

Alarmsignalen in het controleverslag aangaande foutgelopen fusies

Stef Houben

promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding als Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen met als afstudeerrichting Accountancy en Financiering. De eindverhandeling heeft mij in staat gesteld diepere inzichten te krijgen in het reilen en zeilen van fusies en overnames (M&A's), de daarmee gepaard gaande problemen en de manier waarop de auditor omgaat met dergelijke M&A problemen.

Het resultaat van de eindverhandeling is mede te danken aan de hulp van andere personen. Bij dezen wil ik dan ook van de gelegenheid gebruik maken om hen te bedanken. In de eerste plaats wens ik mijn promotor Prof. Dr. Roger Mercken te bedanken voor zijn deskundige begeleiding tijdens het gehele proces dat leidde tot de uiteindelijke eindverhandeling. Verder wil ik ook de heer Dominique Roux bedanken voor het interview dat ik bij hem mocht afnemen. Als bedrijfsrevisor bij Deloitte Hasselt kon hij mij een adequate praktijkvisie geven in verband met de rol van een bedrijfsrevisor.

Ten slotte wens ik mijn ouders en mijn broer te bedanken voor de steun die ik van hen kreeg tijdens de gehele opleiding aan de universiteit en voornamelijk tijdens het schrijven van de eindverhandeling.

Stef Houben

Mei 2010

Samenvatting

De eindverhandeling heeft als doel te achterhalen in hoeverre alarmsignalen worden opgenomen in een controleverslag bij foutgelopen fusies of overnames (M&A's). Het spreekt voor zich dat de controleverslagen, voorafgaand aan de fusie of overname, het voorwerp zijn van het praktijkonderzoek. Maar ook de controleverslagen van het jaar of van de jaren na de fusie of overname zijn van belang want ook deze controleverslagen kunnen alarmsignalen bevatten in verband met de ondernomen fusie of overname. Alvorens de praktijkcases aan bod komen, worden de theoretische aspecten in verband met fusies & overnames en auditing besproken. In totaal bestaat de eindverhandeling uit vier delen, namelijk een deel in verband met de methodologische aspecten (deel 1), een literatuurstudie in verband met fusies en overnames (deel 2), een literatuurstudie in verband met auditing (deel 3) en ten slotte een interview en een zestal praktijkcases (deel 4) die de werkelijkheid toetsen aan de theoretische inzichten.

De theoretische behandeling van fusies en overnames geeft voornamelijk een inzicht in allerlei factoren die bijdragen tot het succes, of net het falen, van een M&A. Het falen van een M&A houdt niet noodzakelijk in dat de onderneming het faillissement moet aanvragen, het kan evengoed inhouden dat synergie-effecten of specifiek vooropgestelde doelen niet bereikt worden. De reden voor een foutgelopen fusie of overname is te vinden in een ontoereikend risicomangement. Elke fase in de het M&A proces heeft eigen risico's. Zo kunnen volgende fases onderscheiden worden: de due diligence en de waarbepaling in de voorbereidingsfase, de M&A deal en de integratiefase.

In de voorbereidingsfase bestaat de kans dat ondernemingen een ontoereikende doorlichting ondernemen. Hierbij lopen ze het risico dat er na de M&A nog *lijken uit de kast vallen* die de onderneming met zware onvoorziene kosten kan opzadelen. Wil men later problemen vermijden, dan moet de onderneming grondig de targetonderneming doorlichten. Elk aspect is daarbij van belang, namelijk een doorlichting van de boekhouding, allerlei juridische materies, de bedrijfscultuur, de werknemers en de externe omgeving van de target. Een ander moeilijk aspect in de voorbereidingsfase is het plakken van een waarde op de targetonderneming. Er zijn tal van methoden om een waarde te bepalen. Vandaar dat er (grote) verschillen kunnen bestaan tussen de waarden. Fusiepartners kunnen verschillende waarden hanteren voor de verhoudingen van de te verdelen aandelen van de nieuwe entiteit. De overnemer en overgenomen partij kunnen er uiteraard ook andere waarden op nahouden. Het gevolg kan zijn dat er extra lang onderhandeld moet worden en dat de prijs uiteindelijk een pak hoger zal liggen dan eerder verwacht. Daarbij komt nog dat ondernemingen vaak een prijspremie betalen boven de overeengekomen waarde. De M&A kan bijgevolg op financieel vlak veel schade aanrichten hoewel het een goede strategische zet is.

Bij de M&A deal komt het er vooral op aan een goede keuze te maken in de wijze van financiering. Langs de ene kant kan men de eigen spaarpot aanwenden, maar het risico lopen dat deze spaarpot volledig op is en dat men het de komende jaren financieel moeilijk krijgt. Langs de andere kant kan men een M&A financieren met aangetrokken fondsen. Hierbij gelden risico's op het vlak van zware interestlasten en verplichtingen ten opzichte van de geldverschaffers.

De integratiefase verloopt best zo vlot mogelijk. Eveneens is een goede opvolging van de integratiefase cruciaal. Er kunnen allerhande problemen en/of vertragingen voorkomen, in tal van deelgebieden van de integratie. Speciale aandacht moet uitgaan naar de integratie van culturen, van werknemers en bedrijfssystemen. Op het vlak van bedrijfssystemen valt op te merken dat vandaag de dag de computerprogramma's steeds complexer worden en elkaar steeds worden geüpdatet, wat voor de nodige kopzorgen kan zorgen tijdens de integratie.

Na het deel in verband met fusies en overnames volgt **de theoretische behandeling van auditing**. De focus ligt op de rol van een bedrijfsrevisor, een auditor in de internationale context, als commissaris in een onderneming. De bedrijfsrevisor is als onafhankelijke deskundige belast met de controle van de jaarrekening. Daarover dient hij/zij een controleverslag op te stellen. Het is, in het kader van de eindverhandeling, van belang te achterhalen aan welke regels de auditor gebonden is om dergelijk controleverslag op te stellen en in hoeverre de auditor alarmsignalen kan opnemen in verband de ondernomen M&A.

Het controleverslag bestaat uit twee delen. Het eerste deel bevat een oordeel van de auditor in verband met het getrouw beeld van de jaarrekening. De auditor heeft zes mogelijkheden, namelijk een (1) goedkeurende verklaring zonder voorbehoud, eventueel met toelichtende paragraaf (2), een goedkeurende verklaring met voorbehoud (3), eventueel met toelichtende paragraaf (4), een onthoudende verklaring (5) en een afkeurende verklaring (6). De zes mogelijkheden hebben echter betrekking op de wijze van rapportering van de financiële gegevens. Geen van de mogelijkheden laat toe rechtstreeks een uitspraak te doen in verband met mogelijke M&A problemen. Op een indirecte manier is het wel mogelijk. *Ten eerste* is er de toelichtende paragraaf die de slechte financiële positie van de onderneming vermeldt. In de toelichtende paragraaf wordt er inderdaad gewezen op financiële gegevens, maar deze kunnen uiteraard te wijten zijn aan de ondernomen M&A. Een goed voorbeeld zijn bijkomende herstructureringskosten, te wijten aan de M&A, die bij het ten laste nemen een negatief effect hebben op de bedrijfswinst. Een voorwaarde voor de toelichtende paragraaf is echter dat de auditor kan verwijzen naar de toelichting van de jaarrekening of het jaarverslag van de Raad van Bestuur om dergelijke continuïteitsproblemen aan te halen. *Ten tweede* is er de mogelijkheid tot het afleveren van een onthoudende verklaring wanneer naast M&A problemen nog tal van andere onzekerheden voorkomen die een effect hebben op de bedrijfscontinuïteit. *Ten slotte* kan een afkeurende verklaring gebruikt worden wanneer de overnemende onderneming of de gefuseerde ondernemingen in dergelijke slechte papieren zitten zodat de waardering op basis van *going concern* (continuïteitsprincipe) niet meer geoorloofd is, naar het oordeel van de auditor. Op het vlak van de oordeelsmogelijkheden is de Amerikaanse regelgeving in grote mate gelijkend aan de Europese regelgeving, met België als referentieland.

Het tweede deel van het (Belgische) controleverslag omvatten bijkomende verklaringen en inlichtingen in verband met de naleving van de statuten, de resultatenverwerking, de waarderingsregels, het voeren van de boekhouding, het jaarverslag van de Raad van Bestuur en of dat de jaarrekening opgesteld is conform de wettelijke en bestuursrechterlijke voorschriften. Het tweede deel laat niet toe inlichtingen te verstrekken in verband met M&A problemen waardoor hij/zij in een positie terecht komt als *klokkenluider*.

De theorie laat uitschijnen dat enkel alarmsignalen in het controleverslag mogelijk zijn, indien de M&A problemen invloed hebben op de cijfers van de onderneming waardoor bij deze onderneming een betekenisvol probleem ontstaat in verband met de bedrijfscontinuïteit. Vanuit de praktijkcases zijn meerdere voorbeelden, van dergelijke M&A invloeden op de cijfers van een onderneming, zichtbaar: een afwaardering op een overnamegoodwill, de financiering van een M&A met eigen fondsen waardoor andere verplichtingen niet of moeilijk nagekomen kunnen worden (interestlasten e.d.), de integratieproblemen die klanten doen afhaken waardoor omzet en winst dalen, bijkomende herstructureringskosten die een enorme druk leggen op het winstcijfer, etc.

