



# Earnouts in M&A transacties

François Mattelaer en Michel Hendrickx zijn managing partners van H&S & Partners, een adviesbureau gespecialiseerd in M&A van familiebedrijven.

---

## Inleiding

---

Bij bedrijfsovername- of overdrachten gebruikt men veel Engelstalige begrippen, waarover wij geregeld vragen krijgen. Daarom hebben wij besloten om enkele van deze begrippen nader toe te lichten. Dit is het eerste artikel in een reeks daarvan: over de earnout of de uitgestelde betaling bij overdracht.

De earnout-clausule, die vaak voorkomt in overname-transacties, is een regeling waarbij een deel van de overnameprijs afhankelijk wordt gemaakt van de toekomstige voorwaarden gedurende een periode na de overdracht van de aandelen. Dus een upfront betaling (in cash, aandelen of een mix) en één of meer uitgestelde betalingen (meestal in cash). Die uitgestelde betalingen bedragen normaal gemiddeld 10 à 30 % van de deal value.

Earnout-regelingen geven meestal aanleiding tot complexiteiten en nuances die de partijen dikwijls falen aan te

pakken. Earnout-provisies die niet klaar en helder geformuleerd zijn verhogen post-closing de kans op niet-gerealiseerde verwachtingen en conflictsituaties.

Terwijl aan de theoretische rationale voor earnouts niet te twifelen valt, nodigt de praktische implementatie ervan dikwijls uit op onzekerheid en getwist.

Dit artikel belicht de structurele elementen van earnouts en biedt voor lezers, die in een overnamesituatie zitten, mogelijkheden aan om de kost van en de kans op geschillen te minimaliseren.

---

## Waarom earnouts?

---



Aandeelhouders van kopende en verkopende firma's zijn blootgesteld aan een waarderingsrisico wanneer zij de prijs en de betalingswijze negotiëren bij een *mergers and acquisitions* (M&A) transactie.

Een eerste methode om aan dit waarderingsrisico te verhelpen is de de verkopende aandeelhouders te belonen met aandelen (ipv cash) van de kopende onderneming. De verkopende aandeelhouders kunnen echter de waarde van het koper's aandeel wantrouwen (de zogenaamde *moral hazard*). Daarom staan die meestal huiverig tegenover dergelijk bod tenzij die aangeboden worden met een aanzienlijke premie. In dit licht vormen earnout-regelingen, als tweede methode, een nuttige alternatieve betalingswijze wanneer de visies op de waardering tussen koper en verkoper zo uiteenlopend zijn dat de partijen geen akkoord op een vaste koopprijs vinden, dit door de zogenaamde *informatie-asymmetrie*. Deze informatie-asymmetrie komt meestal voor in een situatie waarbij de verkoper over betere en/of meer informatie over de waarde van de onderneming beschikt dan de koper. Dit is ondermeer het geval wanneer de target volatiele resultaten heeft of wanneer de target geen goede historiek van de resultaten heeft (bvb start-ups) - ook wanneer de target in belangrijke mate afhangt van een beperkt aantal klanten of wanneer de target een kleine activabasis heeft (bvb in de dienstensector).

Dus samengevat worden earnouts gebruikt niet alleen om de onzekerheid, door de informatie-asymmetrie geschapen, te dempen maar ook om de 'moral hazard' bij M&A-onderhandelingen weg te nemen.

---

## Voor-en nadelen van earnouts

---

Het basisconcept van een earnout is eenvoudig. Indien niet goed gestructureerd kan het echter tot hevige discussies tussen de partijen leiden en vooral op het moment dat de earnouts moeten uitbetaald worden.

Als een algemene regel moeten earnouts geschuwd worden. Desalniettemin kan het in de juiste omstandigheden nuttig zijn om een earnout te structureren.

