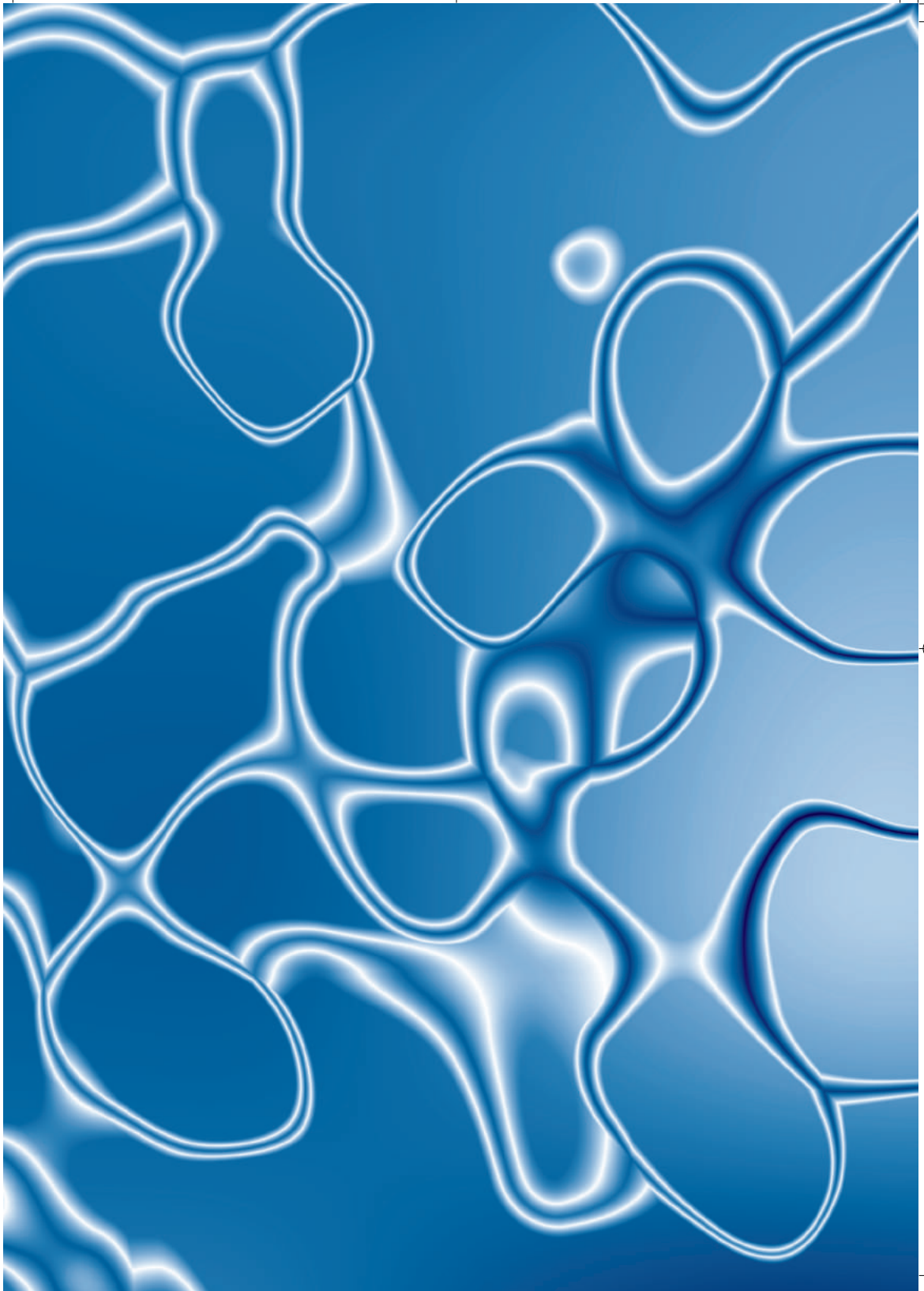


Due diligence

Een handleiding vanuit de praktijk



VOORWOORD

Op dit moment én naar verwachting ook in de nabije toekomst neemt het aantal fusies en overnames, ook in Nederland, weer toe. In het fusie- en overnameproces kan het zogenaamde due diligence onderzoek niet meer ontbreken. In de praktijk ervaren wij dat partijen, die actief zijn op het gebied van fusie- en overname, behoefte hebben aan een handleiding waarin het due diligence onderzoek uiteen wordt gezet en op pragmatische wijze de aandachtspunten worden behandeld. Voor kopers van bedrijven is een due diligence (“het boekenonderzoek”) aanbevelenswaardig, verkopers hebben daarentegen een informatieplicht.

JM Corporate Finance B.V. heeft met dit boekje “Due Diligence Een handleiding vanuit de praktijk” voor deze partijen én andere geïnteresseerden een pragmatische handleiding opgesteld waarin niet alleen aan kwantitatieve aspecten (bij een due diligence onderzoek) aandacht wordt besteed, maar ook de kwalitatieve aspecten in detail worden behandeld.

Wij wensen u veel leesplezier met bijgaande handleiding!

Indien u naar aanleiding van deze handleiding vragen heeft of aanvullende informatie wenst omtrent dit onderwerp in het bijzonder of bedrijfsoverdrachten in het algemeen, dan kunt u contact opnemen met JM Corporate Finance B.V.

Drs. Jan van Wijngaarden RA

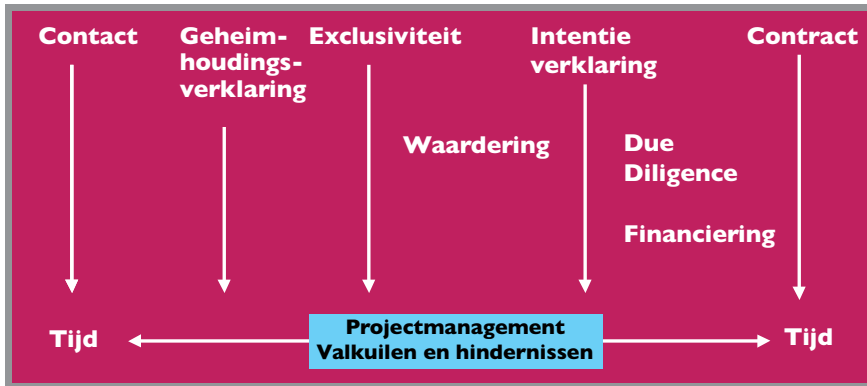
Partner JM Corporate Finance

INLEIDING

Regelmatig nemen bedrijven andere bedrijven over of fuseren. Management buy-out en buy-in zijn bekende begrippen geworden. Voorafgaand aan de effectuering van een fusie of overname is meestal sprake van een zogenoemd “due diligence” onderzoek. De uitvoering van een due diligence onderzoek geschiedt veelal na het tekenen van een “letter of intent” en vóór het tekenen van de definitieve koopovereenkomst door de betrokken partijen. Het onderzoek heeft onder andere tot doel het identificeren van financiële, fiscale, juridische en overige bedrijfsrisico’s van de over te nemen onderneming voor de koper van deze onderneming. Deze risico’s kunnen indien zij voldoende financiële impact hebben, nu of in de toekomst, in een koopprijsverlagend effect resulteren indien hiermee op de juiste wijze wordt omgegaan. Daarnaast kunnen de door de due diligence resultaten aangepaste contractuele bepalingen de positie van de koper versterken.

Positie in het overnameproces

De positie van het due diligence onderzoek in het overnameproces is als volgt schematisch weer te geven:



Fasen van het overnameproces.