Aan de hand van de zes **praktijkcases** kan men besluiten dat de auditor enkel alarmsignalen opneemt in het controleverslag, wanneer de overnemer na de M&A zelf in financiële moeilijkheden terecht komt. Theoretische inzichten haalden continuïteitsproblemen als enige manier aan om M&A alarmsignalen op te nemen in het controleverslag. Op basis van de zes praktijkcases kan men besluiten dat de theorie bijgevolg ook wordt toegepast in de praktijk. Er werd geen controleverslag gevonden waarbij een auditor rechtstreeks M&A problemen signaleerde zonder dat daarbij (ook) de continuïteit van de onderneming op het spel stond.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

DEEL 1 Methodologische aspecten	1
1.1 Probleemstelling	1
1.2 Centrale onderzoeksvraag	2
1.3 Deelvragen	2
DEEL 2 Fusies en overnames	4
2.1 definities	4
2.2 M&A strategieën	5
2.2.1 Synergie-effecten	5
2.2.2 Horizontale M&A's	7
2.2.3 Verticale M&A's	8
2.2.4 Conglomeraten	9
2.3 Risicomanagement	10
2.3.1 Due diligence	11
2.3.1.1 Financial due diligence	12
2.3.1.2 Legal due diligence	13
2.3.1.3 Corporate due diligence	14
2.3.1.3.1 Cultural due diligence	14
2.3.1.3.2 Due diligence van het 'human capital'	15
2.3.1.3.3 Due diligence van de externe omgeving	16
2.3.2 Waardebepaling	16
2.3.2.1 De DCF-waarderingsmethode	17
2.3.2.2 De dividendwaarderingsmethode	18
2.3.2.3 De multiplicatormethode	18
2.3.2.4 De waardering volgens de kost van vervanging	19
2.3.2.5 De waardering tegen liquidatiewaarde	20
2.3.2.6 De waardering tegen intrinsieke waarde	20
2.3.2.7 Opties	21
2.3.2.8 De prijspremie	21

2.3.3 De M&A deal	22
2.3.3.1 De onderhandelingen	22
2.3.3.2 De financieringswijze van de deal	24
2.3.3.2.1 Eigen fondsen	24
2.3.3.2.2 Aangetrokken fondsen	25
2.3.3.2.2.1 Schuldfinanciering door banken	25
2.3.3.2.2.2 Schuldfinanciering door investeerders	25
2.3.3.2.2.3 Leveraged Buy Out	26
2.3.3.2.2.4 Kapitaalverhoging	27
2.3.3.2.3 Overige financieringsaspecten	28
2.3.4 Het entiteitintegratieproces	28
2.3.4.1 Integratie van culturen	29
2.3.4.2 Integratie van werknemers	30
2.3.4.3 Integratie van bedrijfssystemen	31
2.3.4.3.1 Het financiële systeem	31
2.3.4.3.2 Het marketing- en productiesysteem	32
2.3.4.3.3 Het informatiesysteem	32
2.4 Leren uit de M&A	33
DEEL 3 Auditing	34
3.1 Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren	34
3.2 De bedrijfsrevisor	35
3.2.1 Het beroep	35
3.2.2 Toelatingsvoorwaarden tot het beroep	36
3.3 De bedrijfsrevisor als commissaris van de onderneming	37
3.3.1 De controle van de jaarrekening	39
3.3.2 Het commissarisverslag	41
3.3.2.1 Inleiding	41
3.3.2.2 Het eerste deel van het commissarisverslag	43
3.3.2.2.1 De verklaring zonder voorbehoud	44
3.3.2.2.2 De verklaring met voorbehoud	44
3.3.2.2.3 De onthoudende verklaring	46
3.3.2.2.4 De afkeurende verklaring	46
3.3.2.2.5 De verklaringen met toelichtende paragraaf	47
3.3.2.3 Het tweede deel van het commissarisverslag	49
3.4 De Amerikaanse regelgeving	51
3.4.1 De externe auditor	51
3.4.2 De auditing standaarden	52
3.4.2.1 De 'Generally Accepted Auditing Standards'	52
3.4.2.2 De 'International Standards of Auditing'	54
3.4.2.2.1 Het ontstaan van de ISA's	54

3.4.2.2.2 De ISA's in de Europese Unie	54
3.4.2.3 Verschilpunten op het vlak van het controleverslag	56
3.4.2.3.1 Inhoudsverschillen	56
3.4.2.3.2 Verschillen op het vlak van oordeelsvorming	57
3.4.2.3.3 Het rapporteren van M&A problemen	60

DEEL 4 De audit bij een foutgelopen fusie of overname 61

4.1 Interview met een bedrijfsrevisor 61

4.2 Praktijkcases 64

4.2.1 Case 1: het consortium "Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander" en ABN Amro	64
4.2.1.1 De reden van het falen	64
4.2.1.2 Het oordeel van de auditor	66
4.2.2 Case 2: Real Software en Tava Technologies	71
4.2.2.1 De reden van het falen	71
4.2.2.2 Het oordeel van de auditor	72
4.2.3 Case 3: TomTom en Tele Atlas	75
4.2.3.1 De reden van het falen	75
4.2.3.2 Het oordeel van de auditor	76
4.2.4 Case 4: Sabena en Swissair	79
4.2.4.1 De reden van het falen	79
4.2.4.2 Het oordeel van de auditor	79
4.2.5 Case 5: Alcatel en Lucent	82
4.2.5.1 De reden van het falen	82
4.2.5.2 Het oordeel van de auditor	84
4.2.6 Case 6: Hypo Real Estate en Depfa Bank	89
4.2.6.1 De reden van het falen	89
4.2.6.2 Het oordeel van de auditor	91
4.2.7 Overzichtstabel	96
4.2.8 Besluit in verband met de praktijkcases	121

Lijst van de geraadpleegde bronnen

Bijlagen

Bijlage 1. Het eerste deel van het controleverslag

Bijlage 2. Krantenartikel in verband met Real Software

DEEL 1 Methodologische aspecten

1.1 Probleemstelling

Fusie en overnames zijn een vaakvoorkomend fenomeen in de wereldwijde economie. Vooral de laatste jaren vonden er opnieuw tal van fusies en overnames plaats. Hoewel dit fenomeen zo vaak voorkomt, zijn er slechts enkele fusies of overnames die een succes blijken te zijn. Onderzoekers die fusies en overnames bestuderen komen tot zeer uiteenlopende resultaten in verband met de *succes rates* ervan. Sommigen onder hen komen tot de conclusie dat slechts 50% van de fusies en overnames succesvol blijken te zijn, anderen stellen dan weer dat het slechts gaat om 9%. Deze percentages zijn uiteraard toerekenbaar aan welbepaalde onderzoeken, in een gegeven tijdsbestek en eventueel voor slechts een beperkte geografische strekking, maar toch is het opmerkelijk dat er weinig tot geen onderzoeken tot de conclusie komen dat de kans op succes van een fusie of overname boven de 50% ligt. Hiervoor zijn meerdere redenen te vinden die het falen van de fusie of de overname teweegbrengen.

Het falen van een fusie of een overname hoeft niet noodzakelijk tot gevolg te hebben dat de nieuwe entiteit failliet gaat, hoewel die mogelijkheid altijd bestaat. Het niet bereiken van de vooropgestelde doelen en/of het mislopen van de verwachte synergie-effecten vallen echter ook onder de noemer van *gefaalde fusie of overname* en kunnen eveneens leiden tot grote problemen. Aangezien fusies en overnames zo vaak voorkomen, deze fusies en overnames steeds grotere deals omvatten en ze vervolgens vaak niet het gewenste effect bereiken, dient te worden opgemerkt dat dit de wereldwijde economie niet ten goede komt.

Om dit probleem tegemoet te komen heeft men in België sinds een aantal jaren de Raad van Bestuur in een beursgenoteerde onderneming verplicht een betere risicorapportering op te nemen in het jaarverslag. De risicorapportering is veel ruimer dan enkel risico's verbonden aan de ondernomen fusies en overnames, maar toch is het geen onbelangrijk onderdeel van het jaarverslag zodat de Raad van Bestuur telkens de nodige risico's moet rapporteren in verband met de fusie of de overname. De Raad van Bestuur is echter verbonden met de onderneming in kwestie. Men kan zich dan uiteraard de vraag stellen of een onafhankelijke persoon, zoals een bedrijfsrevisor belast met de controle van de jaarrekening, ook zulke risico's kan rapporteren.

De bedrijfsrevisor dient jaarlijks een controleverslag op te stellen waarin hij/zij een oordeel velt over het getrouw beeld van de jaarrekening. Daarnaast dient hij ook een oordeel te vellen in verband met het jaarverslag van de Raad van Bestuur, opdat de verstrekte gegevens consistent zijn met de jaarrekening en of het jaarverslag een getrouw beeld geeft. Op basis van zulke verplichtingen, kan men zich het volgende afvragen: "*Kan een bedrijfsrevisor een melding maken in het controleverslag in verband met risico's of zelfs alarmsignalen die gepaard gaan met een fusie of een overname?*".

