

## Het informatiememorandum

*Willem Smeets*

**Het resultaat van een verkooptransactie is mede afhankelijk van de kwaliteit van de voorbereiding. Het opmaken van een goed informatiememorandum is een belangrijk onderdeel van deze voorbereiding.**

Het informatiememorandum, ook wel verkoopmemorandum genoemd, is een document dat wordt opgesteld in het kader van een voorgenomen verkoop van een onderneming. Ook voor het interesseren van externe participanten kan een dergelijk memorandum worden opgesteld. Daar waar in het vervolg van dit hoofdstuk wordt gesproken over verkoop van een onderneming, worden ook andere situaties bedoeld, waarin het opmaken van een informatiememorandum gewenst is, zoals het aantrekken van additioneel vermogen.

Doelstelling van het informatiememorandum is het verstrekken van informatie over de te koop aangeboden onderneming aan een potentiële koper of een externe participant. Een dergelijk memo moet goed leesbaar zijn en een helder en betrouwbaar beeld geven van het te verkopen bedrijf. Anderzijds moet het verkoopmemorandum niet te veel gevoelige informatie verschaffen.

Het informatiememorandum vervult een belangrijke rol in het proces van koop en verkoop van een onderneming. De kandidaat-koper kan nagaan of het profiel van de te koop aangeboden onderneming beantwoordt aan de geformuleerde wensen ten aanzien van een acquisitiekandidaat. Verder verkrijgt de kandidaat-koper meer informatie dan beschikbaar is op basis van openbare informatie, zoals gepubliceerde jaarrekeningen, foldermateriaal, kredietinformatie.

Door het opmaken van het informatiememorandum geeft de verkoper wellicht informatie prijs aan kandidaat-kopers, die niet op een andere manier toegankelijk zou zijn voor deze kopers. Onder de kandidaat-kopers kunnen zich ook concurrenten, leveranciers of afnemers bevinden. Aangezien uiteindelijk niet met al deze partijen tot overeenstemming kan worden gekomen omtrent de aankoop van de onderneming, kan de ongewenste situatie ontstaan, dat na afloop van een bedrijfsverkoop andere strategische partijen beschikken over meer informatie dan de onderneming of de uiteindelijke koper van de onderneming lief is.

Derhalve zal bij het opmaken van het verkoopmemorandum een goede balans moeten worden gevonden tussen aspecten zoals:

- het oppoetsen van de in de etalage gezette onderneming;
- het geven van relevante informatie ten behoeve van kandidaat-kopers;
- het niet meer verstrekken van informatie, dan strikt noodzakelijk gewenst.

De vorm, de inhoud en de diepgang van het informatiememorandum alsmede eventuele van toepassing zijnde wettelijke bepalingen kunnen verschillen. Deze aspecten zijn mede afhankelijk van het open of het besloten karakter van de kring van potentiële kopers.

In het navolgende zal dieper worden ingegaan op verschillende aspecten die van invloed kunnen zijn bij het opmaken van het informatiememorandum.

### **De plaats van het informatiememorandum in het verkoopproces**

Indien niet wordt gekozen voor een verkoop binnen de kring van meewerkende familieleden, het zittende management of door middel van een beursintroductie is het opstellen van een (anonieme) profielschets vaak een belangrijke eerste stap in het verkoopproces. Middels een dergelijk profiel kan belangstelling worden gewerkt bij de doelgroep van mogelijke kopers. Veelal zal deze informatie beperkt en anoniem zijn. Nadat de adviseur van de verkoper een blijk van belangstelling heeft ontvangen van een kandidaat-koper kan worden overgegaan tot de volgende stap, namelijk het verzenden van het informatiememorandum.

Het verloop van het verkoopproces, alsmede de opmaak van een informatiememorandum zal in belangrijke mate worden beïnvloed door de gemaakte keuze omtrent de wijze van verkoop. Indien gekozen wordt voor een beursintroductie of de verkoop aan de hoogst biedende strategische koper, dan zal het belang van het opmaken van een informatiememorandum anders zijn dan bij overdracht van de onderneming aan de meewerkende kinderen of het zittende management