In bovenstaand overzicht is het due diligence onderzoek gepositioneerd na het tekenen van de intentieverklaring en voor het opmaken van het overnamecontract. Veelal is dit ook het moment waarop het grootste deel van de due diligence werkzaamheden door de externe adviseurs wordt uitgevoerd. Echter het due diligence proces start al bij de eerste kennismaking van de koper met de verkoper. Vanaf dit eerste contact zullen de kopende partij en haar adviseurs zich een beeld van de over te nemen onderneming gaan vormen en zal door de verkoper informatie worden verschaft. Hierbij wordt vooral gelet op de mogelijk te behalen synergie na de overname, de mogelijke risico's (financieel en niet-financieel) voor de koper en de verenigbaarheid van bedrijfsculturen en management van de betrokken partijen.

Het due diligence proces is dus dan al begonnen!

Waarom belangrijk?

Steeds meer bedrijven -ook kleinere- worden geconfronteerd met het fenomeen dan wel de keuze van overname of fusie. Door deze (internationale) ontwikkelingen, ook in het midden- en kleinbedrijf (MKB), wordt de behoefte aan professionele deskundigheid bij overname of fusie groter. Vaak zijn, in het verleden, synergetische voordelen bij fusies en/of overnames te rooskleurig ingeschat.

Nadelige effecten, zoals cultuurverschillen, bleken achteraf groter dan aanvankelijk gedacht.

Bovenstaande wordt onderbouwd door een recent NIPO-onderzoek waaruit naar voren komt dat 70% tot 80% van de grotere fusies en overnames mislukken of niet voldoen aan de verwachtingen. Van deze transacties wordt de helft binnen 10 jaar weer ongedaan gemaakt. In de MKB-praktijk vallen dezelfde tendensen te bespeuren; onvoldoende voorbereide en, als gevolg hiervan, slecht uitgevoerde bedrijfsopvolgingen bedreigen het voortbestaan van 30% van de familiebedrijven, zo blijkt uit onderzoek van MKB Nederland. Een veel voorkomend misverstand is dat de risico's in het MKB wel (zullen) meevallen, maar niets is minder waar: **Gesteld zou kunnen worden dat juist in het MKB het risico van persoonlijke drama's veel groter is!**

Om dit soort tegenvallers te voorkomen, bestaat er vanuit het bedrijfsleven behoefte aan objectieve en systematische richtlijnen en "tools", die antwoord geven op de vraag hoe te handelen bij een acquisitie, overname of fusie.

Zoals reeds in de inleiding aangegeven kan het due diligence onderzoek gezien worden als een "finale check" van de onderneming voordat de definitieve koopovereenkomst wordt getekend.

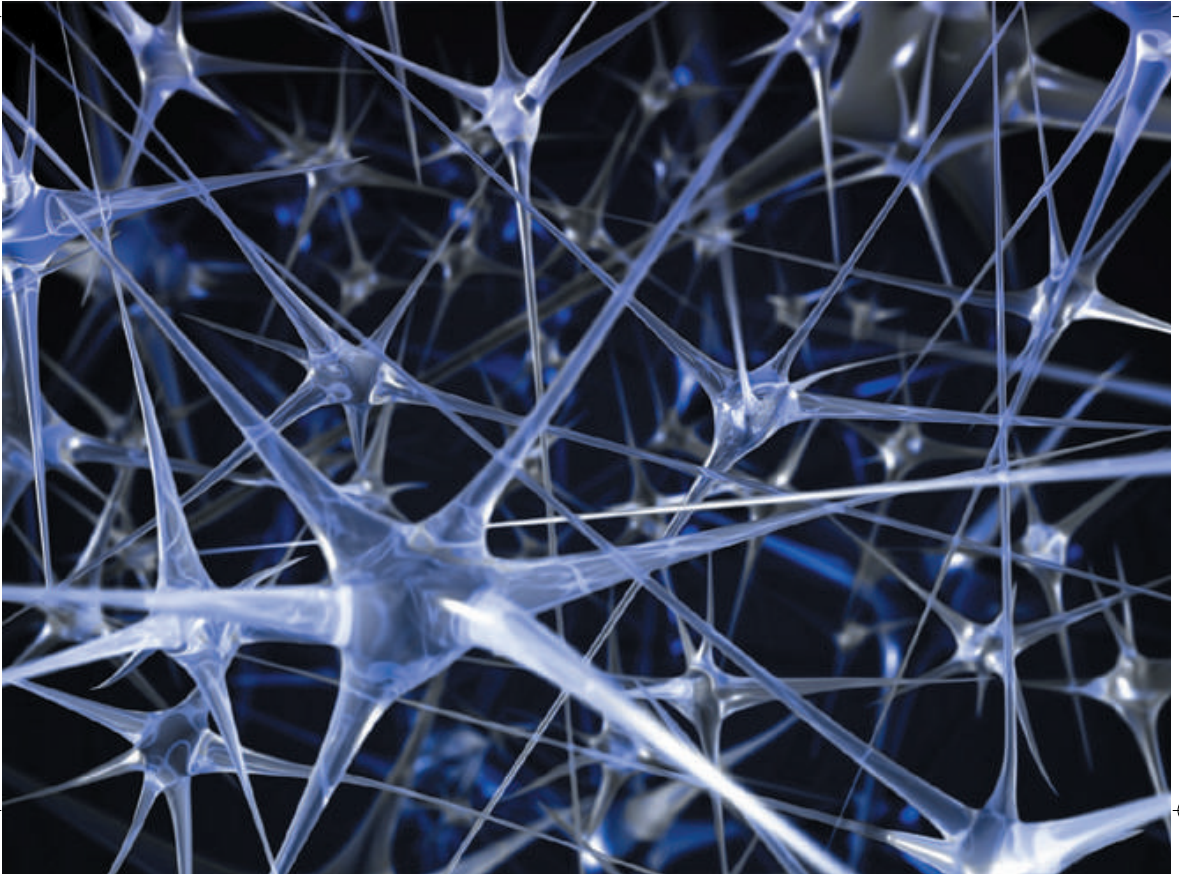


Overnameplan: overzichtelijk en solide.

Hierdoor is het van groot belang dat dit onderzoek zorgvuldig wordt uitgevoerd. Deze vereiste zorgvuldigheid is in de van origine Amerikaanse term “due diligence” onderzoek ingesloten wat naar voren komt in de Nederlandse vertaling van deze term namelijk “passende zorg”.

In de Nederlandse overnamepraktijk wordt het due diligence onderzoek ook vaak aangeduid als “het boekenonderzoek”.

Deze “passende zorg” kan door een goed opgezet en uitgevoerd due diligence onderzoek, naar alle relevante bedrijfsmatige aspecten van een onderneming, worden bereikt. Een due diligence maakt onderdeel uit van een vooraf vastgesteld overnameplan. Dit overnameplan dient overzichtelijk en solide te zijn, teneinde het overnameproces goed te kunnen managen.



Bedrijfsbelangen en -processen kennen vaak een complexe samenhang.

Het due diligence onderzoek

Een due diligence onderzoek kan omschreven worden als:

“een incidenteel, specifiek en diepgaand bedrijfsonderzoek gericht op het verkrijgen van kennis en inzicht in diverse bedrijfsmatige aspecten van de overname-kandidaat waardoor beslissingen binnen het acquisitieproces kunnen worden onderbouwd en onzekerheden en risico's kunnen worden gemitigeerd.”

Het bedrijfsonderzoek richt zich op verschillende aspecten van een onderneming en hierdoor zijn verschillende vormen van due diligence onderzoek te onderscheiden. De volgende tabel geeft een overzicht van de verschillende vormen van het due diligence onderzoek met de daarbij behorende onderzoeksobjecten.