Aangezien de fusies en overnames een belangrijke activiteit vormen in de wereldwijde economie en de mogelijke impact ervan op de economie verregaande gevolgen kan hebben, is er de nood aan voldoende adequate risicorapportering. Het jaarverslag biedt hieromtrent informatie, maar *zou* het controleverslag een onafhankelijke visie kunnen geven op de fusie- en overnamegebeurtenissen? Alle belanghebbenden van de onderneming hebben nood aan een betrouwbare risicorapportering om aan de hand van deze informatie de juiste beslissing te kunnen nemen.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

De eindverhandeling gaat na of er al dan niet alarmsignalen te vinden zijn in het controleverslag van de bedrijfsrevisor die betrekking hebben op fusie- en overnameproblemen. Met andere woorden, in hoeverre worden problemen die zich voordoen in verband met een fusie of overname, gerapporteerd door een bedrijfsrevisor. De eindverhandeling is niet beperkt tot de Belgische context, maar zal ook uitweiden naar de Amerikaanse context.

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

"In hoeverre worden waarschuwingen gegeven in het controleverslag van een bedrijfsrevisor die belast is met de controle van de jaarrekening in een onderneming die na een fusie of na een overname te kampen krijgt met problemen?"

1.3 Deelvragen

De centrale onderzoeksvraag raakt meerdere deelgebieden. Ten eerste kan men zich de vraag stellen wat fusie- en overnameproblemen juist inhouden. Dergelijke problemen kunnen op meerdere manieren duidelijk worden, maar een bedrijfsrevisor baseert zich enkel op de financiële staten en het jaarverslag van de Raad van Bestuur om een uitspraak te doen. Ten tweede kan men zich de vraag stellen aan welke regels de bedrijfsrevisor gebonden is in het vellen van een oordeel. Welke elementen moeten, mogen of mogen niet in het controleverslag opgenomen worden. Ten slotte kan men zich dan afvragen of er controleverslagen voorhanden zijn die alarmsignalen opnemen.

- *Komen fusie- en overnameproblemen tot uiting in de gegevens die de bedrijfsrevisor moet controleren?*
- *Hoever reiken de mogelijkheden om als bedrijfsrevisor te rapporteren over fusie- en overnameproblemen?*
- *Bevatten de controleverslagen van de bedrijfsrevisor in een Belgische onderneming alarmsignalen?*
- *Bevatten de controleverslagen van de externe auditor in een buitenlandse onderneming alarmsignalen?*

Een groot deel van de eindverhandeling zal bestaan uit een literatuurstudie in verband met fusies en overnames en een literatuurstudie in verband met auditing. De theoretische bepalingen worden dan getoetst in enkele voorbeelden in het praktijkgedeelte.

DEEL 2 Fusies en overnames

Het tweede deel van de eindverhandeling spitst zich toe op een theoretische behandeling van fusies en overnames. Een veelgebruikte aanduiding voor fusies en overnames is de term *M&A's*¹, die meermaals gehanteerd wordt in de tekst. De eigenschappen van M&A's, die na de definities (*hoofdstuk 2.1*) en de strategieën (*hoofdstuk 2.2*) besproken worden, geven een inzicht in allerlei factoren die bijdragen tot het succes, of net het falen, van een fusie of een overname.

2.1 Definities

Een fusie refereert naar een samensmelting van twee of meer onafhankelijke organisaties tot één nieuwe entiteit waarbij de fuserende organisaties samen een nieuwe structuur opzetten of één van de bestaande structuren overnemen in het nieuwe geheel. De onafhankelijke organisaties houden, vanuit juridisch standpunt, op te bestaan doordat de nieuwe entiteit is gevormd (Haelterman, 2009). Een fusie is een vrijwillige samenwerking.

Een overname refereert naar de incorporatie van een organisatie door een andere organisatie. Door de absorptie die plaatsvindt bij de overname, gaat de overnemende partij de controle verwerven over de overgenomen partij. De onderneming die wordt overgenomen, houdt op te bestaan vanuit juridisch standpunt (Haelterman, 2009). De overname kan soms ongewild zijn door de overgenomen entiteit. Een marktleider die bv. kleinere bedrijven in de sector opkoopt om zo verder te groeien² en de marktpositie te verstevigen, kan gebruik maken van een gedwongen overname of vijandige overname ('hostile takeover') (Virani, 2007). In het andere geval gaat het om een vriendelijke overname, die soms ook wordt voorgesteld als een fusie.

Fusies en overnames zijn één van de meest ingrijpende en zichtbare gebeurtenissen in de ondernemingsstrategie. Met één enkele deal kan de strategische koers van de betrokken organisaties een volledige nieuwe weg inslaan en permanent veranderd zijn. De reacties op de kapitaalmarkten kunnen een enorme impact hebben op de aandeelhouderswaarde en de carrière van individuele managers op elk niveau wordt beïnvloed door de uitgevoerde fusies en overnames.

M&A transacties worden omwille van verschillende redenen aangegaan: realiseren van *economies of scale* (schaalvoordelen); realiseren van *economies of scope*; toegang krijgen tot een bepaalde technologie, tot merken, tot producten of distributiekkanalen; opbouwen van kritieke omvang in een groeiende industrie; verwijderen van overtollige capaciteit; consolideren van een mature, volgroeide business; de regels van competitie veranderen in situaties waar deregularisatie en technologische verandering convergentie tussen industrieën teweegbrengt; of om fiscale redenen³

¹ M&A's verwijst naar de Engelse vertaling van fusies en overnames, nl. 'Mergers and acquisitions'. Tal van auteurs gebruiken de notatie M&A's, o.a. Schorg et al. (2004).

² Zgn. 'Growth-by-Acquisition Strategy' (Card, 2007).

³ België is, net zoals Griekenland, een land zonder taksconsolidatie in verband met vennootschapsbelasting. Andere landen binnen de E.U. kennen deze taksconsolidatie wel. Een consolidatiegroep kan bijgevolg in België niet de verliesvennootschappen bij de winstvennootschappen optellen om een globaal beeld te vormen waaruit een globale belastingenberekening volgt. Hieruit volgt er vaak dat, na een overname, de ondernemingen fuseren tot één (nieuwe) entiteit (Muyldermans, 2009).

(Ferguson, 2003; Hunt, 2004; Kasparova, 2007). De algemene beweegredenen en de aantrekkelijkheid van M&A strategieën is de snelle toegang tot en de controle over een set van middelen, vaak in relatie tot het behalen van synergie-effecten⁴. Ondanks de vooropgestelde doelen en mogelijke voordelen van een fusie of een overname zijn er tal van moeilijkheden om de fusie of overname te managen. Die moeilijkheden vertalen zich in de lage 'succes rates' van fusies en overnames (M&A). Volgens Virani (2007) blijken ongeveer de helft van alle fusies en overnames niet succesvol te zijn. Op het gebied van overnames in de Verenigde Staten van Amerika stelt Johnson (2006) dat 80% niet succesvol zijn in het bereiken van de vooropgestelde doelen. Een internationaal onderzoek van het onderzoeks- en adviesbureau Hay Group (Dion et al., 2007), in samenwerking met de universiteit Sorbonne, komt tot een nog extremere conclusie: slechts 9% van alle onderzochte fusies en overnames leidden tot het gewenste resultaat. Het falen van M&A transacties wordt niet enkel gemeten in geldtermen, maar ook in termen van kapitaalmarktreacties, werknemerbehoud en het niet halen van andere dan financiële doelen.

2.2 M&A strategieën

Voor een bedrijfsleider betekent het begeleiden van een fusie of een overname vaak een hoogtepunt in zijn carrière. De beslissing om over te gaan tot een M&A moet weloverwogen zijn en een duidelijke strategie moet uitgestippeld worden in het ondernemingsbeleid. Het topkader van een onderneming is belast met vragen zoals: Waarom is een fusie/overname geschikt voor ons?, Welke voordelen vloeien er voort uit een fusie/overname?, Hoe vinden we een geschikte onderneming waarmee een fusie/overname bespreekbaar wordt?, etc.

Het basisidee van M&A's is dat twee bedrijven samen meer waardevol zijn dan wanneer ze beide apart zouden voortbestaan ('synergie'). Er bestaan verscheidene vormen van M&A's om te komen tot een synergie zodat de M&A-waardecreeatie de som van beide ondernemingswaarden overstijgt. Deze types van M&A's zijn opgedeeld naargelang de relatie tussen de ondernemingen die betrokken zijn in de deal, namelijk Horizontale M&A's, Verticale M&A's en Conglomeraten.

