

# Aspecten van earn-outs

MR. M.W.E. EVERS EN MR. G.J.P. FREIJSER

In het huidige economische klimaat is het verkrijgen van overnamefinanciering niet altijd eenvoudig. Ook staan kopers kritischer tegenover vooruitzichten met betrekking tot de toekomstige winstcapaciteit van de over te nemen onderneming. Kopers willen betaling van de koopprijs zo veel mogelijk koppelen aan de mate waarin toekomstige resultaten daadwerkelijk worden behaald. In dergelijke gevallen kan een earn-outregeling een koper helpen om het gat in zijn financiering te overbruggen, of er toe leiden dat koper en verkoper alsnog (prijs) overeenstemming bereiken. Er zijn meer redenen om een earn-outregeling overeen te komen. Bijvoorbeeld wanneer het toekomstige succes van de over te nemen onderneming nauw samenhangt met de inzet van bepaalde personen. Een earn-out kan dan bijdragen tot het behoud van deze personen en hun loyaliteit. Ook in een situatie waarin de verkoper (nagenoeg) geen garanties wenst te geven, zoals typisch het geval is bij een verkoop door de faillissementscurator, zal een earn-out kunnen leiden tot een evenwichtigere allocatie van risico en de eventuele toekomstige waarde van de verkochte bedrijfsonderdelen. In deze bijdrage behandelen wij enkele praktische en juridische aspecten van earn-outs.

## Earn-outregeling

Een earn-out is een regeling waarbij de koper van een vennootschap of een onderneming een deel van de koopprijs pas is verschuldigd nadat een of meer overeengekomen specifieke resultaten (de 'earn-outvoorwaarden') zijn behaald binnen een bepaalde periode na het effectueren van de transactie (de 'earn-outperiode'). Wij maken hierna geen onderscheid tussen de koop van aandelen en de koop van een onderneming (activa/passiva), en duiden het object van de overname aan met de term 'doelvennootschap'.

Doorgaans zullen de earn-outvoorwaarden financieel van aard zijn. De doelvennootschap dient tijdens de earn-outperiode bijvoorbeeld een bepaald minimum bedrijfsresultaat of een bepaalde minimum omzet te behalen. Bij financiële voorwaarden kunnen partijen opnemen dat een vaste nabetaling volgt wanneer de overeengekomen (minimum) drempel wordt overschreden. In de praktijk is echter gebruikelijker dat de hoogte van de nabetaling variabel is, en afhangt van de mate waarin de drempel wordt overschreden.

Earn-outvoorwaarden kunnen ook niet-financieel van aard zijn. Zo kan bij een doelvennootschap die zich in een ontwikkelingsfase bevindt de voorwaarde worden gesteld dat een productlancering volledig moet worden afgerond. Denkbaar is ook de voorwaarde dat een essentiële certificering of vergunning moet worden verkregen, of dat de doelvennootschap een bepaald marktaandeel moet bemachtigen. Een regelmatig voorkomende – niet-financiële – voorwaarde is dat de verkoper, of andere *key persons*, gedurende de earn-outperiode werkzaam moeten blijven bij de doelvennootschap.

Ongeacht de aard van de earn-outvoorwaarden zal de koper steeds moeten analyseren of de beoogde earn-outregeling wel aanzet tot het voor hem gewenste resultaat. Tegelijkertijd doet de verkoper er verstandig aan om alleen een earn-out te accepteren wanneer hij op zichzelf al tevreden is met de hoogte van de basiskoopprijs. Want hoe mooi het vooruitzicht van de totale koopprijs inclusief earn-out ook mag zijn, de koper heeft geen zekerheid dat hij na afloop van de earn-outperiode daadwerkelijk meer zal hebben ontvangen dan de initiële basiskoopprijs.

De duur van de earn-outperiode is doorgaans twee tot vijf jaar. De duur hangt mede af van hoe lang nodig is om de aan de earn-out toegekende waarde te realiseren. Uiteraard speelt daarbij ook een rol hoe lang partijen aan elkaar verbonden willen blijven.