Tabel I Vormen van due diligence onderzoek

Vormen van due diligence	Onderzoeksobjecten
Financieel	Financiële positie (balans en winst- en verliesrekening), prognoses, administratieve organisatie, waarderingsgrondslagen, organisatiestructuur, interne financiële processen.
Commercieel	Commerciële strategie, producten / diensten en marges, afnemers, omgevings- en ondernemingsanalyse, kwaliteit verkoopafdeling, waarde- en resultaatbepalende factoren.
Fiscaal	Huidige en toekomstige fiscale situatie, latente belastingen, naheffingrisico's, BTW, winstbelasting, sociale verzekeringen, overige belastingen, resultaat belastingcontroles.
Juridisch	Overnamecontract, operationele contracten, polissen en faciliteiten, eigendom activa, wettelijke regelingen betreffende de overname, buitenlandse van toepassing zijnde wet- en regelgeving (deelnemingen), leverings- en afnamecontracten, (verborgen) verplichtingen in ruime zin.
Sociaal	Arbeidsvoorwaarden en -contracten, personeelsbeleid, kwaliteit personeel, ethiek, kwaliteit management, identificatie belangrijke werknemers.
Milieu	Wettelijke toepasselijke regelgeving, productieproces, schadelijke stoffenadministratie, afval en uitval.
Technisch	Productieapparaat, productiespecificaties, kwaliteit ontwikkelingsafdeling, ouderdom machinepark.
Actuarieel	Pensioensysteem en -grondslagen, pensioenvoorziening.
Onroerend goed	Waardering / taxatie activa, eigendom, feitelijke staat, onderhouds- en verzekeringskosten, leasing, bestemmingsplannen, vergunningen.
ICT	Ouderdom, lease, eigendom, beveiliging, licenties, kwaliteit.

De in tabel I opgenomen voorbeelden van zaken die tijdens een due diligence kunnen worden onderzocht, geven de meest voorkomende onderzoeksobjecten aan. Het is echter mogelijk (en veelal wenselijk) dat er bij due diligence onderzoeken ook andere aspecten van de onderneming worden onderzocht c.q. beoordeeld, zoals de bedrijfscultuur en de mogelijkheid van effectieve integratie, de verwachte synergie aspecten versus de bedrijfsstrategie, de mogelijke versus de gewenste transactiestructuur (financieel, fiscaal en juridisch) en een **SWOT - analyse** (algehele sterkte/zwakte analyse). De genoemde onderzoeksobjecten kunnen derhalve niet als limitatief worden beschouwd.



Due Diligence: intensieve samenwerking/multidisciplinaire teams.

Tijdens een due diligence onderzoek wordt relevante informatie, verstrekt door de verkopende partij, door de adviseurs van de kopende partij geverifieerd. Het analyseren van dergelijke informatie heeft tot **doel de bedrijfsrisico's van de over te nemen onderneming voor de koper in beeld te brengen** en eventuele koop prijsverlagende aandachtspunten te identificeren.

Tevens worden eventuele waardeverhogende aspecten geïdentificeerd en waar mogelijk gekwantificeerd.

Afhankelijk van de specifieke problematiek bij de over te nemen onderneming en **de gewenste mate van diepgang van het**



onderzoek door de overnemende partij worden verschillende specialisten bij het due diligence onderzoek betrokken. De hieruit voortvloeiende multidisciplinaire aanpak leidt tot de noodzaak van het maken van duidelijke afspraken over de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever en de verschillende adviseurs. Het vastleggen van deze verantwoordelijkheden geschiedt veelal in de opdracht-bevestiging van deze adviseurs.

Doelstellingen due diligence onderzoek

Afhankelijk van de complexiteit van een onderneming en specifieke wensen van de koper (opdrachtgever) ten aanzien van de uit te voeren werkzaamheden kan een due diligence onderzoek een omvangrijk proces zijn waarbij diverse specialisten worden ingeschakeld. **In het MKB bestaat het due diligence team meestal uit een overname-adviseur, accountant, fiscalist, advocaat en notaris.** Indien deze specialisten als een goed team samenwerken en de nodige ervaring hebben kan een due diligence ook binnen een korte termijn worden afgerond. Ten aanzien van het due diligence onderzoek worden onderstaande doelstellingen onderkend:

- Het verkrijgen van kennis en inzicht in de sterke en zwakke punten van de overnamekandidaat; de kansen en bedreigingen; de financiële positie en de kritische succesfactoren c.q. de “valuedrivers” (waardestuwers).
- Identificatie van mogelijke koopprijsverlagende factoren zoals bedrijfsrisico's of “dealbreakers”.
- Risicoreductie door het opnemen van garanties, zekerheden en vrijwaringen in het overnamecontract naar aanleiding van de bevindingen uit het due diligence onderzoek.
- Verkrijgen van een definitief oordeel over de waardering van de onderneming.

- Onderbouwing van de overnamebeslissing.
- Effectief kunnen afronden van het onderhandelingsproces.
- Verifiëren van de verkregen (financiële) informatie dan wel het bevestigen hiervan.
- Identificeren / signaleren van zaken die van belang (kunnen) zijn voor het integratieproces en de verdere afwikkeling van het overnametraject.

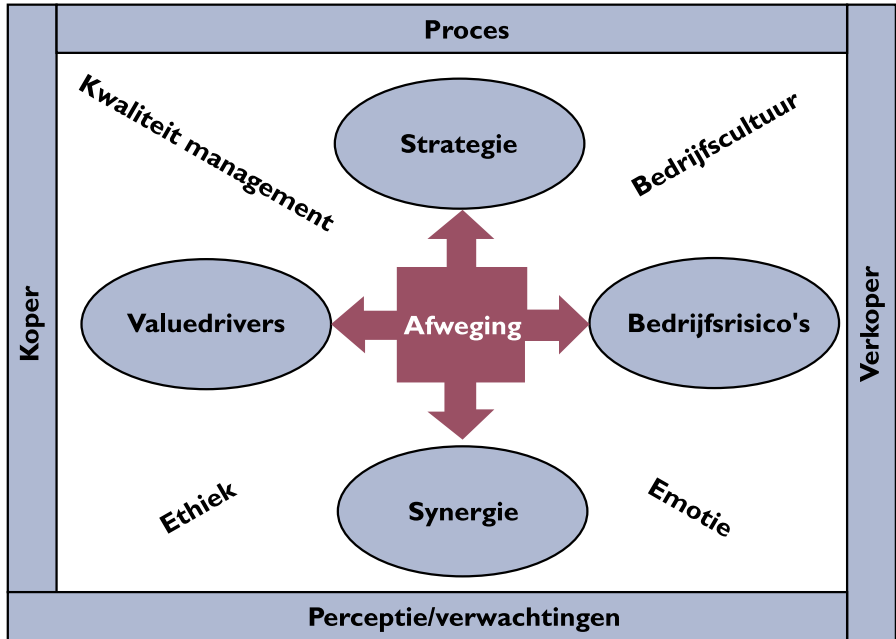
Het due diligence onderzoek schenkt niet alleen aandacht aan de kwantitatieve aspecten (zoals balans en resultatenrekening) maar ook vooral aan de kwalitatieve aspecten van de onderneming.

Ten aanzien van de kwalitatieve aspecten dient gedacht te worden aan: de markt, de concurrentiepositie, de organisatie, bedrijfsethiek, de kwaliteit van het management, de deskundigheid van het personeel, de organisatiecultuur, perceptie en verwachtingen van de betrokken partijen (met name koper en verkoper), aanwezige emoties en het imago en reputatie van de onderneming.

Opdrachtgevers onderkennen tegenwoordig de “brede scope” van een due diligence onderzoek. Dat betekent dat niet alleen het management van de kopende onderneming due diligence onderzoeken laat uitvoeren. Steeds vaker zien we dat andere “stakeholders” opdracht geven tot een due diligence onderzoek. Denk daarbij aan: de MBO/MBI-kandidaat, een participatie- of investeringsmaatschappij; de (eventueel aanwezige) Raad van Commissarissen van de koper dan wel de betrokken banken. Allen hebben belang bij een gedegen onderzoek. Vaak stellen banken en Raden van Commissarissen voor het verkrijgen van hun goedkeuring dat de due diligence conveniënt dient te zijn.