2.2.1 Synergie-effecten

De vergelijking $1+1=3$ wordt vaak aangehaald bij M&A's. Het aangaan van M&A's moet als doel hebben een aandeelhouderswaarde te creëren die hoger ligt dan enkel de som van de aandeelhouderswaarden uit de twee aparte entiteiten. Dit fenomeen van gestegen aandeelhouderswaarde in M&A's wordt aangeduid als 'synergie-effecten'. Deze effecten drukken zich uit in termen van verbeterde opbrengsten en kostenbesparingen. Enkele voorbeelden van synergie-effecten die gepaard gaan met M&A's:

⁴ Zie: hoofdstuk 2.2.1 Synergie-effecten.

° Personeelsreductie

Er wordt vaak, na de M&A, veel geld bespaard door het verminderen van het aantal werknemers en kaderleden. Door het samengaan van twee of meer ondernemingen komen ongetwijfeld dezelfde soorten van afdelingen samen (Marketing, Boekhouding, Verkoop, etc.). Er ontstaan dubbele banen die nadelig zijn voor de efficiëntie. Het logische gevolg is het ontslaan van werknemers in die mate dat er geen onderbemanning optreedt. De kans op ontslag neemt volgens Veninga (1990) toe wanneer de M&A plaatsvindt met een voormalige concurrent.

° Schaalvoordelen

Door de M&A neemt de grootte van de nieuwe entiteit toe. De grootte kan voornamelijk van belang zijn bij het plaatsen van aankooporders. Grote ondernemingen plaatsen vaak grote aankooporders waardoor ze grote kortingen krijgen van de toeleveranciers. Vaak bevinden grote ondernemingen zich in een sterke positie waardoor hun onderhandelingsmacht hen toelaat gunstige prijzen te onderhandelen. Dit vertaalt zich in kostenbesparingen.

° Nieuwe technologie verwerven

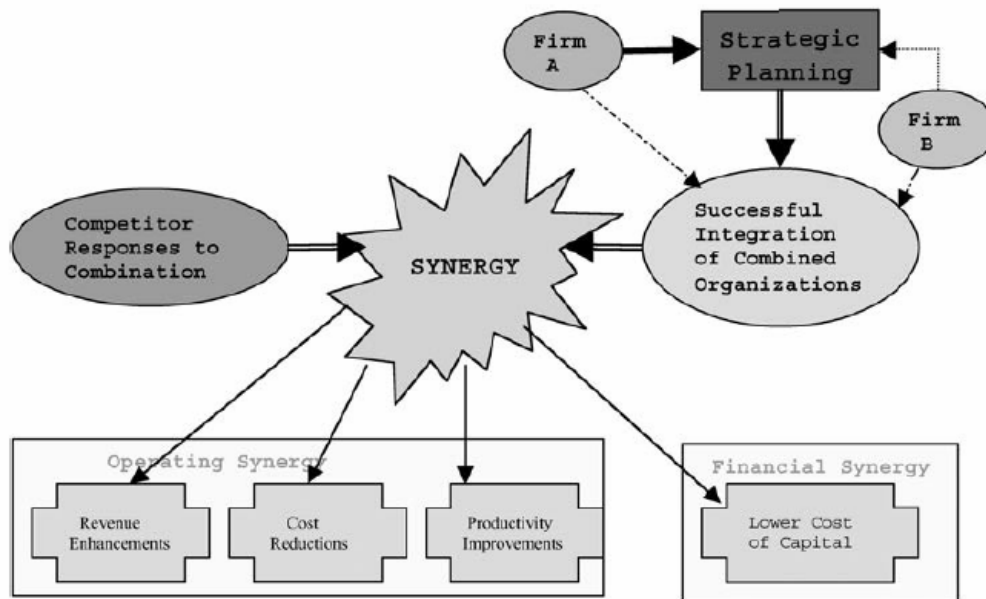
Technologische ontwikkelingen kunnen concurrentievoordelen bieden. Wanneer men niet de middelen in huis heeft om hoogstaande technologieën te ontwikkelen, kan men ze verwerven via een M&A om zo competitief te blijven (Ferguson, 2003).

° Grotere grip op de markt

M&A's worden meermaals aangegaan om toegang krijgen tot nieuwe markten en het zoeken naar omzetsijging omwille van nieuwe, mogelijke verkoopsoportunities. Grote gefuseerde ondernemingen hebben ook minder moeite dan kleine, alleenstaande bedrijven, om vers kapitaal te zoeken bij investeerders (Ferguson, 2003; Hunt, 2004).

Schorg et al. (2004) splitst de synergie-effecten op in twee onderdelen, namelijk 'the operating synergy' en 'the financial synergy'. Bedrijfssynergie komt vooral voor bij horizontale en verticale M&A's aan de hand van omzetverbeteringen, kostenreducties of productiviteitsverbeteringen. Financiële synergie is het gevolg van de mogelijkheid, van de gecombineerde ondernemingen, om de kapitaalkost te verminderen en is afhankelijk van zorgvuldige strategische planning. Figuur 1 toont het proces om beide types van synergie te realiseren.

Figuur 1: Process of Synergy Realization in M&A's (Schorg et al., 2004).



De strategische planning kan evengoed komen van slechts één onderneming. Vandaar de gestipte lijn van onderneming b naar de strategisch. Onderneming b is veelal niet betrokken in de strategische planning bij een vijandige overname door onderneming a.

Synergie-effecten ogen zeer gunstig. Toch worden ze zelden volledig behaald (Johnson, 2006; Virani, 2007; Dion et al., 2007). Vooropgestelde doelstellingen lijken voor de handliggend, maar dat wil niet zeggen dat ze automatisch verwezenlijkt zullen worden door het aangaan van een fusie of een overname.

2.2.2 Horizontale M&A's

Horizontale fusies en overnames spelen zich af op het niveau van de directe concurrenten, namelijk twee of meerdere ondernemingen met gelijk(soortig)e producten en bedrijvig op dezelfde markten die beslissen om de krachten te bundelen.

De voornaamste reden voor een horizontale M&A is het behalen van een groter marktaandeel⁵. De nieuwe entiteit staat veel sterker na de M&A en heeft eventueel de mogelijkheid marktmacht uit te oefenen. Dit vertaalt zich veelal in **gestegen prijzen** van het productgamma om grotere winsten te boeken. Salant, Switzer en Reynolds (1983) kwamen nochtans tot de conclusie, aan de hand van *game theory*⁶, dat horizontale fusies niet altijd winstgevender waren. Vooral fusies met betrekking tot kleinere spelers op de markt hadden geen gunstiger effect op de winstgevendheid van de gefuseerde onderneming. Deneckere en Davidson (1985) kwamen tot een gelijkaardige conclusie. Fusies en overnames zijn slechts voordelig wanneer de overige, concurrerende

⁵ De 'market power theory' (Price, 1998).

⁶ In de speltheorie probeert men aan te tonen hoe onderliggende interacties voorkomen tussen spelers, in dit geval 'de spelers op de markt', en hoe deze marktspelers overgaan tot het nemen van beslissingen. (Meer informatie op: www.gametheory.net).

ondernemingen reageren op de M&A door ook mee te gaan in de prijsstijgingen. Beide onderzoeksresultaten wijzen erop dat een stijging in winstgevendheid haalbaar is op voorwaarde dat de ondernemingen in de M&A, na deze fusie of overname, wel degelijk sterk genoeg zijn om de gestegen prijs te kunnen handhaven.

Een andere belangrijke reden bij horizontale M&A's is **kostenreductie**. Het creëren van marktmacht door een M&A geeft mogelijkheden om schaalvoordelen te realiseren. Dit type van synergie is typisch aan horizontale M&A's. Directe concurrenten die samen de krachten bundelen via een M&A hebben samen een grotere nood aan dezelfde materialen dan elk apart. Door het samengaan van de twee ondernemingen hoeven ze slechts één order te plaatsen die een grote hoeveelheid behelst waardoor ze extra kortingen kunnen bekomen of gunstige prijzen kunnen onderhandelen met de leveranciers. Schaalvoordelen kunnen bekomen worden binnen één productiefaciliteit (Pratten, 1971). Hoe meer overnames, hoe groter de productiefaciliteit en bijgevolg hoe groter de onderhandelingsmacht om materialen tegen een gunstige prijs te kopen. Schaalvoordelen zijn ook mogelijk door middel van verschillende productiefaciliteiten te managen binnen één onderneming (Scherer et al., 1975).

Het doel om, via M&A's, een groter marktaandeel te verwerven en bijgevolg een grotere marktmacht te behalen, is niet altijd even succesvol. Een dominante positie kan conflicteren met het gevolgde concurrentiebeleid binnen de onderneming of het kan leiden tot het ingrijpen van allerlei regulariserende instanties, eventueel door het verbieden van de fusie of de overname, wanneer zij dit nodig achten (Weir, 1993). Bijvoorbeeld, de Europese Commissie (E.C.) ziet nauw toe op de M&A activiteiten en de daaruit volgende machtsposities binnen de Europese Unie. De E.C. is bevoegd om M&A's te verbieden die nadelig geacht worden voor de Europese interne markt. De E.C. kan ook strikte voorwaarden bepalen opdat de M&A plaatsvindt⁷.