De duur van de earn-outperiode is doorgaans twee tot vijf jaar. De duur hangt mede af van hoe lang nodig is om de aan de earn-out toegekende waarde te realiseren. Uiteraard speelt daarbij ook een rol hoe lang partijen aan elkaar verbonden willen blijven.

## Wederzijdse belangen en risico's

Voorbeeld: A is de moedervennootschap van een concern waarin een groot automatiseringsbedrijf is ondergebracht.

A wil door middel van overnames van gespecialiseerde regionale dienstverleners haar positie op de Nederlandse markt verbeteren. Voor de langere termijn heeft A de strategie om de gehele automatiseringstak te verkopen. A koopt van verkoper B alle aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap. De doelvennootschap is een gespecialiseerd regionaal automatiseringsbedrijf met unieke knowhow en een aantrekkelijke klantenportefeuille. A betaalt aan B een basiskoopprijs van € 10 miljoen. Daarnaast komen partijen overeen dat A aan B een earn-out zal betalen die gelijk is aan drie maal het bedrag dat het gemiddelde normale bedrijfsresultaat (EBIT), behaald in de boekjaren 2010 en 2011, hoger zal liggen dan € 2 miljoen.

Aan de hand van dit voorbeeld signaleren wij hieronder een aantal aandachtspunten, zowel vanuit het perspectief van de koper als het perspectief van de verkoper.<sup>1</sup> De opsteller van een earn-outregeling zal hiermee rekening dienen te houden bij het redigeren van de overeenkomst.

## Kopers willen betaling van de koopprijs zo veel mogelijk koppelen aan de mate waarin toekomstige resultaten daadwerkelijk worden behaald.

- Voor zowel de koper als de verkoper is het uiteraard belangrijk dat duidelijk is hoe de EBIT over de relevante boekjaren wordt berekend. Partijen zullen daarom overeenstemming moeten bereiken over de toepasselijke accounting standaarden. Vaak zal het wenselijk zijn dat de bij de doelvennootschap geldende praktijk volgens bestendige gedragslijnen wordt voortgezet. Echter, indien binnen het concern van de koper andere standaarden gelden dan die de doelvennootschap toepast, zullen voor de earn-outjaren separaat nog cijfers moeten worden opgemaakt conform de accounting standaarden die de doelvennootschap al toepaste voor de overname. Overigens zal de verkoper in voorkomend geval kunnen overwegen om een jaarrekeningprocedure ex art. 2:447 e.v. BW te starten. Dat zal de nodige druk leggen op de koper. De jaarrekening ten aanzien waarvan een bevel tot verbetering wordt verzocht zal uiteraard wel relevant moeten zijn voor de vaststelling van de hoogte van de earn-out. Wanneer de earn-out afhankelijk is van de winst of omzet van de doelvennootschap, kwalificeert de verkoper naar onze mening in beginsel als belanghebbende in de zin van art. 2:448 lid 1 sub (a) BW.<sup>2</sup>
- Voor zowel de koper als de verkoper is uiteraard ook van belang dat de vaststelling van de earn-out, en de betaling daarvan, worden uitgewerkt in de overeenkomst. Een dergelijke regeling bevat doorgaans ook een systeem voor het oplossen van eventuele punten van geschil, bijvoorbeeld door middel van een bindend

advies op grond van art. 7:900 lid 2 BW van een of meer onafhankelijke accountants. Een verkoper doet er verstandig aan te bedingen dat de koper een eventueel onbetwist gedeelte van de earn-out, hangende een dergelijke procedure, alvast dient te betalen.