Due diligence als concept

In het due diligence proces zijn een aantal elementen aanwezig welke cruciaal zijn voor het effectief kunnen afronden van een betrouwbaar resultaatgericht onderzoek. Deze elementen zijn zowel van **kwantitatieve** als **kwalitatieve** aard en kunnen conceptueel als volgt weergegeven worden:



Due Diligence als conceptueel model.

In het bovenstaande overzicht is de samenhang tussen de kwantitatieve (bijvoorbeeld: balans, resultatenrekening, financiële prognose en fiscale positie) en kwalitatieve aspecten (bijvoorbeeld: strategie, kwaliteit management, cultuur en sterkte en zwakte analyse) in een due diligence proces weergegeven.

Strategie

De overname van een onderneming dient te passen in de strategie van de koper. Het opstellen van een overnameprofiel verdient de voorkeur omdat dit het evaluatieproces (het wel of niet doorgaan) meetbaar maakt en het in een vroeg stadium zichtbaar wordt of een over te nemen onderneming binnen deze strategie past. Echter in de praktijk zal een overnamekandidaat niet altijd aan alle gestelde criteria kunnen of behoeven te voldoen.



Value Drivers: Sky is the limit?

Valuedrivers

De “valuedrivers” (waardestuwende) ofwel waardecreërende elementen van een onderneming zijn de elementen waarom een koper een onderneming (vooral) zou willen overnemen. Tevens bepalen deze elementen veelal voor een groot deel de waarde van de onderneming (voorbeelden hiervan zijn: groeiende resultaten/winstgevendheid, marktpositie, sterk innovatief beleid, uniek product, goed personeel/management en een technologisch hoogwaardig productieapparaat).

Bedrijfsrisico's

De tegenhanger van waardecreërende elementen zijn de bedrijfsrisico's ofwel waardeverminderende elementen van de onderneming.





Dit zijn elementen die (kunnen) leiden tot negatieve (financiële) consequenties of zij kunnen de “valuedrivers” van de onderneming aantasten (voorbeelden hiervan zijn: afhankelijkheid van een bepaalde afnemer, ontbreken van langdurige contracten, verouderd assortiment, slechte staat van het productieapparaat, indicatie van grond- en milieuvervuiling en de aanwezigheid van fiscale naheffingsrisico’s bij de onderneming).

Synergie

De koper verwacht na de overname van een onderneming enige mate van synergie te realiseren. Deze verwachte meerwaarde naar aanleiding van het samengaan of het overnemen van ondernemingen





Due Diligence: doelgericht = risicogericht.

bestaat veelal uit verwachte financiële of kwalitatieve voordelen die door de zelfstandige ondernemingen niet of slechts tegen hogere kosten kunnen worden gerealiseerd (voorbeelden hiervan zijn: inkoopvoordelen, samenvoegen van centrale diensten (overhead), benutting van overcapaciteit, verwerven van kwalitatief goed personeel, kunnen benutten van extra distributiekkanalen).

Cultuur, management en ethiek

De bedrijfscultuur, de kwaliteit van het management en de (bedrijfs-) ethiek zijn elementen die een bepalende invloed hebben op de mate van succes van de overname of fusie na de overnametransactie.

Deze meer kwalitatieve elementen bepalen namelijk in een substantiële mate of de verwachte toekomstige voordelen (synergie) van de



overname (volledig) gerealiseerd kunnen worden. Als er indicaties zijn dat de bedrijfsculturen (bijvoorbeeld profit en not-for-profit) erg van elkaar verschillen zal hier in het overnameproces expliciet aandacht aan moeten worden besteed. Een gedetailleerd plan van aanpak voor de integratie van de twee ondernemingen na de fusie of overname dient dan te worden opgesteld. Immers partijen moeten echt gaan samenwerken; managementkwaliteiten zijn dan van belang. Als dit echter “onmogelijk” wordt geacht door de betrokken partijen zal de fusie of overname nooit het beoogde resultaat kunnen bereiken en kan het wellicht verstandig zijn om het overnameproces tijdig af te breken of de overnameplannen bij te stellen. Bedrijfsethiek is het stelsel van “normen en waarden”; deze bepalen mede de mogelijkheden van een succesvolle integratie.

Emotie

De betrokken partijen bij een overname beleven het proces met verschillende emoties die het uiteindelijk handelen van deze partijen beïnvloeden. Door voldoende aandacht te besteden aan deze emoties zal het overnameproces beter verlopen en voelen partijen zich betrokken.

Het onvoldoende aandacht schenken aan emotie en drijfveren van partijen kan leiden tot een niet optimaal onderhandelingsproces of zelfs tot het afzien van een overname door één van de partijen. Alle van belang zijnde aspecten worden door koper en verkoper in het onderhandelingsproces afgewogen om tot concrete afspraken te komen, welke in het overnamecontract worden vastgelegd.

De afweging van de bevindingen uit het due diligence onderzoek kan leiden tot aanvullende afspraken tussen koper en verkoper zoals de hoogte van de overnameprijs, de te verstrekken garanties door verkoper, rol van de verkoper en het management na overdracht en de condities ten aanzien van de betaling van de overnameprijs

(direct te voldoen, achtergestelde leningen door verkoper, earn-out afspraken (nabetalingsregeling koopsom op basis van gedetailleerde afspraken tussen partijen) over een bepaalde periode).

Duidelijk moge zijn dat de uitkomst van de afwegingen van de due diligence bevindingen positief dient te zijn om tot een effectuering van de bedrijfsovername te komen.

De “waarde” van de valuedrivers dient in het algemeen groter te zijn dan die van de bedrijfsrisico’s. Een en ander dient te passen in de strategie, echter synergie-effecten dienen niet te worden overschat. En er moet een “win-win” situatie ontstaan in de beleving van zowel koper als verkoper.

Belangrijk is dat tijdens de due diligence alle bovenstaande aspecten in het onderzoek betrokken worden en dat een tijdige afweging wordt gemaakt welke aspecten meer en welke aspecten minder aandacht behoeven. Deze zorgvuldige afwegingen leiden tot een efficiënt en een risicogericht onderzoek zodat de doelstellingen van het due diligence onderzoek gerealiseerd worden.

Belangen

In beginsel staan de belangen van koper en verkoper in het overnameproces tegenover elkaar. Zeker ten aanzien van het realiseren van de overnameprijs van de onderneming. Koper wenst niet te veel (zo weinig mogelijk) te betalen en verkoper wenst een zo hoog mogelijke prijs te bedingen. Uiteindelijk streven de partijen ernaar om de overname, zeker na het ondertekenen van de letter of intent, daadwerkelijk te realiseren. Voor de koper is het van essentieel belang dat de in het due diligence betrokken bedrijfsaspecten op een juiste wijze gewogen en indien mogelijk gekwantificeerd worden.

Om in de onderhandeling met de verkoper geïdentificeerde risico’s te vertalen naar een lagere overnameprijs of door verkoper te

verstrekken garanties dienen de geïdentificeerde risico's gedegen onderbouwd en **gekwantificeerd** te worden met de verkregen informatie uit het due diligence onderzoek. De verkoper zal alleen in deze situatie genegen zijn om (gedeeltelijk) aan het verzoek van de koper tegemoet te komen. In zijn algemeenheid geldt dat bedrijfsrisico's of onzekerheden, voortkomend uit een due diligence onderzoek, kunnen leiden tot een verlaging van de koopprijs, het bedingen van extra garanties door koper of in het ergste geval het afzien van een fusie of overname door de potentiële koper.