Vergelijkende resultaten worden aangehaald door Brouwer (2008). Haar onderzoek wijst erop dat bedrijven enkel willen overgaan tot een horizontale M&A in een oligopolie, een situatie waarbij er enkel twee à drie grote ondernemingen op de markt zijn, op voorwaarde dat de ondernemingen fusiespecifieke efficiëntievoordelen gaan bereiken. Efficiëntievoordelen, o.a. kostenbesparingen, zijn een positief welvaartseffect, maar worden uitgebalanceerd door de prijsstijgingen die een horizontale M&A met zich meebrengt.

2.2.3 Verticale M&A's

Bij de verticale M&A's gaat het vooral om de overnames van, of de fusies met, de B2B-klienten of de toeleveranciers van de onderneming. Williamson en Masten (1995) halen verscheidene redenen aan met betrekking tot het nut van een **verticale integratie**:

⁷ Voor meer informatie betreffende het concurrentiebeleid in de Europese Unie:
<http://www.europa-nu.nl/9353000/1/j9vvh6nf08temv0/vg9wikc5q2yt>

- het elimineren van een vertekende prijs aangaande de inputfactoren (o.a. grondstofprijzen) bij een toeleverancier die marktmacht geniet;
- het verminderen van onderhandelingskosten tussen de verticaal geïntegreerde ondernemingen wegens de asymmetrische informatie;
- en het verminderen van de contractkosten tussen de verticaal gelinkte ondernemingen.

Fan en Goyal (2006) wijzen op het belang om als overnemende onderneming eigendom en controle te verwerven over verschillende stadia in het productieproces⁸. De onderzoekers komen tot de conclusie dat verticale M&A's significant grotere welvaartseffecten teweegbrengen dan gediversifieerde M&A's (conglomeraten). De positieve welvaartseffecten zijn volgens hen te vergelijken met de welvaartseffecten van horizontale M&A's.

Andere onderzoekers, zoals Bhuyan (2002), geven een minder rooskleurig beeld met betrekking tot de verticale M&A's. Hoewel men vaak verticale M&A's associeert met verbeterde winstgevendheid, blijkt dit niet altijd te kloppen. Verticale M&A's kunnen ook een negatieve impact hebben op de winstgevendheid omdat de integratie van een B2B klant of een toeleverancier niet altijd even gemakkelijk verloopt en differentiële voordelen niet gehaald worden, zoals kostenbesparingen.

2.2.4 Conglomeraten

Een conglomeraat is een fusie of een overname met betrekking tot twee of meerdere ondernemingen die geen overeenkomende bedrijfsgebieden hebben. De M&A omvat geen directe concurrenten, noch ondernemingen met complementaire producten of productieprocessen.

Het ontstaan van een conglomeraat heeft twee overheersende motieven. Ten eerste is er de **diversificatie** die een belangrijke rol speelt. De onderneming gaat een M&A aan met een onderneming uit een ander businessveld en vermindert daardoor de afhankelijkheid van de huidige ondernemingsactiviteiten. Diversificatie kan een gunstige invloed hebben op de winstgevendheid van de onderneming, maar kan even goed de winstgevendheid negatief beïnvloeden doordat men te ver afdwaalt ten opzichte van de kernactiviteiten. Singh en Montgomery (1987) kwamen tot de conclusie dat overnames tussen ondernemingen, opererend in hetzelfde businessveld (de gerelateerde activiteiten), meer winstgevend waren dan overnames tussen ondernemingen met ongerelateerde businessactiviteiten. Amit en Livnat (1988) echter kwamen tot een andere conclusie. Samen onderzochten ze conglomeraten naargelang de impact op het bedrijfsrisico. Zij kwamen tot het besluit dat conglomeraten, door diversificatie van ondernemingsactiviteiten, een significant lager bedrijfsrisico hebben ten opzichte van andere ondernemingen.

Ten tweede worden er bij conglomeraten **managementcompetenties** getransfereerd tussen heterogene businessactiviteiten. Elke business vereist eigen managementvaardigheden waartoe de fuserende ondernemingen of overnemers toegang kunnen krijgen en bijgevolg van kunnen bijleren.

⁸ Price (1998) haalt aan dat, naast de horizontale M&A's, ook de verticale M&A's passen in de 'market power theory'.

Gabrielsen (2003) omschrijft in zijn werkstuk een conglomeraat als een 'vermomde' verticale M&A. Conglomeraten omvatten M&A's tussen niet-concurrerende ondernemingen, net zoals bij verticale M&A's, maar daar ligt de nadruk vooral op het verwerven van de controle over één of meerdere schakels in het distributiekanaal. Bijgevolg kan de onderneming concurrenten weren uit de waardeketen waarvoor ze de controle heeft verworven. Conglomeraten kunnen ook met zich meebrengen dat een onderneming, met een totaal ander product, wordt benaderd voor het aangaan van een M&A met als gevolg dat een concurrent, van de initiatiefnemer van het conglomeraat, een significant nadeel ondervindt doordat deze aangewezen is op minder efficiënte distributiekanaalen in de waardeketen.

2.3 Risicomanagement

Een effectief en efficiënt risicomanagement bij M&A's leidt tot een verhoogde succeskans van de fusie of overname. M&A transacties houden vele risico's in. Risicomanagement probeert deze operationele, financiële en strategische risico's te minimaliseren. Het komt er vooral op neer dat men onaangename verrassingen probeert te vermijden (Schnezler, 2008).

Volgens Pennock en Haimes (2002) zijn M&A projecten dezer dagen zodanig groot en complex dat traditionele managementtechnieken tekortschieten om een goede controle te hebben over het geheel. Daarom wijzen beide onderzoekers op risicomanagement als manier om de complexiteit onder controle te houden. Elk project houdt risico's in. Risicomanagement helpt deze risico's te identificeren, te filteren, te beoordelen, te managen en te blijven opvolgen. Aangezien traditionele technieken tekort schieten, stellen Schorg et al. (2004) dat een M&A team hulp kan bieden. Dit team heeft expertise in M&A begeleiding.

Elke fase in de M&A wordt gekenmerkt door eigen risico's. De voorbereidingsfase wordt gekenmerkt door risico's op onjuiste informatie in verband met de target. Men loopt het gevaar een target te kopen die niet werkelijk overeenstemt met de informatie die men bezit. Een grondige doorlichting (**due diligence**) van de target kan helpen die risico's van 'een kat in een zak' te kopen en overwaardering van de target in te perken. De deal zelf houdt andere risico's in. Tijdens de onderhandelingen moet een correcte prijs overeengekomen worden en eventueel beschermingsmaatregelen worden opgenomen in de deal om snel te anticiperen op het risico dat de M&A de verkeerde richting opgaat. Verder zijn er de risico's van opbod en **financieringswijze**. Een onderneming moet zich goed realiseren tot hoe ver ze kan gaan in het bieden zonder zich in de problemen te werken. Nadat de deal rond is staat men voor een groot **integratieprobleem**. Meerdere risico's spelen hier. Werknemers die wantrouwig staan ten opzichte van de M&A, de integratie van bedrijfsculturen, de integratie van de operationele activiteiten, het integreren van informatiesystemen, etc. Communicatie met de werknemers is belangrijk. Het management zal de risico's goed moeten opvolgen en zo snel mogelijk moeten ingrijpen wanneer het nodig is.

Voor het bereiken van een succesvolle fusie stelt Epstein (2005) dat de fusie goed gepland moet worden, met de nodige inschatting van de risico's. De toon wordt gezet aan de top. Zowel vóór de

fusie (*pre-merger planning*), tijdens de fusie als na de fusie (*post-merger planning*) is planning cruciaal. Dounis (2008) komt tot een gelijkaardige vaststelling als Epstein (2005). Volgens Dounis loopt een M&A fout af wanneer de deelnemende partijen, bij het maken van beslissingen, het belang van risicomangement hebben onderschat. Vooral een onvoldoende risicoafweging bij de *post-acquisition bedrijfsintegratie* is een sleutelfactor in het falen van een overname.

De hieronder besproken punten 2.3.1. *due diligence* tot en met 2.3.4. *Het entiteitintegratieproces* geven de belangrijkste aandachtspunten, risico's en acties bij het ondernemen van een M&A.

2.3.1 Due diligence

De term due diligence staat voor een grondig onderzoek van elk aspect van de onderneming, inclusief het management en de bedrijfsoperaties. Bij fusies en overnames is due diligence cruciaal. Naarmate de doorlichting, door de overnemer of door beide fusiepartners ten opzichte van elkaar, nauwkeuriger is, wordt de kans steeds kleiner dat er na de M&A nog *lijken uit de kast vallen*. De drie voornaamste onderzoeksgebieden van een targetonderneming, waarin potentiële problemen een grote impact kunnen hebben op het succes van de M&A, omvatten (Sherman en Welch, 2009):

- het onderzoek van de boeken van een targetonderneming, zijnde de **financial due diligence**;
- het onderzoek van juridische materies in verband met de targetonderneming, zijnde de **legal due diligence**;
- en het onderzoek naar de verschillen in bedrijfsculturen en hun impact op de M&A, zijnde de **corporate due diligence**.

