouwing van de meeste van deze onderzoeken wel het nodige aan te merken, maar toch geven ze een signaal af dat serieus moet worden genomen. Met de huidige onrust op de financiële markten is het belangrijker dan ooit – of het nu private equity of strategische kopers betreft – aan te tonen voldoende grip te hebben op de transactie- en integratieprocessen. Dat om te bereiken dat de beloofde waarde daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Bij een M&A-transactie komen veel specialismen samen. In de fases voorafgaand aan de closing van de deal (fase 1 tot en met 3 in schema) werken specialisten vanuit tax, legal, finance en strategie samen om voor de koper (of verkoper) de transactie tot een

succes te maken. Het werkelijke succes van de transactie valt of staat echter met de mate waarin de doelstellingen ook ná de transactie worden gerealiseerd (fase 4).

De aansluiting tussen de wijze waarop de deal wordt gestructureerd en de wijze waarop post deal de beloofde integratievoordelen echt worden gerealiseerd is vaak niet helder. In onze ogen is dat een gemiste kans, want in de periode vóór de deal close kan een goede basis worden gelegd voor succes in de periode ná de closing. Op basis van de praktijkervaring stellen we dat het succes van integratie veelal wordt bepaald door fiscale keuzes die in het verleden zijn gemaakt tijdens het structureren van de deal. In de huidige markt kan uw partner van vandaag de concurrent van morgen zijn, die uw organisatie overneemt. De voorspelbaarheid neemt af. Het gaat bij integratie echter niet om de vraag 'kan ik goed voorspellen?' maar om 'kan

ik snel schakelen?' Dat geldt niet alleen voor systemen en processen, maar ook voor mensen. Vanwege de onvoorspelbaarheid en onzekerheid moet u veranderingen snel kunnen oppakken. Daarin schuilt een interessante paradox. Aandeelhouders en investeerders willen een organisatie met een lage kostenstructuur. Een organisatie die wereldwijd opereert, maar die ook snel kan schakelen als het nodig is. Men zoekt een mammoettanker met de wendbaarheid van een speedboot. Een juiste dealstructuur helpt hierbij.

Het inrichten van een fiscale dealstructuur is maatwerk. Aan het begin van fase 3 wordt vaak al nagedacht over hoe de deal moet worden gestructureerd. De fiscale positie van de aandeelhouders en investeerders is namelijk zelden gelijk. Daarbij komt dat de *return on investment* in vele gevallen de inrichting van deze structuur bepaalt. Betrokken partijen kunnen niet vroeg genoeg met het ontwerp ervan beginnen. In deze fase komen de specialisten vanuit tax, legal, finance en strategie bij elkaar om tot de ideale structuur te komen. En dat is lastig, want regelmatig blijkt de gewenste governance



structuur op fiscale problemen te stuiten of eisen de banken bepaalde zekerheidsstellingen of invloed dat strategisch gezien minder wenselijk is. Kortom, er wordt veel tijd en energie gestoken in het ontwerpen en inrichten van de juiste fiscale dealstructuur.

VASTLEGGING

Daarnaast wordt er voorafgaand aan de deal close de nodige aandacht besteed aan de contractuele vastlegging. Fase 3 en 4 staan vaak voornamelijk in het teken van onderhandelingen over letter of intent (LOI), term sheets en uiteindelijk de share purchase agreement (SPA). Dit is het speelveld waar de specialisten van tax en legal zich als een vis in het water voelen, waar men de andere partij bij de corner-vlag probeert uit te spelen en waar

de specialisten van tax en legal hun toegevoegde waarde kunnen waarmaken voor hun cliënt. Een belangrijke trend is dat de bepalingen over de fiscale garanties en vrijwaringen alleen maar uitgebreider en gedetailleerder worden. Alle mogelijke situaties en worst case-scenario's worden minutieus uitgespeld. Het is slechts ten dele waar dat deze trend wordt veroorzaakt door Engelse juristen, die vaak tientallen pagina's besteden aan het ontwerpen van de fiscale bepalingen in een SPA. Ook de Nederlandse markt verandert.

Een recent voorbeeld uit de rechtspraak toont aan dat een juiste contractuele vastlegging cruciaal kan zijn. In de zaak Meyer Europe / Pontmeyer besliste de Hoge Raad dat de tekstuele uitleg van con-

tracten leidend is. In de concrete casus was de fiscale vrijwaring niet voldoende duidelijk geformuleerd. Vroeger kon nog een beroep worden gedaan op – kort gezegd – de bedoeling van partijen en de subjectieve uitleg van overeenkomsten, onder juristen beter bekend als de Haviltex-norm. Tegenwoordig staat de letterlijke tekst weer centraal. De rechter hecht in dit kader nog extra waarde toe aan het feit dat als een partij zich door een professionele partij heeft laten vertegenwoordigen. Een foute formulering kan enorme financiële implicaties met zich meebrengen en is een slechte start van een nieuw begin. Het is daarom terecht dat de contractuele vastlegging, naast de fiscale dealstructurering, veel aandacht krijgt. Maar vergeten we niet iets? »