Vendor due diligence

De verkoper kan ook op een actieve wijze bedrijfsrisico's of onzekerheden ten aanzien van toekomstige ontwikkelingen, welke bij verkoper veelal bekend zijn, voor de kopende partij verminderen of zelfs (gedeeltelijk) wegnemen. Gebruikelijk hierbij is dat de verkopende partij een "vendor due diligence" onderzoek door (haar eigen) adviseurs laat uitvoeren en de hieruit voortkomende rapportage beschikbaar stelt aan de koper van de onderneming.



Niet wachten tot het u overkomt! Voorbereiding loont.

In een vendor due diligence rapport is op een gelijksoortige wijze als bij de "koper due diligence" aandacht besteed aan de belangrijkste bedrijfsrisico's van de onderneming. Hierbij is tevens aangegeven hoe de risico's in de toekomst kunnen worden opgelost of verminderd.

Door de tijdige reductie van deze risico's (of de perceptie van de risico's) zal dit in het algemeen een gunstige uitwerking hebben op het verloop van de onderhandelingen tussen koper en verkoper en zullen door de verkoper een hogere verkoopprijs of minder zware garantiestellingen worden gerealiseerd.

Een due diligence onderzoek kan zowel voor de koper als de verkoper ("vendor due diligence") een uiterst waardevolle investering zijn. Een zogenaamde "vendor due diligence" leidt voor zowel de verkoper als de koper tot een beter inzicht in de activiteiten van de onderneming, geeft sneller inzicht in de aanwezigheid van eventuele dealbreakers en valuedrivers en verkort over het algemeen de doorlooptijd van de transactie. Bovendien kan de verkoper middels een dergelijk onderzoek de onderneming tijdig "verkoopklaar" maken.

Adviseurs

Tijdens de meeste due diligence onderzoeken worden in ieder geval de financiële, fiscale en juridische aspecten aan een (diepgaande) analyse onderworpen. Daarnaast kunnen, indien van belang, tevens technische, commerciële, milieu, actuariële en sociale aspecten onderwerp van het onderzoek zijn. Door het specialistische karakter van deze onderzoeken, worden zij veelal uitgevoerd door externe deskundigen of door functionarissen (management) van de betrokken overnemende partij.

Externe deskundigen die veelal bij een due diligence onderzoek betrokken kunnen worden, zijn:

- Accountant.
- Belastingadviseur.
- Advocaat.
- Notaris.
- Milieu deskundige.
- Actuaris.

- Taxateur (on-) roerende goederen.
- Arbo en technisch adviseur.
- Verzekeringsexpert.
- Bankier.
- Corporate Finance specialist.

Doordat de fiscale en juridische due diligence, respectievelijk onder verantwoordelijkheid van een belastingadviseur en advocaat, in nauwe samenwerking met de betrokken accountants wordt uitgevoerd en de fiscale en juridische aspecten bij een overname zeer relevant (kunnen) zijn, wordt hieraan meestal uitgebreid aandacht besteed.

Het aantal betrokken adviseurs en specialisten bij een overname kan daardoor zeer omvangrijk zijn, afhankelijk van de complexiteit en omvang van de over te nemen onderneming. Opgemerkt dient te worden dat een due diligence onderzoek lijkt op een bedrijfsdoorlichting, hetgeen van de adviseur een brede algemene kennis vraagt. Voor zover bepaalde deskundigheid ontbreekt, kan in samenwerking met de opdrachtgever een specialist worden ingeschakeld, maar dient in elk geval de verantwoordelijkheid te worden geconcretiseerd en afgebakend. Hierdoor worden de professionele risico's beheersbaar. De accountant / overnameadviseur heeft daarom in het kader van een due diligence onderzoek veelal een belangrijke coördinerende taak en is dan verantwoordelijk voor het "projectmanagement".

Diepgang van het onderzoek

In een vroeg stadium van het overnameproces worden er tussen de adviseur(s) en de opdrachtgever afspraken gemaakt over de doelstelling van het (financiële) onderzoek. Bij de positionering van het due diligence onderzoek in het gehele overnameproces is reeds aangegeven dat het due diligence proces al bij de eerste kennismaking tussen de partijen begint. Gedurende het overnameproces wordt

door de koper, meestal na het tekenen van een geheimhoudingsverklaring, meer informatie over de over te nemen onderneming verkregen. Hierdoor is het mogelijk voor de koper zich een beeld te vormen over initiële bedrijfsrisico's en waardecreërende aspecten ("valuedrivers") van de onderneming.

De diepgang van het due diligence onderzoek is afhankelijk van de wensen van de opdrachtgever en de initieel geïdentificeerde risico's ten aanzien van de over te nemen onderneming. De hierin te onderscheiden mate van diepgang van de verificatiewerkzaamheden tijdens een due diligence onderzoek is als volgt weer te geven:

Tabel 2 Mogelijke diepgang van financiële due diligence

Diepgang van onderzoek	Verificatiewerkzaamheden	Rapportage
Beperkt	Zeer beperkt	Met name analytische benadering
Volledig	Gericht op specifiek geïdentificeerde risico's	Beschrijving van specifiek uitgevoerde verificatiewerkzaamheden
Acquisitiecontrole	Omvangrijk	Mogelijk een accountantsverklaring

Het uitvoeren van verificatiewerkzaamheden betekent naast het toepassen van de in de algemene accountantscontrole gangbare werkzaamheden zoals bestaanscontroles, verbandscontroles en cijferbeoordeling, tevens het beoordelen van de redelijkheid van de prognoses en het verifiëren van de ontwikkelingen binnen de branche. Voor de duidelijkheid er wordt geen accountantscontrole toegepast.

Door de initieel geïdentificeerde bedrijfsrisico's worden de aanpak van het due diligence onderzoek en de onderzoeksrichting bepaald. Het is mogelijk dat deze aanpak gedurende het onderzoek aangepast kan worden naar aanleiding van de bevindingen uit de due diligence werkzaamheden. **Due diligence is een "dynamisch proces".**



Kijk altijd naar de gang van zaken op de werkvloer; begrijp de "business".

Tendenties en normalisatie

Bij het bepalen van de aanpak van het due diligence onderzoek dient rekening gehouden te worden met een mogelijk geflatteerde financiële positie van de over te nemen onderneming. Dit betekent dat bezittingen en schulden mogelijk respectievelijk te hoog en te laag zijn verantwoord en dat de omzet en kosten dezelfde tendenties vertonen. Hiernaast kan het voorkomen dat de operationele activiteiten, met het oog op de korte termijn financiële effecten, zijn beïnvloed.

Dit kan bijvoorbeeld betekenen dat:

- Kostenaneringen plaatsvinden waardoor op korte termijn besparingen optreden met een nadelige invloed op de kwaliteit van de resultaten op langere termijn, te denken valt aan; reclamekosten, personeels- en ontwikkelingskosten.
- Noodzakelijke herstructurerings niet worden uitgevoerd.
- Onderhoud van activa (productiemachines) is achtergebleven of uitgesteld.
- Geen vervangingsinvesteringen hebben plaatsgevonden van verouderde activa (ICT omgeving, wagenpark, machines).
- De werkdruk van het personeel te hoog is (personeelsbeleid).

Door deze operationele beslissingen kan het resultaat de afgelopen perioden kunstmatig zijn verhoogd hetgeen de kwaliteit van het resultaat in de toekomst ondermijnt. Het verifiëren van dergelijke tendenties zullen ook een belangrijk aspect vormen van het due diligence onderzoek.

Een potentiële koper zal met name geïnteresseerd zijn in de waarde van de onderneming onder normale omstandigheden. Incidentele (bijzondere) baten en lasten en niet bedrijfsgebonden activa en passiva dienen derhalve geïdentificeerd te worden.