Aangezien een grondige due diligence heel veel tijd en moeite vergt, kan men ervan uitgaan dat niet alle ondernemingen dergelijke inspanningen doen. Vele onderzoekers zijn van oordeel dat de due diligence een uiterst belangrijke factor is in het succes van een overname of een fusie (Epstein, 2005; Dounis, 2008; Virani, 2007). Volgens Virani (2007) komt het vaak voor dat ondernemingen onvoldoende informatie verzamelen om de targetonderneming grondig door te lichten. Dit geeft vaak aanleiding tot problemen na de M&A. De gevolgen van zulke onverwachte, negatieve ontwikkelingen kunnen zelfs desastreus zijn voor het verdere verloop van de M&A.

Volgens Corman (1998) zijn er tal van M&A deals afgesprongen omdat de verwachte voordelen verdwenen naarmate het hele due diligence proces vorderde. Dit bewijst andermaal het belang van een grondige doorlichting en het niet overhaast tewerk te gaan.

Price (1998) wijst erop dat de due diligence dient uitgevoerd te worden door een team van mensen uit de kopende partij. Voor de financiële aspecten wordt er beroep gedaan op mensen uit het management. Voor de wettelijke aspecten zitten er wettelijke adviseurs in het team. Het team kan eventueel worden bijgestaan door externe experts (Sherman en Welch, 2009). Dit team staat in voor het verzamelen van de informatie in verband met een targetonderneming. Vaak is er nood aan gevoelige bedrijfsinformatie van de target die niet publiek toegankelijk is. Vandaar dat de

meest gedetailleerde doorlichting van een kandidaat plaatsvindt wanneer er een principeakkoord is met de target, maar nog geen definitieve eigendomsoverdracht of nog geen definitieve deal gevestigd is (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2007).

2.3.1.1 Financial due diligence

De financiële doorlichting van een onderneming kan bijdragen tot het inschatten van de sterkte, het bepalen van de financiële positie, het waarderen van een onderneming en het ontdekken van eventuele fraude. De verkregen financiële informatie wordt aangewend in één van de talrijke waarderingmethoden. Een beschrijving van de waarderingmethoden volgt in *hoofdstuk 2.3.2 Waardebepaling*. De financiële doorlichting strekt zich echter verder uit dan een hulpmiddel voor waardebepaling. Het gaat ook na of de boeken van de target gevoerd worden zoals ze wettelijk gevoerd moeten worden. Met andere woorden, de financiële doorlichting beoogt het achterhalen van de kwaliteit van de financiële rapportering. Wanneer de target wettelijk verplicht is een bedrijfsrevisor aan te stellen, heeft men al een eerste indicatie van de kwaliteit van de financiële verslaggeving aan de hand van het controleverslag. Daarnaast kan de overnemer of de fusierende onderneming zich toespitsen op specifieke aspecten van de financiële verslaggeving bij de targetonderneming. Conway en Rouse (2002) wijzen op enkele specifiek te onderzoeken elementen:

a. Het boekhoudbeleid

Voorbeeld 1:

Het is belangrijk te evalueren welke keuze de target heeft gemaakt betreffende de boekhoudprincipes ten opzichte van de beschikbare alternatieven. De impact van een gekozen boekhoudprincipe op de onderneming en de financiële staten kan interessant zijn. Daarnaast is het van belang de veranderingen in boekhoudprincipes na te gaan. Het veranderen van het beleid kan het gevolg zijn van een business reden of louter om de financiële resultaten te beïnvloeden.

Voorbeeld 2:

Het nagaan of de schattingen en beoordelingen die het management van de target maakten, op redelijkerwijze tot stand kwamen. Vb. Schattingen in verband met de waarde van immateriële activa, beoordelen van afschrijvingstermijnen, etc. Welke procedures en besluitvorming kwamen eraan te pas. Schattingen en beoordelingen die buiten proportie zijn en vastgesteld zonder duidelijke besluitvorming, kunnen wijzen op een management dat de operationele resultaten en de financiële positie van de onderneming wil beïnvloeden.

b. Resultatenrekeningaspecten

Voorbeeld 1:

Ga het kredietbeleid van de onderneming na. Ongewone voorwaarden of lange betalingstermijnen kunnen wijzen op de specifieke overeenkomsten in plaats van een traditionele verkoop.

Voorbeeld 2:

Het evalueren van de risico's ten gevolge van het gebruik van derivaten is aanbevolen. Derivaten zijn financieel afgeleide producten zoals opties. Het gebruik ervan kan hoge opbrengsten genereren, maar kan evengoed de onderneming in financiële problemen brengen. De targetonderneming moet een plan hebben om dergelijke risico's te minimaliseren. Het is daarenboven ook van belang na te gaan hoe de derivaten opgenomen worden in de boeken.

c. Balansaspecten

Voorbeeld 1:

De balanspost 'voorraden' zorgt soms voor problemen. Voor het waarderen van de voorraad moet een procedure aanwezig zijn. Het is van belang deze procedure te evalueren naar doeltreffendheid en consistent gebruik.

Voorbeeld 2:

Het evalueren van de impact van 'related-party transactions' op de financiële rapportering is van belang voor de M&A. Zullen deze transacties blijven voortbestaan na de M&A en zo niet, hoe zullen nieuwe overeenkomsten de financiële staten beïnvloeden.

d. Overige aspecten

Het is zeker de moeite om externe aspecten te evalueren die een effect kunnen hebben op de financiële staten, met name verschillen ten opzichte van de budgettering, belastingsproblemen tussen de target en de fiscus, aanklachten tegen de target wegens milieuvervuiling, etc.

2.3.1.2 Legal due diligence

Alvorens over te gaan tot een M&A, zal er ook een doorlichting plaatsvinden van de mogelijke juridische risico's die verbonden zijn aan de vennootschapsrechtelijke structuur, de bedrijfsmiddelen, de contracten, de onderpanden, de intellectuele eigendom, etc. van de targetonderneming (PricewaterhouseCoopers, 2009).

Daarnaast moet het due diligence team op de hoogte zijn van de impact van regulariserende organisaties op de mogelijke M&A. Men moet verder kijken dan enkel de juridische aspecten van de target. Ook de externe juridische aspecten zijn van belang. M&A's zijn gebonden aan een strenge controle. Binnen de Europese Unie (E.U.) ziet de Europese Commissie (E.C.) toe op M&A's in functie van het vermijden van monopolies en oligopolies (Europese Commissie, 2009). Een onderneming binnen de E.U. moet de goedkeuring krijgen van de E.C. alvorens de M&A daadwerkelijk kan plaatsvinden. Het concurrentiebeleid van de E.U. heeft al tal van M&A met Europese ondernemingen doen falen. Volgens Davison (2004) scheidt de E.U. met het gevoerde beleid een nieuwe multilaterale architectuur, in relatie tot de bijhorende doelstellingen van internationale convergentie, op het vlak van concurrentie- en competitie-materies.

2.3.1.3 Corporate due diligence

Een onderneming kan vanuit strategisch standpunt de ideale M&A target zijn, maar heeft daarom niet de geschikte *corporate fit* met de overnemende onderneming of de initiatiefnemer van de fusie. Er is bijgevolg ook een onderzoek aangewezen naar de specifieke kenmerken van de targetonderneming, zowel naar de interne (bedrijfscultuur en personeel) als de externe omgeving toe (Price, 1998).

2.3.1.3.1 Cultural due diligence

Voornamelijk het 'fitten' van de bedrijfsculturen van de target en de overnemer is cruciaal voor het succes van een M&A. Bijgevolg is een 'cultural due diligence' onmisbaar bij een M&A. Cultuurcompatibiliteit tussen de onderneming is een succesfactor en het vergemakkelijkt het integratieproces (Virani, 2007; Cartwright en Cooper, 1996).

De organisatiecultuur kan omschreven worden als het DNA van een organisatie (Marshall, 2000). Het is een mengeling van waarden, tradities, geloofsovertuigingen en prioriteiten die heersen in de onderneming. Het bepaalt de manier waarop werknemers en managers met elkaar omgaan, hoe beslissingen worden gemaakt en hoe het werk verdeeld wordt.

Bij de cultural due diligence gaat men na hoe de bedrijven, in de mogelijke fusie of overname, zouden staan tegenover (de)centralisatie van beslissingen, snelheid van beslissingen nemen, risico oriëntatie, niveau van teamwork, lerende organisatie, etc. Zonder de cultural due diligence treden er vaak conflicten en verwarring op na de M&A.

Volgens Miller (2000) is het veel gemakkelijker balansen samen te voegen dan culturen. Culturele compatibiliteit bepalen is van cruciaal belang. Wanneer de bedrijfscultuur te sterk afwijkt ten opzichte van die van de overnemer, dan hoeft de M&A niet direct afgeblazen te worden. De verschillen moeten wel erkend worden en men moet erop proberen te anticiperen zodat de druk van het integratieproces op de M&A tot een aanvaardbaar niveau wordt herleid. Zowel Miller (2000) als Schorg et al. (2004) geven elementen die de cultural due diligence moet behandelen:

- een nazicht van de bedrijfsgeschiedenis en bedrijfswaarden;
- een analyse van de bestaande managementstijl;
- een identificatie van huidige succesfactoren;
- een analyse van het niveau van klantenzorg;
- een analyse van het niveau van werknemerszorg;
- een analyse van de huidige werkomgeving;
- een controle van de prestatiestandaarden en prestatie maatstaven (kwaliteitsfocus);
- de mate van autonomie binnen de werksfeer;
- de mate van acceptatie ten opzichte van verandering;
- en de klaarheid omtrent de autoriteit, rollen, verantwoordelijkheden, het organisatiebeleid en gebruiken.