Door middel van het verkoopmemorandum informeert de verkoper de kandidaat-kopers omtrent het te koop aangeboden bedrijf. Het moge duidelijk zijn dat de verstrekte informatie positief gekleurd zal zijn door de verkoper. Immers de verkoper wil zijn koopwaar aanprijzen. Anderzijds moet de verkoper ervoor waken zijn onderneming niet te rooskleurig voor te stellen. Hierdoor kunnen de verwachtingen van de kandidaat-kopers hoger worden dan is gerechtvaardigd op grond van de feiten en omstandigheden. Indien aan het einde van het verkoopproces, ten tijde van het namens de mogelijke kopers uitgevoerde due diligence onderzoek, blijkt, dat het verkoopmemorandum een te positieve weergave is geweest van de werkelijkheid, dan zou de kandidaat-koper teleurgesteld kunnen afzien van de koop. Aangezien een due diligence onderzoek pas in de laatste fase van het verkoopproces plaatsvindt, zal het voor de verkoper in dat geval moeilijk zijn om terug te gaan naar een andere kandidaat-koper, die in een eerder stadium door de koper is afgewezen. Indien deze alsnog belangstelling heeft voor de overname van de onderneming, dan is het niet uitgesloten, dat dankbaar gebruik wordt gemaakt van de wetenschap dat de, in de ogen van de verkoper, meest gereede koper heeft afgezien van de deal.

Uit het bovenstaande blijkt dat bij het opmaken van het verkoopmemorandum een gezonde balans moet worden gevonden tussen het voorzien in de informatiebehoefte van de kandidaat-kopers en het prijsgeven van gevoelige informatie door de verkopers. Een bedrijfsovername is voor een koper een aangelegenheid die risico's en onzekerheden met zich brengen. Deze onzekerheden kunnen door het verstrekken van informatie worden verminderd.

De verkoper zal alleen bereid zijn om extra informatie te verstrekken indien meer zekerheid wordt verkregen van de mogelijke koper omtrent de kans op een succesvolle verkoop. Veelal zal deze additionele informatie betrekking hebben op concurrentiegevoelige zaken. Uitlekken van dergelijke informatie kan nadelige gevolgen hebben voor de te verkopen onderneming in het geval de deal geen doorgang vindt. Derhalve zal er permanent een afweging worden gemaakt ten aanzien van welke informatie op welk tijdstip in het verkoopproces aan een kandidaat-koper ter beschikking wordt gesteld. Het al dan niet verstrekken van informatie wordt hiermee een belangrijk aspect in het gehele verkoop- en onderhandelingsproces.

Naarmate het verkoopproces vordert en de kans op een geslaagde verkooptransactie stijgt zal de verkoper meer bereid zijn om te voldoen aan de informatiewensen van de kandidaat-koper. Teneinde dit proces beter te kunnen beheersen zal de verkoper trachten een verdergaand commitment te verkrijgen van de kandidaat-koper door het bedingen van strafbepalingen. Indien de kandidaat-koper besluit in een vergevorderd stadium alsnog af te haken, dan kan dit niet straffeloos meer gebeuren.

Alvorens tot de definitieve koop te zullen overgaan, zal de kandidaat-koper de juistheid en volledigheid van de verstrekte gegevens willen verifiëren. Met name wil de koper weten of er 'geen lijken in de kast' verborgen zijn. Daartoe zal de koper een due diligence onderzoek willen laten uitvoeren. Indien hieruit zwaarwegende zaken of risico's naar voren komen, die niet eerder in het aankoopproces naar voren zijn gekomen, dan kan de kandidaat-koper besluiten om af te zien van de voorgenomen bedrijfsovername. In het andere geval kan de koper deze bevindingen gebruiken om de aankoopprijs te verminderen of om extra garanties en zekerheden te eisen van de verkoper.

De verkoper zal niet blij zal zijn met dergelijke ontwikkelingen. Immers naarmate het verkoopproces vordert kan de onderhandelingspositie van de kandidaat-koper steviger worden. De mogelijke koper weet dat hij wellicht de enig overgebleven kandidaat is en dat teruggaan naar eerder afgewezen kandidaat-kopers geen aantrekkelijk alternatief is voor de verkoper. Het is daarom verstandig dat de verkoper voorafgaand aan het te koop aanbieden van de onderneming een uitgebreid intern due diligence onderzoek laat verrichten door gespecialiseerde externe adviseurs. Zodoende kunnen de geconstateerde zaken, die verbetering behoeven, hetzij worden 'gerepareerd' voordat de onderneming te koop wordt aangeboden, hetzij tijdig worden gemeld aan de kandidaat-koper. Zodoende kunnen de uitkomsten van dit due diligence onderzoek een belangrijke bron vormen voor het opnemen van informatie in het verkoopmemorandum.

Het informatiememorandum is veelal vertrouwelijk van aard. Derhalve zal een kandidaat-koper pas inzage krijgen in of een kopie ontvangen van het informatiememorandum nadat een geheimhoudingsverklaring is getekend.