Deze incidentele (bijzondere) baten en lasten kunnen een structurele vermindering van de winstgevendheid in de afgelopen jaren hebben gecamoufleerd. Het proces van het identificeren en corrigeren van incidentele (bijzondere) of niet bedrijfsgebonden baten en lasten wordt ook wel “normaliseren” genoemd. De cijfers na normalisatie zullen normaliter als basis dienen voor de definitieve waardebeoordeling van de onderneming.

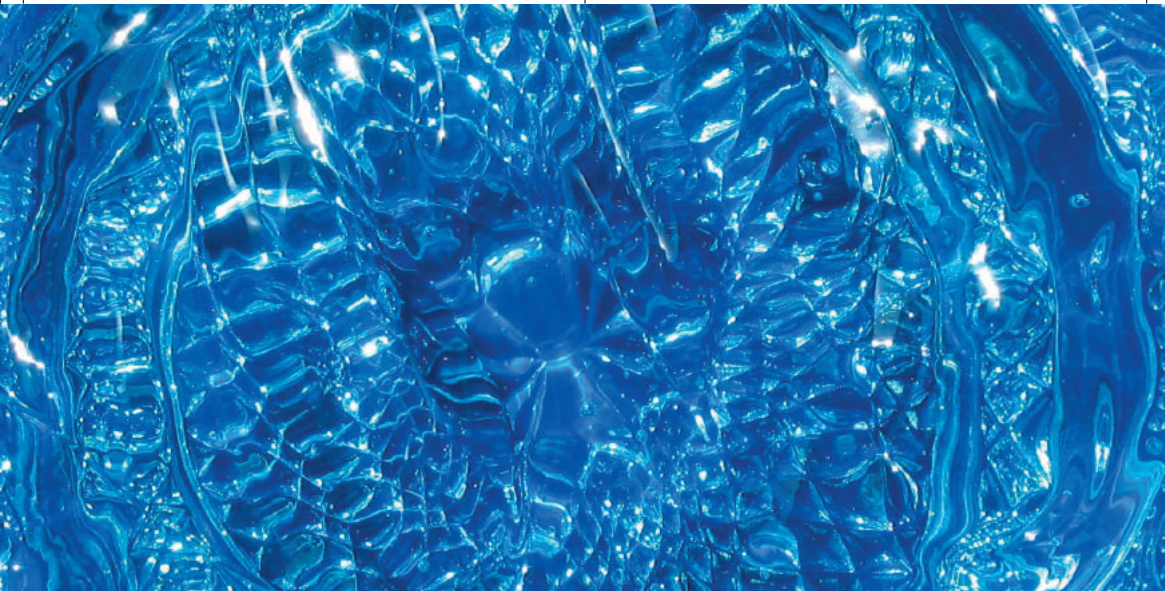
Naast het beschouwen van de mogelijke tendenties, beïnvloeding van de resultaten door de leiding van de organisatie en de incidentele (bijzondere) posten in de financiële verantwoording van de onderneming, dient de due diligence adviseur ook een gedegen kennis van de ontwikkelingen in de markt, de branche en relevante omgevingsfactoren te hebben, teneinde de relevante exogene variabelen c.q. invloedsfactoren en hun impact op de “business performance” te begrijpen (bijvoorbeeld politiek, economie, wetgeving etc.).

Toekomst informatie

Naast een gedetailleerd onderzoek van de resultaten uit het verleden en een analyse van de stand per heden worden ook de toekomstverwachtingen van de onderneming, zoals vastgelegd in prognoses (bedrijfsresultaten, noodzakelijke investeringen, kasstromen, ontwikkeling in werkkapitaal en liquiditeitsbehoefte) door het due diligence

team beoordeeld. Deze toekomstgerichte informatie geeft de toekomstverwachting van de over te nemen onderneming weer, zoals de leiding van deze onderneming deze inschat. In de toekomst zal de koper van de onderneming de overname-investering terug dienen te verdienen. Het is derhalve van groot belang dat de prognoses van de onderneming een reële weergave zijn van de potentie van de onderneming. Om dit te beoordelen zullen ten aanzien van de prognoses de due diligence werkzaamheden met name bestaan uit:

- Inzicht verkrijgen in het proces van de totstandkoming van de prognoses en het beoordelen van de kwaliteit hiervan.
- Beoordelen, vastleggen en beschrijven van de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de prognoses (kwantitatief en kwalitatief).
- Beoordelen van de toereikendheid en betrouwbaarheid van de gegevens die gebruikt zijn bij het opstellen van de prognoses (onderbouwing met bescheiden).
- Inzicht verkrijgen in de factoren die een belangrijke invloed hebben op de uitkomst van de prognoses en welke factoren slechts subjectief kunnen worden bepaald.
- Beoordelen van de realisatie van de voorgaande prognoses met de werkelijke resultaten in die perioden.
- Beoordelen van de prognoses ten opzichte van de laatst bekende (werkelijke) tussentijdse resultaten van de onderneming (komen deze werkelijke resultaten overeen met de prognose).
- Nagaan of de prognoses juist zijn berekend en consistent zijn met andere financiële verantwoordingen zoals jaarrekeningen en management-informatie.
- Beoordelen of het algemene beeld van de prognoses aansluit met de overige bevindingen van het due diligence onderzoek, resultaten uit het verleden en informatie verkregen van het management van de onderneming en uit de markt.



Kijk naar de organisatie en u zult elke keer iets nieuws ontdekken.

De toekomstverwachtingen van een onderneming vormen een belangrijke factor bij de bepaling van de ondernemingswaarde en uit hoofde hiervan nemen bovenstaande werkzaamheden een belangrijke plaats in bij het due diligence onderzoek.

Bevindingen uit het onderzoek

Het due diligence onderzoek richt zich op diverse bedrijfsmatige aspecten van een mogelijk over te nemen onderneming teneinde koop-prijsverlagende én waardeverhogende aspecten (“valuedrivers”) voor de koper te identificeren en waar mogelijk te kwantificeren.

Koopprijsverlagende aandachtspunten zijn onder andere: niet of onvoldoende onderbouwde omzetverwachtingen zoals gehanteerd in de prognoses en het niet voldoen aan fiscale regelgeving waardoor er een claim van de fiscus in de toekomst te verwachten is.

Enkele due diligence bevindingen die regelmatig voorkomen en eventueel ook een koopprijsverlagend effect kunnen hebben, kunnen als volgt worden samengevat:

Tabel 3 Bevindingen / risico's due diligence

Aandachtsgebied	Bevindingen/risico's
Markt	Verhevigde concurrentie, prijzenslag, seizoenspatroon, toenemende overheidsbemoeienis, conjunctuurgevoelig.
Product	Modegevoelig, technologische ontwikkelingen, verouderd.
Organisatie	Beperkte administratieve organisatie en interne controle, onvoldoende kwalitatief personeel, verouderde ICT-omgeving, afhankelijkheid van enkele medewerkers, integriteit medewerkers, geen adequate budgetten en kostprijzen, diverse familieleden in dienst tegen een niet reële beloning (vervanging door derden na overname), ontoereikende management-informatie.
Verkopen/inkopen	Afhankelijkheid van enkele afnemers, leveranciers, productgroepen of regio, recentelijk enkele belangrijke klanten verloren, omzet in onjuiste periode verantwoord, ontbreken van formele afspraken (getekende contracten).
Materiële vaste activa	Stille reserves aanwezig, eigendom, afschrijvingspolitiek, structurele overcapaciteit, verouderd, vervangingsinvesteringen noodzakelijk, achterstallig onderhoud, aanpassen aan nieuwe productspecificaties.
Voorraden	Kostprijscalculatie, lagere marktwaarde, voorraadverschillen, meerdere locaties, te lage of te hoge voorziening, waarderingsgrondslagen wijken af van die van overnemende partij.
Debiteuren	Te lage of te hoge voorziening, buitenlandse vorderingen niet verzekerd.
Immateriële vaste activa	Waardering (afschrijvingspolitiek), afschrijvingen niet gedekt door toekomstige opbrengsten, geactiveerde goodwill elimineren, patenten/merken niet geactiveerd.
Voorzieningen	Te lage of te hoge voorziening, volledigheid pensioenvoorziening, financiële effecten van een aanpassing naar systeem van overnemende partij, productaansprakelijkheid, lopende juridische geschillen, vrijgevallen bedragen onverklaard, gevolgen van leveringsproblemen niet gekwantificeerd, grond verontreinigd, geen voorziening voor geplande verhuizing, garantievoorziening niet onderbouwd, verliezen op orders.
Belastingen	Fiscale positie omgeven met onzekerheden, naheffingen te verwachten, transfer-pricing niet door fiscus geautoriseerd, hoge onkostenvergoedingen, BTW foutief berekend, latente belastingverplichting niet geïdentificeerd of onjuist berekend.
Transitoria	Geen vakantiegeld en -dagen gereserveerd, geen rekening gehouden met credit-nota's, claims van afnemers, bonussen, commissies, kortingen, geen correcte afgrenzingsprocedures.
Bijzondere transacties	Transfer-pricing beïnvloedt normale winstgevendheid, sale- and lease-back transacties leiden tot resultaat en beïnvloeden ratio's, langlopende huur- en afnameverplichtingen, valuta termijntransacties, incidentele verkoopresultaten flatteren financiële positie.