- Voor de verkoper is van belang dat de koper tijdens de earn-outperiode geen handelingen verricht die afbreuk doen aan de verdien capaciteit van de doelvennootschap. Zo zal de verkoper het onwenselijk vinden als de koper ingrijpende (beleids)wijzigingen doorvoert, zoals een verandering van de merknaam of wijzigingen in het aangeboden product. Verkoper zal het ook niet zonder meer wenselijk vinden als de koper de doelvennootschap tijdens de earn-outperiode laat fuseren met andere (groeps)vennootschappen, of dat anderszins een herstructurering met betrekking tot de doelvennootschap plaatsvindt. Evenmin zal de verkoper toejuichen dat de doelvennootschap gedurende de earn-outperiode wordt doorverkocht aan een derde. Wij menen dat de verkoper zou moeten bedingen dat de koper bij een doorverkoop binnen de earn-outperiode een vooraf vastgesteld bedrag (bijvoorbeeld de maximale nabetaaling) is verschuldigd. Hierna zal blijken dat dit volgens een recente uitspraak van de rechtbank Rotterdam tijdens de onderhandelingen inderdaad op de weg van de verkoper ligt.
- De koper heeft tegenovergestelde belangen. De koper zal juist behoefte hebben aan vrijheid en flexibiliteit ten aanzien van de doelvennootschap. Koper zal, als nieuwe eigenaar van de doelvennootschap, willen kunnen ingrijpen wanneer hij dat wenselijk en nuttig acht. Dat gaat niet alleen om de dagelijkse gang van zaken bij de doelvennootschap. Koper zal (juist) behoefte hebben aan flexibiliteit bij materiële wijzigingen. In het voorbeeld kan dit gaan om de andere acquisitie(s) die koper A gedurende de earn-outperiode wil doen, gevolgd door een fusie van deze nieuwe onderneming met de doelvennootschap. Ook zal koper A in het voorbeeld een aantrekkelijk bod op de automatiseringstak (waarvan de doelvennootschap onderdeel uitmaakt) willen aanvaarden, ongeacht of koper A dat bod tijdens of na de earn-outperiode ontvangt. Kortom, in dergelijke gevallen zal de koper zich niet te veel gelegen willen laten liggen aan de belangen van de verkoper.
- De verkoper zal beschermd willen worden tegen manipulatie van de cijfers door de koper. Manipulatie kan plaatsvinden doordat de koper allerlei kosten doorberekent aan de doelvennootschap voor vermeend gebruik van bepaalde ondersteunende faciliteiten vanuit het concern van de koper. Koper zou ook eenmalige maatregelen kunnen doorvoeren: bijvoorbeeld een eenmalige bonus aan werknemers of korting aan klanten aan het einde van de earn-outperiode. Dergelijke maatregelen kunnen een drukkend effect hebben op de earn-out.
- Voor de koper is belangrijk dat de bedrijfsvoering van de doelvennootschap niet uitsluitend is gericht op het

1 Zie o.a. ook: A. Stilton, *Sale of Shares and Businesses*, Londen: Sweet & Maxwell, 2006, p. 215 e.v., L. Walton en K.D. Krebs, *Purchase price adjustments, Earnouts and other purchase price provisions*, 2007, p. 22 e.v.

2 Vgl. Hof Amsterdam (OK) 25 januari 1979, NJ 1979, 572.

behalen van de earn-outvoorwaarden. Voor de koper bestaat het risico dat de doelvennootschap, onder aanvoering van *key persons* die na de overname betrokken blijven, zich te veel richt op het behalen van resultaat op de korte termijn. In het voorbeeld zou te veel aandacht voor de korte termijn kunnen leiden tot verwaarlozing van de klantenportefeuille of tot uitstel van noodzakelijke investeringen in de unieke knowhow van de doelvennootschap.

- In het voorbeeld zal koper A tenslotte het gehele concern zoveel mogelijk willen laten profiteren van de knowhow en klantenportefeuille van de doelvennootschap. Echter, voor een optimale earn-out is voor verkoper B van belang dat het concern van A niet concurreert met de doelvennootschap gedurende de earn-outperiode.

Naast bovenstaande aspecten spelen ook andere juridische aspecten een rol bij earn-outs. Wij behandelen een aantal daarvan hieronder.