Het grootste nadeel van het gebruiken van earnouts is hun tendens om op geschillen uit te draaien, niet alleen wat betreft de berekening van de earnout maar ook wat betreft het runnen van de business tijdens de earnout-periode:

- interpretatieverschillen over het winstbegrip: een zorgvuldige vastlegging in de overeenkomst hoe de earnout wordt berekend en door wie deze worden vastgesteld, is van cruciaal belang (zie verder);
- tegengestelde belangen kunnen tot meningsverschillen leiden: de verkoper wil meestal kortetermijn-resultaten boeken om de uiteindelijke overnamesom te maximaliseren terwijl de koper meest op lange termijn kijkt;
- botsende karakters en cultuurverschillen kunnen de samenwerking gedurende de earnout-periode bemoeilijken. Een voortijdig vertrek van de oude eigenaar met alle gevolgen vandien voor de earnout-regeling is zeker niet denkbeeldig. Een beperking van de earnout-periode is daarom raadzaam;

Het grootste voordeel voor de koper bij een earnout is het reduceren van het risico te veel voor een overname te betalen. Voor de verkoper is het grootste voordeel het feit dat de uitgestelde betaling meestal tot een hogere totale prijs leidt dan in het geval van een vaste aankoop zonder earnout.

Intrestvoeten staan nu laag, maar een ander pluspunt van earnout-regelingen is dat door het gebruik van een earnout ervan aan financieringsvereisten tegemoetgekomen worden.

Een earnout helpt ook een 'smooth transition' van de oude naar de nieuw eigenaar te bewerkstelligen. Door een earnout, wordt eveneens de geëngageerdheid en de motivatie van het huidige management verzekerd.

Een ander minder vermeld maar praktisch voordeel van earnouts is het feit dat terwijl de partijen negotiëren over de earnout-regeling, er meer en meer informatie beschikbaar komt, waardoor het waarderingsrisico van de overnemer gereduceerd wordt en de incentive voor de overgenomen onderneming de resultaten te maximaliseren vergroot.

---

### Wanneer earnouts?

---

Zoals boven vermeld zijn earnouts nuttig bij het aanpakken van informatie-asymmetrie. Dit is nu vooral het geval bij kleinere ondernemingen, daar zij het waarderingsrisico post-acquisitie het minst kunnen opvangen, vooral indien de target onderneming klein is (wat natuurlijkerwijze het geval is wanneer overnemer klein is) en dus meer kans op zeer volatiele resultaten heeft.

Meer specifiek zijn sommige types bedrijven meer gevoelig voor een waarderingsrisico. Dit geldt specifiek voor kleine niet-genoteerde familiale ondernemingen die in nieuwe sectoren opereren, high tech -firma's, start-ups, bedrijven met hoge immaterieel activa etc. Voor deze groep van ondernemingen kan men de toekomstige cashflows moeilijk inschatten. Hier levert de earnout-regeling inderdaad ook een goede oplossing.

Het gebruik van earnouts kan ook gemotiveerd zijn uit de intentie van de partijen om het management van de overgenomen onderneming te behouden. Management-behoud kan belangrijk zijn in gevallen waar de target hoge immateriële activa zoals goodwill en patenten op zijn balans heeft. Daar de doelondernemingen bij earnout-regelingen veelal klein zijn, zal dit management typisch ook de aandeelhouder zijn. De earnout-regeling levert daarbij voor de verkoper de drijfveer om in controle van het overgenomen bedrijf te blijven en dus de resultaten te maximaliseren en de earnouts uitbetaald te

krijgen. Een andere drijver kan het vastklikken van het management zijn, waarbij er voorkomen wordt dat ze een rivaliseerde business opzetten.

We noteren ook dat een earnout veelal niet aangewezen is in een situatie waarbij de koper het bedrijf integreert in zijn eigen bedrijf. Door de fusie van de twee bedrijven is het inderdaad moeilijk om nog vast te stellen wat het afzonderlijke resultaat van het gekochte bedrijf is. Bij een fusie zijn inderdaad alleen earnouts met niet-financiële voorwaarden (zie hieronder) praktisch te regelen.