De bovenstaande tabel geeft een (niet limitatief) beeld van de mogelijke bevindingen of risico's die naar voren kunnen komen naar aanleiding van een due diligence onderzoek.

Waardeverhogende aspecten vloeien voort uit de mogelijkheid voor de kopende partij om door middel van de overname bepaalde inkoopvoordelen te realiseren, kostenbesparingen als gevolg van benutting van overcapaciteit in de eigen onderneming te effectueren, de afzetmarkt te vergroten, de concurrentie te minimaliseren of de productinnovatie te stimuleren. Daarnaast kunnen in de aanwezige materiële vaste activa zogenaamde “stille reserves” aanwezig zijn.

Doordat de inhoud en reikwijdte van een dergelijk onderzoek afhankelijk is van diverse factoren is geen standaardaanpak of -methode aanwezig. Wel zijn er “standaard” due diligence checklisten die in de praktijk gebruikt worden, welke een goede houvast bieden tijdens het onderzoek en bij het verzamelen van de benodigde basisinformatie. Een “standaard benadering” verdient echter niet de voorkeur.

Desondanks is ter volledigheid een overzicht van de meest gebruikelijke onderwerpen in een standaard due diligence checklist als bijlage opgenomen.

Rechten, plichten en garanties

Voor de kopende en verkopende partij bestaan gedurende het overnameproces wederzijdse rechten en verplichtingen, waarvan de meeste expliciet in een letter of intent of een overnamecontract worden opgenomen. In het kader van het due diligence onderzoek is het van belang om te onderkennen dat de kopende partij vanuit juridisch optiek een onderzoeksplicht en de verkopende partij een informatieplicht heeft. Ook is er in de letter of intent normaliter vastgelegd dat het overnameproces niet zomaar af te breken is door een van de partijen. Hoe langer het overnameproces duurt, des te moeilijker wordt het om zonder schadeloosstelling het proces te beëindigen, zeker indien de wederpartij mocht aannemen dat er al bijna een “deal” is gesloten. De uitkomsten van het due diligence

onderzoek fungeren veelal in de letter of intent nog als een mogelijke “ontbindende voorwaarde” naast een financieringsvoorbehoud.

In de praktijk komt het regelmatig voor dat door de kopende partij wordt gedacht dat men het bedrijf of de branche wel voldoende kent of dat de over te nemen partij dusdanig klein is dat een onderzoek niet noodzakelijk is. Echter na het uitvoeren van een due diligence onderzoek kunnen sommige “eye-openers” nog tot levendige en felle discussies leiden. Bij de verkopende partij leeft wel eens de gedachte dat de kopende partij wel alle belangrijke informatie zal identificeren en zo niet dat dit dan tot het risico van de koper behoort. Ook hier zijn nuanceringen noodzakelijk, de verkoper heeft een informatie- cq. mededelingsplicht.



Het goed vastleggen van rechten en verplichtingen van beide partijen is cruciaal.

Er bestaat tijdens het overnameproces en het uitvoeren van een due diligence onderzoek altijd een spanningsveld tussen onderzoeks- dan wel mededelingsplicht van de betrokken partijen. In de situatie die heeft geleid tot het **“Hoog Catharijne-arrest”** (HR 22 december 1995, NJ 1996, 300) wordt dit spanningsveld duidelijk. In deze situatie gaf de verkoper de “algemene” garantie aan de koper dat deze alle

informatie had ontvangen die van belang was voor het beoordelen van de waarde van de onderneming. Tijdens het overnameproces had de koper door een due diligence adviseur een onderzoek laten uitvoeren. Na de overname ontdekte de koper twee leningen die moesten worden terugbetaald, hetgeen niet expliciet bekend was gemaakt, noch uit het onderzoek naar voren was gekomen.



Overnameproces = strategisch denken.

De koper sprak de verkoper hierop aan, middels de “algemene garantie” en stelde dat deze informatie had moeten worden verstrekt door de verkoper tijdens het onderzoek.

Deze informatie was inderdaad niet direct aan de koper verstrekt, maar was indirect wel uit de ter beschikking gestelde stukken (administratie) van de verkoper af te leiden, zo bleek achteraf.

De Hoge Raad gaf aan dat de betekenis van de garantie, dat alle relevante informatie aan koper ter beschikking was gesteld, afhangt van wat partijen in de gegeven omstandigheden, redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten. In dit geval betekende dit volgens de Hoge Raad dat de informatieplicht van de verkoper mede wordt bepaald door hetgeen de verkoper aan onderzoeksinspanningen mocht verwachten aan de zijde van de koper. De koper had door deskundigen een (uitgebreid) due diligence onderzoek laten uitvoeren, zodat de koper in de gelegenheid was geweest om additionele informatie aan de verkoper te verzoeken. Tevens waren er aanwijzingen in de verstrekte informatie aanwezig waaruit het bestaan van dergelijke leningen af te leiden was. De koper werd door de Hoge Raad in het ongelijk gesteld en de claim werd afgewezen. Het betreffende due diligence onderzoek had beter moeten worden uitgevoerd.

In een andere zaak waar de koper geen uitvoerig due diligence onderzoek had gedaan en geen garanties had bedongen, maar genoeg had genomen met een hoge korting op de koopprijs ter compensatie van de hem ter ore gekomen mindere staat van de onderneming, kon de koper later niet meer claimen dat de verkoper een groot aantal (andere) misstanden had verzwegen (HR 10 oktober 2003, Verenigde Bedrijven Inter-Che-M.B.V. (VBI) Beerkens Paint B.V.). Sinds enige jaren (zie onder meer het arrest van de HR van 19 januari 2007, **Meyer Europe-Pontmeyer** lijkt het erop dat in de rechtspraak aan de taalkundige betekenis van (garanties in) een koopovereenkomst een groter belang wordt gehecht dan aan de subjectieve (partij) bedoelingen. Bij het bepalen van de meest logische taalkundige betekenis wordt rekening gehouden met de omstandigheden van het geval, zoals de soort transactie, de uitgebreidheid van het contract en de eventuele betrokkenheid van deskundigen. Een juiste redactie van de koopovereenkomst en de garanties door een deskundig jurist wordt als gevolg daarvan alsmaar belangrijker.