### Koopprijs: fiscaalrechtelijk

Sinds 1 januari 2002 bevat de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 een bepaling waaruit volgt dat fiscaalrechtelijk – aangenomen dat de verkoper onder het bereik van de Wet Vpb 1969 valt en sprake is van verkoop van een deelneming – een earn-out in beginsel wordt behandeld als koopprijs. Vóór 1 januari 2002 moest de waarde van de earn-out op het moment van de verkoop van de aandelen worden geschat. De geschatte waarde per dat moment viel ook voor 1 januari 2002 al onder de deelnemingsvrijstelling. Echter, wanneer de verkoper na afloop van de earn-outperiode in werkelijkheid meer of minder had ontvangen dan de eerdere schatting, vielen dergelijke veranderingen onder de oude regeling niet onder de deelnemingsvrijstelling. Deze behoorden dan tot de belastbare winst.<sup>3</sup> Onder de huidige Wet Vpb 1969 is duidelijk dat ook deze later optredende waardefluctuaties onder de deelnemingsvrijstelling vallen. Voorwaarde is wel dat er op het moment van de verkoop sprake is van onzekerheid over de toekomstige waarde van de earn-out. Dit volgt uit art. 13 lid 6 Wet Vpb 1969: “Indien een deelneming of een deel daarvan is vervreemd of verkregen tegen een prijs welke geheel of ten dele bestaat uit een recht op een of meer termijnen waarvan het aantal of de omvang in het jaar van de vervreemding nog niet vaststaat, behoren bij de vervreemder de waardeveranderingen van dat recht en bij de verkrijger de waardeveranderingen van de met dat recht corresponderende verplichting tot de voordelen uit hoofde van de deelneming.”

### Koopprijs: civielrechtelijk

In het Burgerlijk Wetboek is geen regeling opgenomen over earn-outs. In de koopovereenkomst, waarin de earn-outre-

geling is opgenomen, wordt de earn-out vaak wel expliciet aangemerkt als koopprijs. Partijen nemen dan op dat de koopprijs bestaat uit (i) de basiskoopprijs en (ii) de earn-out. Het is de vraag of civielrechtelijk steeds sprake is van een koopprijs, of dat de earn-out eerder een vorm van contractuele bonus is.

Art. 7:1 BW is het enige wettelijke aanknopingspunt voor de beantwoording van de vraag of een earn-out ook ci-

### Voor verkoper is van belang dat koper tijdens de earn-outperiode geen handelingen verricht die afbreuk doen aan de verdien capaciteit van de doelvennootschap.

vielrechtelijk als koopprijs moet worden aangemerkt. Dit artikel bepaalt dat koop de overeenkomst is waarbij de een zich verbindt een zaak te geven en de ander om *daarvoor* een prijs in geld te betalen. Partijen kunnen de koopprijs ook op indirecte wijze bepalen, door verwijzing naar een of meer criteria aan de hand waarvan de koopprijs zal worden berekend. Zo kwalificeerde een prijsmechanisme, waarbij de prijs gelijk was aan de prijs die de koper zou verkrijgen bij doorverkoop aan een derde, als koopprijs.<sup>4</sup> In dit licht bezien menen wij dat een earn-out waarvoor financiële voorwaarden gelden (bijvoorbeeld het behalen van een minimum bedrijfsresultaat gedurende de twee boekjaren na de overname) eerder zal kunnen worden aangemerkt als koopprijs (in plaats van als bonus) dan een earn-out waarvoor niet-financiële voorwaarden gelden (bijvoorbeeld de voorwaarde dat de verkoper nog een bepaalde periode aanblijft als directeur). Immers, in het eerste geval hangt de earn-out nauw samen met hetgeen wordt verkregen, namelijk (de aandelen in) de doelvennootschap. De earn-out wordt vervolgens ook berekend aan de hand van eigenschappen van de doelvennootschap die al aanwezig waren op het moment van verkoop, maar waarvan de koper wil dat die eerst (verder) worden gerealiseerd. In het

### Verkoper dient de doelvennootschap te blijven volgen en moet koper in gebreke stellen wanneer deze zijn inspanningsverplichting niet nakomt.

tweede geval lijkt de earn-out meer een vergoeding voor de prestatie die als voorwaarde wordt gesteld (het aanblijven als directeur). Dan is het in art. 7:1 BW vereiste verband tussen het geven van de zaak en de prijs minder aanwezig. De juridische kwalificatie van een earn-out kan in voorkomend geval van belang zijn. Indien sprake is van een koopprijs komt partijen in verband met de earn-out mogelijk een beroep toe op de afdelingen 1 tot en met 9 van titel 7.1 BW. Met enige creativiteit is dan zelfs denkbaar dat een verkoper een beroep doet op art. 7:39 BW (recht van reclame) wanneer de koper nalaat de earn-out te betalen.