Te noteren valt dat empirische studies in the UK en de VS, die onderzochten of M&A waarde creëert of vernietigt, hebben uitgewezen dat over de band genomen kleinere kopers bij de bekendmaking van M&A deals significante waardevermeerderingen kennen terwijl grotere spelers/ kopers aanzienlijke waardeverliezen lijden. Een van de hypothesen hierbij is die van de *managerial hubris* waarbij managers van grote ondernemingen over een overdosis zelfvertrouwen beschikken en dus de synergievoordelen van deals overschatten. De risicoverminderende kwaliteiten van earnout-regelingen bij grote ondernemingen zou op afwezigheid van 'managerial hubris' duiden. Het oververtrouwen van de koper kan dus tot een waarderingsfout leiden.

---

## Earnout-voorwaarden

---

Het belangrijkste aspect van elke earnout-regeling is de specifieke formule om de betalingen te berekenen. De partijen dienen daarbij eerst over een meeteenheid om de earnout te berkenenen overeen te komen.

De simpelste meeteenheden zijn omzet en, al naargelang de omstandigheden, het voorvallen van een specifieke gebeurtenis.

Verkopers hebben liefst omzet als meetvoet, daar deze minder te manipuleren valt. Kopers daarentegen hebben liefst een combinatie van omzet en winst(marge) als meeteenheid.

Hoe meer men naar beneden gaat op de resultatenrekening, hoe meer deze afhankelijk is van boekhoudkundige regels en

mogelijke manipulatie. In de praktijk, zullen daarom geauditeerde jaarrekeningen uitsluitend brengen.

Beide partijen zullen ook akkoord dienen te gaan met de *revenue recognition*-principes.

Er bestaan dus verschillende manieren om een earnout te berekenen:

## Financiële earnout-voorwaarden

---

### *Omzet*

Deze metriek wordt vooral gebruikt bij deals waarbij EBITDA nog negatief is, zoals bij start-ups.

### *EBITDA (operating cash flow of EBIT operating income)*

De EBITDA of de groei ervan is een veelgebruikte metriek om de earnout te berekenen. De logica erachter is dat ondernemingswaarderingen veelal op een *multiple* van de EBITDA berusten. Een verkoper zal meestal vragen voor een percentage van alle toekomstige EBITDA's te krijgen. Een koper, daartegenover, zal er hoogstwaarschijnlijk een cap op trachten te zetten.

Het grote nadeel van een formule gebaseerd op de EBITDA is dat de verkoper geen vat heeft op de earnings en dat een koper geneigd is te denken dat der EBITDA van vorige jaren overgewaardeerd was. En bovengrens op algemene kosten (of op het percentage ervan op de omzet) is een manier die beide partijen soms kan verzoenen.

### *Bruto of netto winst*

Simpel en vermindert de mogelijkheden tot manipulatie.

## Niet-financiële earnout-voorwaarden

---

Earnout-voorwaarden kunnen ook van niet-financiële aard zijn.

Een veel voorkomende voorwaarde is dat een sleutelfiguur een bepaalde periode in de onderneming actief moet blijven. In dit geval zal tijdens de earnout de CEO van de onderneming hoofd van de onderneming blijven. En teneinde de positie van de verkopende aandeelhouders te beschermen m.b.t. de uitgestelde vergoeding, zal de koper er zich meestal toe verbinden geen handelingen te stellen die afwijken van de lopende gang van zaken, met als doel of resultaat de onderneming in de mogelijkheid te stellen maximale winsten te realiseren vergelijkbaar met het verleden. Wanneer tijdens de earnout-periode de koper tegen de raadgevingen van de CEO ingaat teneinde de wijze waarop hij de zaken van de onderneming bestuurt te veranderen, zal in dit geval de koper onmiddellijk en volledig de (resterende) uitgestelde vergoeding van de earnout moeten betalen natuurlijk minus de eventueel variabele bedragen die reeds betaald zijn.