Volgens Schorg et al. (2004) is cultural due diligence uiterst belangrijk. De onderzoekers wijzen echter op vier types van targetondernemingen waarbij een cultural due diligence onmisbaar is. Het gaat om volgende targets met telkens een voorbeeld van een 'culture clash' ten opzichte van de overnemer:

1. Een buitenlandse onderneming:

vb. Er kan een enorm verschil bestaan op het vlak van superviserrollen, werkethiek, religieuze issues (inclusief vakanties).

2. Een kennisgebaseerde onderneming:

vb. Werknemers in deze onderneming hechten veel belang aan levensstijloverwegingen in plaats van een traditioneel beloningssysteem.

3. Een kleinschalig bedrijf (van een ondernemer):

vb. Het individuele werk speelt een grote rol. De focus ligt minder op teamwerk. Werknemers hebben vaak een hoog niveau van autonomie.

4. Een familiebedrijf:

vb. Een dergelijk bedrijf wordt gekenmerkt door paternalisme. Bijgevolg is de werksfeer vooral een *command-and-control* omgeving. Dergelijke bedrijven hebben vaak lange termijn relaties met klanten en leveranciers.

2.3.1.3.2 Due diligence van het 'human capital'

Lafforet en Wageman (2009) wijzen op de taak van het topmanagement om snel het sleuteltalent uit beide ondernemingen te identificeren bij fusies en het talent van de target bij overnames. Ondernemingen die het talent evalueren voor het sluiten van de deal, blijken meer succesvol te zijn dan de ondernemingen die wachten tot na deal.

Tot de doorlichting van het human capital behoort ook het evalueren van sleutelnetswerken en kritieke relaties die de ondernemingen bezitten. Het topmanagement van een succesvolle M&A weet welke team intact moeten blijven en welke relaties moeten verwijderd worden (Lafforet en Wageman, 2009).

2.3.1.3.3 Due diligence van de externe omgeving

De doorlichting van de bedrijfscultuur en de corporate governance in de targetonderneming is louter intern. Daarnaast reikt de corporate due diligence ook tot externe factoren. Voornamelijk een doorlichting van de marktpositionering en de perceptie van de klanten ten opzichte van de targetonderneming geven een goed inzicht in de 'corporate fit' met de overnemer of met de initiatiefnemer van de fusie, vanuit extern oogpunt. Een aantal M&A's zijn gefaald doordat er een mismatch was op het vlak van marktposities (Price, 1998).

2.3.2 Waardebepaling

In de voorbereidingsfase wordt de waarde van elke onderneming betrokken in de fusie of de waarde van de onderneming die men wenst over te nemen, bepaald. De waardering is een moeilijk punt aangezien beide partijen vaak verschillende visies hebben ten opzichte van de waardering. Er bestaan namelijk tal van waarderingmethoden.

Veelvoorkomende waarderingmethoden zijn (Schill en Doherty, 2000; Laveren et al., 2004; University of Illinois, 2007; Van Noord, 2009):

- de discounted cashflowmethode;
- de dividendwaarderingmethode;
- de multiplicatormethode;
- de waardering volgens de kost van vervanging;
- de waardering tegen liquidatiewaarde;
- de waardering tegen intrinsieke waarde.

Het is niet ondenkbaar dat de dealmakers van beide partijen elk een aparte waarderingstechniek toepassen waardoor de aangeboden prijs sterk kan verschillen van de gevraagde prijs. Beursgenoteerde ondernemingen behoeven niet altijd een waardering aangezien de aandelen genoteerd staan en de prijs in principe bepaald wordt door middel van vraag en aanbod tussen de beleggers. Een waarderingmethode kan eventueel wel een hulp zijn in het bepalen of de genoteerde aandelen onder- of overgewaardeerd zijn (Laveren et al., 2004).

Daarnaast is het ook gebruikelijk dat een M&A bod een **prijspremie** bevat, een surplus ten opzicht van de (berekende) huidige ondernemingswaarde. Een dergelijke premium wordt gerechtvaardigd door het feit dat de fusie of de overname synergie-effecten vooropstelt die zouden moeten resulteren in een stijging van de aandeelhouderswaarde.

Voor ondernemingen onderworpen aan de IAS/IFRS standaarden⁹ geldt in verband met bedrijfscombinaties de verplichte *fair value valuation*. Meer specifiek gaat het om *IFRS 3 Business combinations*. *Fair value* houdt in dat onderneming alle activa, passiva en verplichtingen van ondernemingen moeten waarderen op basis van de reële waarde¹⁰. Bv. Bij een overname beoordeelt de overnemende partij de waarderingsgrondslagen van de targetonderneming in relatie tot de eigen waarderingsgrondslagen. Verder bepaalt de overnemende partij de reële waarden van de balansposten op overnamedatum. Het deel van de betaalde prijs die de reële waarde van de activa overtreft, kan aangeduid worden als prijspremium en zal boekhoudkundig verwerkt worden als goodwill (Annual Report Fortis 2007, p. 194; International Accounting Standards Board, 2010).

2.3.2.1 De DCF-waarderingsmethode

De *discounted cashflowmethode* of DCF-waarderingsmethode waardeert de hele onderneming waardoor de waarde van het eigen vermogen slechts bepaald wordt na aftrek van de waarde van de schulden in de onderneming. De waarde van het eigen vermogen, vertegenwoordigd door de uitstaande aandelen, is van belang om een bod te kunnen doen op de targetonderneming of om te weten hoeveel aandelen de onderneming zelf moet uitschrijven om de target te kunnen overhalen tot een M&A.

De berekening van de ondernemingswaarde gebeurt aan de hand van de vrije operationele kasstromen¹¹ die verwacht worden voort te vloeien uit de targetonderneming. Aangezien het geschatte kasstromen zijn, daalt de nauwkeurigheid van de schattingen naarmate men verder in tijd kijkt. Traditioneel worden er twee perioden onderscheiden. Een eerste expliciete planningsperiode van circa vijf à tien jaar waarin per jaar de vrije operationele kasstromen geschat worden. Een tweede planningsperiode geeft meer een evolutie van de vrije operationele kasstromen, vertrekkende van het punt na de eerste planningsperiode. Deze 2^{de} periode wordt ook wel de restwaarde van de onderneming genoemd. Beide componenten van de ondernemingswaarde ondergaan een verdiscontering aan de hand van de gewogen gemiddelde kapitaalkost. De som van beide geactualiseerde componenten geven de huidige totale ondernemingswaarde. Als men hier de waarde van de schulden¹² aftrekt, dan heeft men de huidige waarde van het eigen vermogen en bijgevolg een waarde voor de aandelen van de target (Laveren et al., 2004).

⁹ Sinds januari 2005 zijn de beursgenoteerde ondernemingen in de Europese Unie gehouden tot de toepassing van de *International Accounting Standards* en de *International Financial Reporting Standards*. De boekhoudnormen zijn ontworpen door een internationale private organisatie, het IASB, maar worden slechts aanvaard nadat ze onderworpen zijn aan een onderzoek door de Europese Commissie. Slecht na het due process of endorsement worden de normen omgezet in recht in Europa. Voor meer informatie: zie de website van de Europese Commissie http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/index_en.htm.

¹⁰ IFRS 3 requires: an acquirer to measure the cost of a business combination as the aggregate of the fair values, at the date of exchange, of assets given, liabilities incurred or assumed, and equity instruments issued by the acquirer, in exchange for control of the acquiree; plus any costs directly attributable to the combination (International Accounting Standards Board, 2010).

¹¹ Laveren et. al (2004) beschrijven de vrije operationele kasstromen als volgt:

de bedrijfswinst na belastingen + afschrijvingen + andere niet-kaskosten + afname van de behoefte aan bedrijfskapitaal + ontvangsten (of - uitgaven), voortvloeiend uit niet-courante activiteiten - noodzakelijke investeringen. Met de behoefte aan bedrijfskapitaal (BBK) wordt bedoeld het verschil tussen exploitatieactiva (de som van de voorraden, de vorderingen ≤ 1 jaar en de overlopende activa) en de exploitatiepassiva (de som van de niet-rentedragende schulden op korte termijn en de overlopende passiva). De ontvangsten of uitgaven, voortvloeiend uit niet-courante activiteiten, staan voor uitzonderlijke opbrengsten of kosten, evenals financiële opbrengsten en kosten die het gevolg zijn van de uitvoering van een project.

¹² Het betreft de waarde van de schulden op lange termijn en van de rentedragende schulden op korte termijn. Gemakkelijkheidshalve worden de boekwaarden van de schulden gebruikt (Laveren et al., 2004).