<sup>3</sup> Hierover o.a. M.G. de Weerd-de Jong, 'Resultaatbepaling bij de verkoop van een deelneming', *Onderneming & Financiering* 2005, nr. 69.

<sup>4</sup> HR 5 juni 1992, *NJ* 1992, 540 (Leon/Goilo).

Overigens zal een dergelijk beroep niet snel aantrekkelijk zijn voor de verkoper. Indien de koper de earn-out niet kan betalen, zal de doelvennootschap er waarschijnlijk ook niet erg florissant voorstaan. Als de eerdere transactie dan bestond uit een verkoop van aandelen, is het terugvorderen van de aandelen in de doelvennootschap niet interessant.<sup>5</sup> Het voorgaande kan anders liggen wanneer de transactie een verkoop van activa inhield. Bovendien zal de verkoper bij een geslaagd beroep op art. 7:39 BW zelf ook de basiskooprijzen dienen terug te betalen (art. 7:39 lid 3 BW).<sup>6</sup> Overigens merken wij op dat de afdelingen 1 tot en met 9 van titel 7.1 BW via de schakelbepaling van art. 7:47 BW van overeenkomstige toepassing zijn op de koop van vermogensrechten. Aangenomen wordt dat deze afdelingen aldus ook van toepassing zijn op de koop van aandelen.<sup>7</sup> Art. 7:47 BW bevat wel de beperking dat de bepalingen bij koop van vermogensrechten slechts van toepassing zijn voorzover dit in overeenstemming is met de aard van het vermogensrecht. Dit zou onder omstandigheden kunnen inhouden dat het recht van reclame niet kan worden ingeroepen bij een koop van aandelen of een onderneming.

## Wanneer het op betalen van de earn-out aankomt neigen kopers soms naar een (tegen)vordering op grond van garanties of vrijwaringen.

### Inspanningsverplichting van de koper

Een ander belangrijk juridisch aspect van earn-outs is dat de koper in het algemeen een inspanningsverplichting heeft om te zorgen dat de verkoper een maximale earn-out behaalt. Deze inspanningsverplichting vormt een beperking van de flexibiliteit en vrijheid van de koper. In een recente uitspraak oordeelde de rechtbank Rotterdam dat deze inspanningsverplichting van de koper naar verkeersopvatting voortvloeit uit de eisen van redelijkheid en billijkheid van art. 6:248 BW.<sup>8</sup> Blijkens de uitspraak geldt dit ook zonder dat de koper zich expliciet tot enige inspanning heeft verplicht. De omvang van de inspanningsverplichting wordt bepaald door de concrete omstandigheden van het geval. Daarbij speelt een rol wat partijen hierover tijdens de onderhandelingen over en weer hebben verklaard en wat zij dienaangaande van elkaar mochten verwachten.

Wanneer de koper tekortschiet in de nakoming van zijn inspanningsverplichting, is hij binnen de grenzen van art. 6:74 BW aansprakelijk voor de door de verkoper geleden schade. Volgens de bedoelde uitspraak van de rechtbank Rotterdam bestaat deze schade uit het bedrag van de

earn-outbetalingen die de koper had ontvangen zonder de tekortkomingen. Overigens heeft de rechtbank in de uitspraak ook overwogen dat een earn-out – zonder expliciete andersluidende regeling – in beginsel geen afbreuk doet aan de vrijheid van de koper om de doelvennootschap binnen de earn-out periode door te verkopen. De rechtbank overwoog dat ontwikkelingen in de (voor die zaak relevante) ICT branche snel kunnen gaan, en dat als de verkoper een waarborg had willen hebben dat de doelvennootschap tijdens de earn-out periode niet zou worden verkocht, het dan op de weg van de verkoper had gelegen om daarover in de koopovereenkomst expliciete afspraken te maken. Wij zien niet in dat dit voor andere bedrijfstakken dan ICT principieel anders zou liggen.