Andere voorbeelden van niet-financiële metrieke voorwaarden zijn:

- het hernieuwen van een sleutelcontract;
- een groei in een target metriek bvb het aantal verkochte producten;
- het lanceren van een nieuw product;
- het behalen van een vergunning.

---

### Het berekenen van de earnout

---

Om zich te beschermen tegen manipulatie van de earnout, zullen de partijen dikwijls overeenkomen bepaalde zaken te specificeren in de earnout-formule.

Eerst en vooral dient over de behandeling van de goodwill overeengekomen worden. De earnout-metriek (bvb winst na belastingen) zal ook genormaliseerd worden voor alle kosten

die gemaakt zijn door de onderneming in het kader van de acquisitie door de koper en alle upstream kosten naar de overnemende onderneming toe, zoals (intercompany) management fees, bijkomende financiële lasten (bv ten gevolge van een herstructurering van het kapitaal) en het brengen van wijzigingen in het boekhoudkundige waarderingsregels door de koper. Andere mogelijke specificaties van de earnout-formule kunnen betrekking hebben op de intresten betaald door de koper aan de earnout-entiteit en transacties met zusterondernemingen.

Ook dient overeengekomen worden wat te doen met inkomsten van uitzonderlijke of niet-terugkerende aard.

De earnout-metriek zal ook dienen genormaliseerd te worden voor alle kosten gemaakt door de onderneming in het kader van mogelijke nieuwe investeringen (bv implementatie nieuw computersysteem) op voorwaarde dat die investeringen voorafgaandelijk door de koper goedgekeurd zijn.

En last but not least dient bij de specificatie van de earnout-formule toegelicht worden wat er zal gebeuren in (1) gevallen van force majeure en (2) het effect van de verkoop door de koper van de earnout-onderneming.

Dus de les is behoedzaam te analyseren hoe de earnout zal berekend worden.

### *Welke GAAP?*

De jaarrekeningen van de verkochte ondernamen zullen natuurlijkerwijze door de koper opgesteld worden. Indien de verkoper twijfels heeft bij de betrouwbaarheid van de koper, kan hij contractueel eisen dat een derde partij de boeken van de verkochte onderneming voor een bepaalde tijd, meestal de ganse earnout-periode, nakijkt. Dit kan maar is een dure en tijdrovende oefening.

In elk geval dient men oog te hebben of en hoe de verloning van verkopende aandeelhouders die in de verkochte onderneming blijven werken, in de verkoopprijs berekend worden.

Voor het ogenblik staat de intrestvoet op een laag pitje, maar bij stijgende intresten, zal natuurlijk het intrestaspect in de uitgestelde betaling in overweging dienen genomen te worden.



### *Andere focuspunten*

- goodwill resulterend uit transactie;
- non-recurring expenses;
- overhead allocations;
- veranderende afschrijvingsmethodiek;
- voorzieningen voor slechte debiteuren;
- inventariswaardering.

---

## Het beheren van het verkochte bedrijf

---

Omdat door een earnout-regeling de uiteindelijke prijs zal afhangen van de resultaten van de verkochte onderneming zal de verkoper veelal een vorm van controle willen behouden. Zo zou de verkoper een zetel in de raad van bestuur van het verkochte bedrijf kunnen opeisen. Ook zou hij kunnen bekomen dat hij bij belangrijke beslissingen, die de resultaten tijdens de earnout-periode kunnen beïnvloeden, betrokken wordt: zo kan bv contractueel overeengekomen worden wat te doen bij het (i) aanwerven en ontslaan van sleutelpersoneel of (ii) de fusie van de verkochte onderneming met andere ondernemingen.

Het kan belangrijk zijn dat koper en verkoper over het businessplan overeenkomen en op mekaar afstemmen welke controle de verkoper nog over de onderneming zal hebben (zie ook hierboven). De verkoper kan hierbij het overzicht over het operationele en commercieel luik aan de overlater geven: indien voor de buitenwereld de verkoper een zekere mate van controle lijkt behouden, kan dat veelal een goede zaak zijn voor zowel de verkoper als de koper.