De hiervoor weergegeven aspecten betreffen met name de onderhandse verkoop binnen een zogenaamde besloten kring. Indien de verkoop plaats vindt door middel van een openbare plaatsing of een beursintroductie, dan gelden er bijzondere regels voor het opmaken van het informatiememorandum. In dergelijke situaties wordt het informatiememorandum prospectus genoemd.

### **De doelstellingen van het informatiememorandum**

Het verkoopmemorandum is het logische vervolg op de profielschets. Met het opmaken van het verkoopmemorandum kan de verkoper meerdere doelstellingen realiseren, zoals:

het wekken van verdere belangstelling van de kandidaat-kopers;  
het behulpzaam zijn van de potentiële kopers in het proces van het vergaren van informatie door:

- a. te anticiperen op vragen van belangstellende kopers en;
- b. in redelijke mate te voorzien in deze informatiebehoefte.

3. het beperken van mogelijke onrust binnen de eigen organisatie alsmede het beperken van nadelige effecten op de eigen day to day business, doordat het proces van het vergaren en het verstrekken van informatie goed gepland en gecoördineerd kan verlopen;
4. het doceren van de informatievoorziening waardoor het prijsgeven van concurrentiegevoelige informatie tot een uiterst minimum kan worden beperkt;
5. het creëren van een uitgangspunt voor verdere onderhandelingen.

Middels het verkoopmemorandum kan de verkoper informatie verstrekken aan de potentiële kopers. Hierdoor kunnen mogelijke onzekerheden ten gevolge van onwetendheid bij de kandidaat-koper worden verminderd. Daartoe dient het informatiememorandum een helder en een waarheidsgetrouw beeld te geven van het te verkopen bedrijf.

Het opstellen van een goed informatiememorandum vereist inlevingsvermogen. De verkoper zal zich moeten afvragen welke informatie het meest relevant zou kunnen zijn voor een kandidaat-koper. Zodoende kan de verkoper reeds belangrijke vragen van de kandidaat-koper beantwoorden door deze informatie op te nemen in het verkoopmemorandum. Tevens kan hierdoor de invloed van het bevredigen van de informatiebehoefte van de kandidaat-koper op het onderhandelingsproces worden verminderd.

Gezien de plaats van het informatiememorandum in het verkoopproces heeft ook de verkoper er belang bij, dat voordat informatie wordt verstrekt aan kandidaat-kopers, men op de hoogte is van alle zwakke punten binnen de organisatie. Dit kan men bereiken door intern een uitgebreid due diligence onderzoek te laten uitvoeren. De hierin naar voren gekomen aandachtsvelden kunnen voorafgaand aan de verkoop worden gecorrigeerd respectievelijk worden opgevolgd dan wel worden vermeld in het memorandum. Indien de koper in het laatste traject van het acquisitieproces zwakheden of risico's ontdekt, die niet in een eerder stadium zijn gesignaleerd of vermeld aan de kandidaat koper, kan dit leiden tot:

- het afzien van de acquisitie;
- het neerwaarts aanpassen van de prijs;
- het opnemen van extra garanties en zekerheden in de koop- en verkoopovereenkomst

In het verkoopmemorandum zal men dus een gezond é balans dienen te vinden tussen enerzijds het benadrukken van de positieve kanten van de onderneming en de aantrekkelijkheid van de onderneming voor een koper en anderzijds het vermelden van de zwakke punten binnen de organisatie en de risico's verbonden aan de onderneming en haar activiteiten. Afhankelijk van de aanwezigheid van meerdere serieuze kandidaat-kopers, de aantrekkelijkheid van de te koop aangeboden onderneming of de aantrekkingskracht van de branche waarin de overnamekandidaat opereert, is de verkoper in staat het verkoopproces in meer of mindere mate te dicteren. Indien het te verkopen bedrijf een gewild object is en er veel belangstelling wordt getoond, kan de verkoper meerdere aspecten van de verkoop naar zijn hand zetten. Zo kan het voorkomen dat als bijlage in het verkoopmemorandum reeds de concept koop- en verkoopovereenkomst is opgenomen. Eveneens kan het voorkomen dat in het verkoopmemorandum al een (minimum)prijs wordt vermeld. Kandidaat-kopers worden dan

feitelijk uitgenodigd om tegen elkaar op te bieden. Voorts kan het informatiememorandum de spelregels vermelden die relevant zullen zijn voor het verkoopproces.