Dat de koper een inspanningsverplichting heeft, betekent niet dat de verkoper stil kan blijven zitten. Indien de verkoper meent dat de koper zijn inspanningsverplichting schendt, zal de klacht doorgaans zijn dat de koper meer actie moet nemen, of dat de koper of doelvennootschap een bepaald besluit, dat een negatief effect heeft op de financiële prestatie van de doelvennootschap, niet (verder) moet uitvoeren. In dergelijke gevallen zal nakoming van de inspanningsverplichting door de koper vaak nog mogelijk zijn. Met andere woorden: de verkoper zal de doelvennootschap tijdens de earn-outperiode moeten blijven volgen en de koper schriftelijk in gebreke moeten stellen wanneer hij meent dat koper zijn inspanningsverplichting niet nakomt. Alleen dan zal de verkoper zich met succes kunnen beroepen op een tekortkoming. In de hiervoor bedoelde zaak bij de rechtbank Rotterdam zag het er aanvankelijk veelbelovend uit voor de verkoper. Echter, doordat de verkoper had nagelaten de koper schriftelijk in gebreke te stellen in verband met de tekortkomingen in de nakoming van de inspanningsverplichting, strandden de vorderingen van de verkoper uiteindelijk toch.<sup>9</sup>

### Opschorting en verrekening

Een laatste aspect dat wij behandelen in verband met earn-outregelingen, is opschorting en verrekening. Wanneer het op betalen van de earn-out aankomt, neigen kopers in de praktijk soms naar een (tegen)vordering op grond van garanties of vrijwaringen. Voor een deel is dit te verklaren doordat de koper bij de vaststelling van de earn-out nog eens grondig naar de financiële situatie van de doelvennootschap gedurende de earn-outperiode kijkt. Tijdens een dergelijk onderzoek kunnen ook pre-overname zaken opkomen. Kwesties die al dan niet in de vergetelheid waren geraakt, en die volgens de koopovereenkomst nog in de risicosfeer liggen van de verkoper. Voor een ander deel kan een vermeende tegenclaim van de koper tactiek zijn om tot een lagere betalingsverplichting te komen. Immers, het sluitstuk van de (tegen)vordering zal zijn dat de koper het bedrag van de vermeende claim op de voet van art. 6:127 BW wil verrekenen met de earn-out, of in ieder geval

5 Aan terugvorderen wordt pas toegekomen na toepassing van art. 7:47, tweede zin BW en art. 7:39 lid 2 BW.

6 Overigens kan op grond van art. 7:41 BW het recht van reclame uitsluitend worden uitgeoefend voorzover het afgeleverde zich nog in dezelfde staat bevindt.

7 Zie o.a. G. Raaijmakers, *Garanties bij overnames*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers, 2002, p. 44.

8 Rb. Rotterdam 18 maart 2009, LJN BI1963 (IP-Com/Newtel Essence).

9 Rb. Rotterdam 5 augustus 2009, LJN BJ 5610 (IP-Com/Newtel Essence).

zijn betalingsverplichting voor dat deel wil opschorten op grond van art. 6:52/262 BW. Voor de koper, die dan al de gehele earn-outperiode heeft moeten wachten op de nabetaaling, is dat geen aantrekkelijke situatie.

Opschorting en verrekening zijn beide van regelend recht. Koper heeft dus de mogelijkheid om tijdens de onderhandelingen te bedingen dat deze bevoegdheden worden uitgesloten in verband met de earn-out. Voor de verkoper kan een van de beweegredenen voor een earn-outregeling juist zijn dat de earn-out dient als zekerheid voor de nakoming van garanties en vrijwaringen. Dit zal te meer gelden indien de koper geen andere zekerheid verkrijgt in verband met garanties en vrijwaringen, zoals een bankgarantie of escrowregeling. Het spreekt voor zich dat de koper zich tij-

dens de onderhandelingen dan op het standpunt zal stellen dat opschorting en verrekening niet worden uitgesloten.

### Afronding

Er zijn diverse beweegredenen om in het kader van een overname een earn-outregeling overeen te komen. In deze bijdrage hebben wij een aantal praktische en juridische aspecten van earn-outs behandeld vanuit het verschillende perspectief van koper en verkoper.

#### Over de auteurs

Mr. Marcel W.E. Evers en mr. Gaston J.P. Freijser zijn beiden advocaat bij De Breij Evers Boon te Amsterdam. Marcel Evers is tevens redacteur van *TOP*.