---

## Tijdsperiode

---

De lengte van de earnout-periode zal ondermeer afhangen van de sector en het soort producten of diensten die de target onderneming verkoopt. Typisch varieert een earnout-periode tussen de 2 en 5 jaar.

Een earnout regeling kan voor een periode van meerdere jaren na de closing duren of kan eindigen wanneer een afgesproken drempel is bereikt. Normaal zal zowel de berekening als de earnout jaarlijks geschieden, alhoewel dit een zaak betreft die tijdens de deal-negotiaties afgesproken wordt. Zo kan als een alternatief voor de jaarlijkse uitbetalingen een eenmalige betaling aan het einde van de earnout-periode afgesproken worden. Dergelijke betaling kan dan gebaseerd worden op bvb (i) de gemiddelde jaarlijkse winst gedurende de earnout-periode of (ii) de gecumuleerde winst gedurende die periode.

Partijen spreken ook dikwijls minimum en maximum earnout-betalingen af.

Volgens ons is het beter een kortere earnout-periode af te spreken. Die kan dan later met wederzijdse toestemming verlengd worden.

---

## Fiscale consideraties

---

De fiscale consideraties van earnouts kunnen complex zijn en we raden zeker aan advies bij fiscalisten in te winnen. We halen hier enkele punten aan.

### *Bij de koper*

De vraag is hoe de koper de earnout in zijn jaarrekening mag inschrijven. Laat ons er even van uitgaan dat vijf jaar lang de vooropgezette earnout-doelstellingen probleemloos wordt gehaald. Mogen die te betalen earnouts dan meteen per boekjaar als kosten worden geboekt?

Het Hof van Cassatie vindt van niet (TFR, 2011/24)(Jan Verhoeye, 17/5/11°). Elke earnout-betaling moet op zich als immaterieel actief afgeschreven worden. In een arrest van 23 april 2010 verwijst het Hof naar de Commissie voor Boekhoudkundige Normen (CBN). Die stelt in advies 126/10 dat de variabele vergoedingen over de resterende looptijd moeten worden afgeschreven.

Daardoor is het duidelijk dat elke earnout moet worden afgeschreven. Maar hoe? Als alles afgeschreven wordt over vijf jaar, stelt de CBN dat in ons voorbeeld de earnout over vijf jaar moet worden afgeschreven, de tweede over vier jaar en de derde in drie jaar. De fiscus ziet het anders dan de CBN vermits volgens de administratie twee bepalingen in het fiscaal wetboek afwijken van het boekhoudrecht. De eerste zegt dat immateriële vaste activa minstens op vijf jaar lineair afgeschreven moeten worden. Daarnaast kunnen geen afschrijvingen ingehaald worden voor voorbije periodes. De fiscus stelt dus dat als de tweede en de derde earnout over vier en drie jaar worden afgeschreven, respectievelijk het eerste en het tweede jaar wordt ingehaald. En dat kan niet volgens het jaarbeginsel dat geldt voor beroepskosten.

Dus moeten die drie earnout-schijven elk afzonderlijk over vijf jaar in kosten via afschrijvingen afgeschreven worden.

### *Bij de verkoper natuurlijk persoon*

Meerwaarden op aandelen die door een natuurlijk persoon buiten zijn beroepswerkzaamheid worden gerealiseerd, zijn principieel vrijgesteld van belastingen. Dit principe van vrijstelling is enkel enkel van toepassing wanneer er sprake is van een 'normaal beheer van een privévermogen'. Dit is een loutere feitenkwesitie. Of een transactie onder het 'normaal beheer van een privévermogen' valt, is afhankelijk van de specifieke feiten en de concrete omstandigheden - hierover heeft de rechter de ultieme beoordelingsbevoegdheid.