Door middel van het opstellen van een verkoopmemorandum is de verkoper in staat om het proces van het informeren van de kandidaat-kopers te kunnen sturen en beheersen. De dosering van de informatieverstrekking heeft de verkoper in eigen hand.

Het uiteindelijk resultaat van een verkooptransactie is mede afhankelijk van de kwaliteit van de voorbereiding. Het opmaken van een goed verkoopmemorandum is een belangrijk onderdeel van de voorbereiding door de verkoper. Deze zal zich moeten realiseren dat de kandidaat-kopers behoefte hebben aan relevante en gedegen informatie. Bovendien heeft de verkoper met een goed informatiememorandum een belangrijk instrument voorhanden om een deel van het verkoopproces zo efficiënt en effectief mogelijk te laten verlopen, terwijl het beslag op de interne organisatie goed kan worden gepland en gecoördineerd. Dit kan onnodige onrust binnen het te verkopen bedrijf voorkomen.

Indien er geen verkoopmemorandum wordt opgesteld en de verkoper toch meerdere kandidaatkopers wil uitnodigen, teneinde deze in een latere fase tegen elkaar te kunnen laten opbieden, dan kan het beantwoorden aan de informatiebehoeften van de verschillende verkopers frustrerend zijn voor zowel de kandidaat kopers als voor de verkoper. De kandidaat-kopers zullen allen hun vragenlijsten indienen, hetgeen beslag zal leggen op de organisatie. Het beantwoorden van al deze (relevante en minder-relevante) vragen vergt immers inspanning van het management en de staffunctionarissen van de aangeboden onderneming. Daarnaast zal de verkopende partij zich permanent afvragen of zij bereid is alle gevraagde informatie op dat moment reeds ter beschikking te stellen aan de kandidaat-koper. In dat geval is het spel van het stellen van vragen en de bereidheid van de verkoper om deze te volledig te beantwoorden reeds een onderdeel geworden van het onderhandelingspel. Bovendien zal de vragenstellende kandidaat-koper geduld moeten betrachten alvorens zijn informatiebehoefte kan worden bevredigd. Dit tijdsbestek kan het enthousiasme van de kopende partij doen verminderen, de snelheid uit het verkoopproces halen en een negatieve invloed hebben op de efficiëntie aan de zijde van kandidaatkoper. Bovendien kan de indruk van de kandidaat-koper omtrent de professionele kwaliteit van de te koop aangeboden onderneming in negatieve zin worden beïnvloed.

Het opstellen van het informatiememorandum zal uiteraard ook zijn beslag hebben op de interne organisatie. De verkoper heeft echter de mogelijkheid om dit proces meer gecoördineerd te laten verlopen, waardoor de druk op de interne organisatie tot een uiterst minimum kan worden beperkt. Het vergaren van de gegevens die benodigd zijn voor het opstellen van het informatiememorandum kan dan plaats vinden op tijdstippen die de verschillende afdelingen van het te koop aangeboden bedrijf het beste conveniëren. Voorts kan het ter beschikking stellen van een verkoopmemorandum de snelheid van het verkoopproces bevorderen en mogelijke discussies voorkomen omtrent het al dan niet volledig beantwoorden van vragen.

### **De inhoud van het informatiememorandum**

Er zijn geen harde richtlijnen voor het opnemen van informatie in het verkoopmemorandum. Dit in tegenstelling tot de bepalingen ten aanzien van het prospectus. De inhoud alsmede de

diepgang wordt in ieder geval mede bepaald door de gekozen verkoopmethode. Kandidaat-kopers binnen de directe omgeving van de verkoper, zoals de beoogde opvolger binnen familieverband of het zittende management, beschikken reeds over diepgaande kennis omtrent het over te dragen bedrijf. Andere kandidaat-kopers beschikken niet over deze gedetailleerde kennis. Met name voor hen is een goed verkoopmemorandum een belangrijke bron voor nadere oriëntatie omtrent een mogelijke overname alsmede de basis voor verdere onderhandelingen. Bij het opmaken van het informatiememorandum zal een gezonde balans moeten worden gevonden tussen de gewenste informatie bij de kandidaat-kopers enerzijds en anderzijds de bereidheid van de verkoper om informatie vrij te geven alsmede het afbreukrisico voor de verkopende organisatie indien gegevens omtrent de onderneming ter beschikking komen van andere partijen dan de uiteindelijke koper.