Wij Spreek

STRUCTURE FOLLOWS STRATEGY

Wat was ook alweer de reden voor u om deze overname te willen doorzetten? Is het verlagen van de IT- of treasurykosten een belangrijke reden om te integreren? Is het uitbesteden van een bepaald bedrijfs-onderdeel een belangrijk onderdeel van de beoogde kostenbesparing? Onderken dit tijdig en neem het mee in de wijze waarop de deal fiscaal wordt gestructureerd. Want schiet je jezelf niet in je voet als je een Hongaarse financieringsmaatschappij gebruikt in je fiscale dealstructuur waar mogelijk lokale Hongaarse *substance* voor nodig is, terwijl de huidige finance afdelingen in Nederland of België zitten? Het is een gunstig Hongaars belastingtarief, maar wie gaat daar zitten? En doen we dat, bereiken we dan onze doelstellingen?

Wat ook van belang is, is de vraag op welk niveau u wilt integreren. Gaat u een juridische fusie aan of tijdelijk op onderdelen nauw samenwerken? Samenwerken is proeftuinen. U wisselt kennis uit, maar iedereen behoudt eigen autonomie. Deze vrijheid zorgt wel voor terughoudendheid van de kennisoverdracht. Een organisatie laat zich immers niet zomaar in de kaart kijken. Met samenwerking voorkomt u problemen, maar u laat ook kansen liggen. Daarnaast kan er sprake zijn van aanvullende complexiteit. In sommige situaties werken partijen samen, in andere situaties zijn dezelfde partijen elkaars grootste concurrenten.

Wat de strategische rationale achter de transactie ook is, zorg wel dat deze helder is naar zowel uw interne

als externe stakeholders. Het resultaat van een overname vertaalt zich immers altijd in de bedrijfsresultaten en uiteindelijk in de prijs en/of kwaliteit van de geleverde diensten. Zowel afnemer als aandeelhouder heeft dus belang bij een succesvolle overname.

Het overnamebedrag is vaak wel inzichtelijk voor de belanghebbenden, het proces van integratie en de uiteindelijke resultaten vaak niet. Ondernemingen moeten in staat zijn strategische rationale te vertalen naar tijd en kosten van integratie. Een heldere (fiscale) dealstructuur is de basis voor deze vertaling. Integratie moet u niet overkomen, u moet het managen. Elke keuze heeft een dealstructuur die daar het beste bij past en heeft grote consequenties voor hoe je het integratieproces aanstuurt. Maak die keuze dus vooraf, maar bouw de nodige flexibiliteit in. Het speelveld kan immers te allen tijde veranderen.

AFSTEMMING

Grenzen tussen industrieën en bedrijfssectoren vervagen. Sociale en technologische ontwikkelingen volgen elkaar snel op. Kennis van de eigen sector als 'veilige' basis om in te kunnen spelen op nieuwe ontwikkelingen, valt in toenemende mate weg. Integratie en partnerships zijn een goede strategie om kosten te verlagen, omzet te verhogen of risico's te verkleinen. Het goed kunnen managen van een integratie of andere vormen van samenwerking zoals partnerships of uitbesteding van bedrijfsfuncties, is een vaardigheid die in toenemende mate het succes van ondernemingen gaat bepalen. In de praktijk

zien we echter vaak dat het bedrijven ontbreekt aan een gestructureerde methode om het potentieel van hun transactie ten volle te benutten.

De teleurstellende resultaten van sommige transacties kunnen voor een belangrijk deel worden herleid tot het niet voldoende onderkennen van de (fiscale) gevolgen van de manier waarop een transactie tot stand wordt gebracht. De meeste leidinggevendenden hebben weinig ervaring met het overzien van dergelijke gevolgen. De aansluiting tussen de wijze waarop de deal wordt gestructureerd en de wijze waarop men de beloofde kosten- en schaalvoordelen nu echt realiseert is vaak niet helder. Goed beschouwd zou ieder bedrijf met overnameplannen (of met de ambitie daartoe) een blauwdruk van een overnameplan op de plank moeten hebben. De vraag of de wijze waarop de deal is gestructureerd aansluit op de integratieplannen zou hierbij extra aandacht moeten krijgen. 

Wilco Schoonderbeek en Erik Stroeve. Schoonderbeek is bij Protiviti Nederland verantwoordelijk voor de private equity en corporate M&A-praktijk. Stroeve is fiscaal jurist in Amsterdam en bij Clifford Chance LLP werkzaam in de M&A corporate tax-praktijk. Reageren? wilco.schoonderbeek@protiviti.nl of erik.stroeve@cliffordchance.com