De verkoper dient erover te waken dat de earnout-vergoeding niet geherkwalificeerd wordt als management fee. Dit zou leiden tot de earnout geherkwalificeerd te worden als beroepsinkomen en dus belastbaar aan het progressief tarief van de personenbelasting. Er valt dus op te letten hoe de earnout-clausule in de overnameovereenkomst geformuleerd wordt. Zo zal een earnout-clausule die teveel refereert naar de rol die de verkoper na overname speelt, de kans op herkwalificatie kunnen vergroten, zeker indien de verkoper geen aparte verloning voor zijn werkzaamheden na overname krijgt.

### *Bij de verkoper vennootschap*

De fiscaliteit op meerwaarden bij aandelen die door een vennootschap worden gerealiseerd, is minder complex dan bij de verkoop van een aandelenpakket door een natuurlijk persoon.

De meerwaarden op aandelen zijn vrijgesteld mits naleving van drie voorwaarden: de taxatie-(de overgenomen vennootschap wordt normaal belast), de permanentie- (de verkoper houdt een participatie aan van minstens 10 % of een aanschaffingswaarde van 2,5 Mio Uur in volle eigendom) en de participatievoorwaarde (de participatie wordt gedurende ten minste één jaar aangehouden°).

Indien de drie voorwaarden niet cumulatief voldaan wordt, zullen de meerwaarden onderhield zijn aan vennootschapsbelasting.

---

## Betaling van de earnout

---

De earnout zal meestal op een geblokkeerde escrow-rekening overgemaakt worden en is, als aan de voorwaarden van de earnout voldaan is, verschuldigd en betaalbaar zijn op de overeengekomen data.

De verkoper zal erover moeten waken dat de verkochte entiteit geen dividenden kan uitkeren gedurende de earnout-periode. Hij kan ook een waarborg op de activa van de verkochte onderneming vragen.

---

## Geschillen

---

Nietegenstaande de vele voordelen van een earnout-regeling, ontstaan er bij deze M&A-transacties dikwijls geschillen. Een van de meest voorkomende geschillen betreft dossiers waarbij de koper verweten wordt niet voldoende steun aan de overgenomen onderneming ,bvb door ontoereikend werkkapitaal, ontoereikende commerciële ondersteuning, etc, verleend te hebben. Dit is des te meer het geval indien de overgenomen onderneming post-merger niet als stand-alone onderneming opereert.

Daarom de boutade dat earnouts veelal de huidige onenigheid over de prijs transformeert in een toekomstig geschil over resultaat.

---

## De reverse earnout

---

Bij een gewone earnout krijgt de verkoper een basisbedrag en daarna earnout-bealingen mits aan bepaalde voorwaarden voldaan is. Bij een *reverse earnout* werkt het net andersom: de verkoper verkrijgt onmiddellijk de totale som van de verkoopprijs en moet slechts een (deel van de) earnout terugbetalen als aan de earnout-voorwaarden niet voldaan is.

Reverse earnouts komen in de praktijk zelden voor. Kopers zien dit niet graag omdat het waarderingsrisico terug op hen valt. Verkopers daarentegen wel: de bal (om te bewijzen dat aan de earnout-voorwaarden niet voldaan werd) ligt nu immers in het koperskamp ; en hij wordt daarbij meteen in een keer uitbetaald.

---

## Besluit

---

Waarderingen bij fusies en overnames zijn altijd een centraal thema. De verkoper wilt de hoogste prijs bedingen terwijl de koper onzeker is over kwesties zoals de groei van de onderneming en wilt zo een spreekwoordelijke stok achter de deur willen houden.

Earnouts kunnen in bepaalde gevallen de meest geschikte methode zijn om de waarderingskloof tussen koper en verkoper te overbruggen: earnout dus als een brug tussen een optimistische verkoper en een sceptische koper.

De earnout-regelingen worden dan ook meer en meer gebruikt, vooral bij kleinere spelers.

Het is voor de beide partijen echter aangeraden om goed voorbereid te zijn om valkuilen te vermijden teneinde geschillen, die in earnout-situaties veel voorkomen, te vóórkomen.