Het niet vermelden van belangrijke informatie of risico's kan ook nadelige gevolgen hebben voor de verkoper. De kandidaat-koper zou in dat geval tijdens zijn due diligence werkzaamheden kunnen stuiten op belangrijke risico's, die hem er toe dwingen van de koop af te zien of additionele gronden geven om de koopvoorwaarden meer naar zijn hand te kunnen zetten. Indien de mogelijkheden tot het uitvoeren van een due diligence door de kandidaat-koper beperkt zijn, kan de inhoud van de verkoopmemorandum voor de koper een bron zijn om zich nadien te kunnen beroepen op dwaling of 'verborgen gebreken'.

Het gewenste informatieprofiel alsmede de diepgang van de te verstrekken informatie kan bij iedere beoogde transactie verschillen. Men moet zich enerzijds laten leiden door de veronderstelde informatiewensen van de kandidaat-koper en de bereidheid om deze informatie te verstrekken. Anderzijds zal de verkoper zich moeten realiseren dat het weglaten van bepaalde (negatieve) informatie ook risico's met zich brengt.

### **De verantwoordelijkheid voor de inhoud van het informatiememorandum**

Zoals gezegd bestaan er geen vaste richtlijnen voor de inrichting, de inhoud en diepgang van het memorandum. Dit zal de verkopende partij moeten bepalen aan de hand van de verschillende hiervoor beschreven overwegingen. De primaire verantwoordelijkheid voor de inhoud van het verkoopmemorandum ligt bij de directie van de te koop aangeboden onderneming. Daarom is een mededeling van de directie dat de in het informatiememorandum verstrekte gegevens juist en volledig zijn bijzonder belangrijk.

De verantwoordelijkheid van de verkoper voor de juistheid en volledigheid van de inhoud van het informatiememorandum ontslaat de kandidaat-koper niet van haar 'verplichting' tot het verrichten van een zelfstandig onderzoek indien men serieuze interesse heeft om de onderneming over te nemen. Op basis van dit onderzoek kan de kandidaat-koper vaststellen dat de hem ter beschikking gestelde informatie juist en volledig is. Echter niet onder alle omstandigheden krijgt de kandidaat-koper de mogelijkheid om zelfstandig een uitgebreide due diligence te kunnen verrichten. Indien de koper nadien zaken en situaties aantreft, die anders zijn dan hem in een eerder stadium waren voorgeschoteld, dan kan de koper zich beroepen op de inhoud van het informatiememorandum en aanspraak maken op de verkregen garanties en de gestelde zekerheden. Tevens zou de kopende partij zich op het standpunt kunnen stellen dat hij op belangrijke punten op het verkeerde been is gezet en derhalve is misleid. Naarmate de kandidaat-koper minder mogelijkheden heeft gehad om zelfstandig een uitgebreid due diligence onderzoek te verrichten, zal de verantwoordelijkheid van de verkopende partij voor de juiste en volledige inhoud van het verkoopmemorandum toenemen.

Literatuurlijst

- Notering op de Amsterdamse Effectenbeurs, Amsterdam Exchanges, februari 1994*
2. *Banking Yearbook 1995, The Netherlands, Mr. G.J. Bolderman*
  3. *Handboek Corporate Finance 1999, Hoofdstuk 8 De Beursgang, Mr. N.B. Spoor en Mr. J.E.A.M. de Bruijn, Dordrecht 1999*
  - Bedrijf te Koop, Hoofdstuk 18 De Gang van zaken bij verkoop, J. Dalhuisen RA en Mr. M.J. van Dieren, Amsterdam 1997*
  5. *Recente ontwikkelingen rond de prospectusaansprakelijkheid, Mr. M.A. Blom, Dossier 28, 1997*
  6. *Naar de Amsterdamse Beurs, Mr. K. Frielink, Dossier 28, 1997*
  7. *Nieuwe wet eist vaker prospectus bij aanbod van effecten, Mr. J.C. Schreuder, Account, maart 1990*  
*Richtlijn van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbieding van effecten, Publikatieblad van de Europese Gemeenschap Nr. L 124, 5 mei 1989*
  9. *Nieuwe Europese voorschriften voor het prospectus, Mr. M.Ph. van Sint Truiden, Bedrijfseconomische Berichten, vol.nr. 17, augustus 1989*

*Willem J.M. Smeets RA RV is directeur en mede-oprichter van HBH Corporate Finance B.V. te Amsterdam. Hij is register valuator en registeraccountant. Tot zijn specialismen behoren onder meer.: waardebepalingen en het verkoop rijp maken van ondernemingen, due diligence onderzoeken en het opstellen van verkoopmemoranda*