Uit bovenstaande komt naar voren dat de aspecten als **risico's, diepgang van de due diligence en garanties een samenhang vertonen**. In de letter of intent en het overnamecontract dienen derhalve afspraken tussen partijen en de invloed van een due diligence-onderzoek op de reikwijdte van een garantie duidelijk en ondubbelzinnig te worden afgewogen en vastgelegd. Hierbij is het raadzaam om een in fusie en overname gespecialiseerde jurist/advocaat te betrekken. Ook blijkt dat het uitvoeren van een due diligence onderzoek ervaring en kunde vereist.



Opdrachtgevers en adviseurs werken nauw met elkaar samen; een ieder heeft zijn functie in het proces.

Maatwerk

Van essentieel belang is dat de eventuele acquisitiestrategie van de koper voortvloeit uit de algemene bedrijfsstrategie. Gedurende het gehele overnameproces dragen de (due diligence) adviseurs zorg voor een frequente feedback tegen de achtergrond van de door het management van de overnemende partij opgestelde strategie. Door de (verwachte) intensieve betrokkenheid van de adviseurs levert juist deze feedback toegevoegde waarde. Dit vereist wel continue aandacht voor en samenwerking met het management van de onderneming. Tijdens het overnameproces kan gebruik worden gemaakt van handige “checklists” die het onderzoeksproces kunnen sturen en beheersen. Zoals reeds eerder opgemerkt kan een standaard checklist uiteraard nooit volledig toegespitst zijn op elke specifieke overnamesituatie.

Deze pragmatische aanpak van het begeleiden van het overnameproces en het professioneel uitvoeren van een due diligence onderzoek kan leiden tot een succesvolle overname, maar biedt geen garantie voor succes. In het algemeen zullen factoren als het karakter van de onderhandelaars, de organisatiecultuur van betrokken partijen, emoties, de zakelijke belangen en persoonlijke drijfveren van betrokkenen, medebepalend zijn voor het wel of niet succesvol afronden van een overname.

Elke activiteit binnen het overnameproces is maatwerk.

De voorgestelde pragmatische aanpak kan aan het succesvol afronden van een overname wel een belangrijke bijdrage leveren.

Het daarbij uitvoeren van een due diligence onderzoek vergt naast kennis en vaardigheid ook creativiteit, parate basiskennis van verschillende vakgebieden en een voortreffelijk inbeeldingsvermogen in wensen, behoeften en percepties van de betrokken partijen. **Het toepassen van de juiste onderhandelings technieken is het sluitstuk van het proces. Het begeleiden van dit proces is daarom een speciale expertise en elke opdrachtgever die een adviseur vraagt om een due diligence onderzoek uit te voeren, moet zich afvragen of deze adviseur de benodigde deskundigheid wel bezit.**

Tijdens het overnameproces is optimale communicatie, overleg en samenwerking met het management van de overnemende partij cruciaal om te zorgen dat de initiële doelstellingen van de overname, zoals verwoord in de algehele bedrijfsstrategie, kunnen worden bereikt. Zowel voor een “koper due diligence” als een “vendor due diligence” is in het proces een belangrijke rol weggelegd voor het management (financieel en niet financieel) teneinde samen met de adviseur een zorgvuldige analyse te maken van de “**valuedrivers**”, **bedrijfsrisico's** en de hieruit voortvloeiende **synergie** voor de betrokken partijen. Met name het management kent immers als geen ander de onderneming en haar omgeving!

EPILOOG

Het due diligence onderzoek kent vele vormen en bestaat uit veel facetten. Het is echter de kunst om het due diligence onderzoek zodanig op te zetten en uit te voeren dat het onderzoek beheersbaar blijft en dat het de relevante risico's en "valuedrivers" voor koper en verkoper (vendor due diligence) zowel kwalitatief als kwantitatief in kaart brengt.

Wij hebben in deze handleiding u handvatten gegeven om dit te realiseren en wij zijn natuurlijk bereid nog resterende vragen in een vrijblijvend kennismakingsgesprek met u te bespreken.

Uit onze jarenlange ervaring op het gebied van due diligence en overname-onderzoeken blijkt dat ondermeer de volgende aspecten belangrijk zijn om te onderkennen:

- Synergie is belangrijk maar wordt vaak overschat.
- Geen standaard aanpak, maar maatwerk leidt tot succes.
- Afspraken over de verantwoordelijkheden van adviseurs, specialisten en opdrachtgevers en de diepgang van het onderzoek zijn cruciaal.
- Ook als u het bedrijf goed kent, leidt een due diligence onderzoek veelal toch tot 'eye-openers'.
- Schakel altijd ervaren adviseurs in, ook voor deel-trajecten.
- Ook voor kleinere overnames is een beperkt due diligence onderzoek belangrijk.
- Besteed zowel aandacht aan kwalitatieve als kwantitatieve aspecten van de onderneming.
- Een koper heeft onderzoeksplicht, een verkoper is gehouden aan de mededelings- cq. informatieplicht.
- Het succes van een overnameproces wordt bepaald door de beheersing van niet-standaard gebeurtenissen en bevindingen.

Bijlage

VOORBEELD ONDERWERPEN CHECKLIST DUE DILIGENCE

Onderstaand overzicht bevat voorbeelden van de meest gebruikelijke onderwerpen die in een due diligence checklist worden opgenomen. Derhalve kan onderstaand overzicht niet als limitatief worden gezien.

Financiële due diligence

1. Administratieve organisatie/interne controle
2. Strategie (SWOT-analyse)
3. Verkopen/kwaliteit winst
4. Productie/inkopen/voorraden
5. Personeel
6. Toekomstverwachtingen (prognoses)
7. Financiële administratie/waarderingsgrondslagen
8. Financiële rapportage en management-informatie systeem
9. Werkkapitaal en cashflows
10. Alle relevante balans- en resultatenrekeningposten
11. Niet uit de balans blijken de verplichtingen

Fiscale due diligence

1. Organisatiestructuur/dealstructuur
2. Vennootschapsbelasting
3. Omzetbelasting
4. Loonbelasting en sociale verzekeringen
5. Overdrachtsbelasting en internationale aspecten
6. Controlerapporten en rulings

Juridische due diligence

1. Organisatiestructuur/dealstructuur
2. Statuten en aandeelhoudersovereenkomsten
3. Productaansprakelijkheid
4. Financiering en zekerheden
5. Overeenkomsten en latente claims
6. Activa (rechten, verplichtingen en eigendom)
7. Intellectuele eigendom
8. Gerechtelijke procedures
9. Verzekeringen
10. Vergunningen en milieu
11. OR, SER fusiegedragsregels

LITERATUURVERWIJZING

Om de leesbaarheid van deze handleiding te vergroten zijn geen gedetailleerde literatuurverwijzingen opgenomen.

Onderstaande literatuur is mede gebruikt bij het schrijven van deze handleiding.

Franssen, Veken; Bedrijf te koop, Handleiding voor koop, verkoop en buy-out van bedrijven; Business Contact.

Kwast van der; Zoeken naar lijken in de kast;
Intermediair; nummer 41; jaargang 2006; pagina 28 tot en met 31.

Murrin, MacKinsey, Copeland, Koller; Waardering, Het meten en managen van ondernemingswaarde; Academic Service.

PriceWaterhouseCoopers; Due Diligence,
Due Diligence-onderzoeken bij fusies en overnames, "Different concepts for different purposes."; December 2002.

Wijngaarden van en Doornbosch; De overnamebegeleiding,
Due diligence en advisering; Kluwer Bedrijfswetenschappen; 1996.

Deril Rakine cs; Due Diligence; Financial Times 2003.

Brealey, Myers, Allen, McGraw-Hill, Boston, Corporate Finance; 2006.

Drs. Jacob Kooistra MBA en Jan Vollebregt 2005;
"Ik ben m'n vader niet".

Drs. Jacob Kooistra en Drs. Jan van Wijngaarden; En Nu? 2011;
"Bedrijfsopvolging binnen de familie: een traject met hindernissen".