Bij het gebruik van deze methode is het van belang dat de te waardenen onderneming veel kasmiddelen genereren en weinig strategische waarde bezitten. De vrije operationele kasstromen kunnen in de eerste planningshorizon vrij nauwkeurig geschat worden. Hoe minder nauwkeurig de schattingen, hoe groter vertekening in waardering zal zijn (Myers, 1984).

Economisch gezien is de DCF-waarderingsmethode de meest correcte waarderingsmethode. De methode omvat een grondige analyse van de targetonderneming. Dit heeft echter als gevolg dat er veel energie kruipt in de methode. Daarenboven spelen er ook veel onzekere factoren die de nauwkeurigheid van de methode negatief kunnen beïnvloeden (Van Noord, 2009).

2.3.2.2 De dividendwaarderingsmethode

De dividendwaarderingsmethode of het *dividend growth valuation model* berekent de huidige waarde van het eigen vermogen van een onderneming door de verdiscontering van de dividenden die een onderneming in de toekomst zal uitkeren. Deze methode is slechts mogelijk voor ondernemingen die daadwerkelijk de intentie hebben dividenden te blijven uitkeren in de toekomst. De methode is het meest aangewezen voor ondernemingen met een stabiele en voorspelbare dividendpolitiek. De methode is echter ook bruikbaar bij niet-constante groei van een dividend of zelfs bij nulgroei. Bij nulgroei wordt er verondersteld dat de onderneming éénzelfde dividendbedrag oneindig lang blijft uitkeren. De interestvoet voor het bepalen van de actuele waarde van de dividenden, de zogenaamde verdisconteringsvoet, is gelijk aan de opbrengstvoet voor aandelen met een vergelijkbaar risico ten opzichte van de ondernemingsaandelen. Hierbij moet bijgevolg rekening gehouden worden met aandelen van ondernemingen uit dezelfde industrie, vergelijkbare aanwezige schuldfinanciering, etc. De berekening levert rechtstreeks een waardering van de aandelenprijs van de targetonderneming op (Laveren et al., 2004).

2.3.2.3 De multiplicatormethode

De multiplicatormethode berekent de waarde van een targetonderneming via een beursratio of een financiële ratio, die wordt vermenigvuldigd met een multiplier die karakteristiek is voor een groep van vergelijkbare ondernemingen uit dezelfde industrie (Laveren et al., 2004).

Coyle (2000) wijst op het nut van de multiplicatormethode. Het laat toe ondernemingen in éénzelfde industrie met elkaar te vergelijken en bijgevolg een waarde te plakken op een target. De ondernemingen met hoge marges, snelle groeiratio's en sterke cashflows zouden een hogere rating moeten hebben dan ondernemingen met lage marges, trage groeiratio's en zwakke cashflows. Daardoor is het volgens Coyle (2000) van groot belang rekening te houden met deze kenmerken.

Een veelgebruikte ratio in de multiplicatormethode is de **P/E ratio**. De *price/earnings ratio* of de prijs/winstratio is de verhouding tussen de prijs van een aandeel en de jaarlijkse nettowinst per

aandeel. De multiplicatormethode via de P/E ratio gaat tewerk als volgt: Bij de waardering van de targetonderneming gaat men zich baseren op de P/E ratio('s) van één of meer vergelijkbare onderneming(en). Bij meerdere vergelijkbare ondernemingen wordt er een gemiddelde genomen van de P/E ratio's. De P/E van de vergelijkbare onderneming of de gemiddelde P/E ratio gebruikt men vervolgens bij de waardering van de targetonderneming door de ratio te vermenigvuldigen met het winstcijfer van de te waarden onderneming. Zo wordt *de aandelenprijs* van de target bepaald. Andere ratio's die vaak gebruikt worden in de multiplicatormethode zijn: prijs/omzet en prijs/cashflow (Laveren et al., 2004).

De multiplicatormethode wordt door Laveren et al. (2004) voorgesteld als een eenvoudig model. Het is echter niet vanzelfsprekend ondernemingen te vinden die volledig vergelijkbaar zijn met de te waarden onderneming op het vlak van groeiomogelijkheden, activiteiten, financiële risico's, operationele risico's, etc. Dit heeft als gevolg dat de methode eerder ruwe waarderingsinschattingen maakt.

2.3.2.4 De waardering volgens de kost van vervanging

Om de waarde van de overname te bepalen, moet men zich bij deze methode de vraag stellen hoeveel de kost is om de targetonderneming te vervangen (University of Illinois, 2007). Men stelt de target voor als een som van alle kosten voor de aanwezige uitrusting en personeel. Men weet bijgevolg hoeveel het kost een concurrent van de target op te richten, maar men kan uiteraard evengoed de target proberen overnemen tegen de datzelfde bedrag. Aangezien het zelf oprichten van een concurrerende onderneming vereist dat er een goed management aanwezig is, eigendom verworven is en de juiste uitrusting gezocht is, lijkt een overname logisch.

In tegenstelling tot andere methoden, zoals de DCF-waarderingsmethode, is de basis van de waardering geen cash, maar wel kosten. Wyatt (2009) vroeg zich dan ook af of de waardering volgens de kost van vervanging wel een goede methode is voor het bepalen van een marktwaarde. Volgens Wyatt zijn er tal van problemen, zowel op het vlak van de definities als op het vlak van de methodologie. Er bestaat vaak verwarring betreffende de termen 'kost', 'prijs' en 'waarde'. Verder zijn er de problemen met het vinden van marktafgeleide inputfactoren, vooral bij het schatten van afschrijvingen, en met de nood om eindaanpassingen te maken. Wyatt (2009) komt tot de conclusie dat het gebruik van deze methode in functie van het bepalen van marktwaarde het onderscheid tussen de term 'waarde' en 'kost' doet vervagen. De assumpties die gemaakt worden bij het bepalen van marktwaarde gaan niet op voor de waardering volgens de kost van vervanging. Bijgevolg moet deze methode gezien worden als een aparte soort van waardering.

2.3.2.5 De waardering tegen liquidatiewaarde

De waardering tegen liquidatiewaarde baseert zich op de verkoopwaarden van de ondernemingsbezittingen onder de hypothese dat een onderneming wordt stopgezet. De liquidatiewaarde is de waarde van de bezittingen bij directe verkoop verminderd met de bestaande ondernemingsschulden. Deze methode is nuttig om een minimumwaarde te bepalen. De bezittingen die verkocht worden onder een liquidatiescenario zijn hoogstwaarschijnlijk nooit even veel waard als de boekwaarde. Er worden vaak liquidatiefactors toegepast die de waarde van het actief afromen. Voor een materieel actief kan de afroming beperkt blijven, 0% zijn of er kan soms een meerwaarde behaald worden (vb. op een terrein). Ander activa, zoals voorraden, zijn in een liquidatiescenario veel minder waard en zullen sterk afgewaardeerd worden bij een directe verkoop. Het is een eenvoudige methode en het omvat een grote mate van zekerheid. De waardering tegen liquidatiewaarde is echter niet aan te raden bij M&A's. Een M&A veronderstelt dat de targetonderneming wordt opgeslorpt in een bestaande entiteit of in de vorming tot een nieuwe entiteit dus er komt geen directe verkoop van de activa aan te pas. Men zal de (meeste) activa blijven aanwenden in het nieuwe geheel. De liquidatiewaarde geeft uiteraard geen goede indicatie van de werkelijke waarde (Van Noord, 2009).

2.3.2.6 De waardering tegen intrinsieke waarde

De intrinsieke waarde van een onderneming is de balanswaarde van het eigen vermogen. Bij het eigen vermogen worden de stille reserves¹³ opgeteld en de latente belastingschulden afgetrokken.

Een voorbeeld:

De boekwaarden (de waarde zoals opgenomen in de balans) geven *onder andere* volgende:

Passief

* Eigen vermogen: 700.000 Euro

* Schulden: 900.000 Euro

Actief

* Gebouw (na afschrijvingen): 1.000.000 Euro

* Uitrusting (na afschrijvingen): 300.000 Euro

* Liquide middelen: 150.000 Euro

Na het herschatten van het totaal actief blijkt dat het gebouw duurzaam in waarde gestegen is tot 2.000.000 Euro. Hiermee zal men rekening moeten houden bij de waardering tegen intrinsieke waarde. Het zichtbare eigen vermogen bedraagt 700.000 Euro + stille reserve 1.000.000 Euro – latente belasting van 33,99% op de stille reserve¹⁴. De intrinsieke waarde van de onderneming

¹³ Stille reserves zijn de meerwaarde van de bezittingen bovenop de balanswaarde. Op deze meerwaarde moet bij verkoop van de activa een belasting betaald worden. De verkoop vond echter nog niet plaats, maar toch wil men al rekening houden met de toekomstig te betalen belasting op de meerwaarde, vandaar de term 'latente belasting' (Van Noord, 2009).

¹⁴ Huidige waarde 2 mio Euro – Boekwaarde 1mio Euro = Meerwaarde 1mio (de stille reserve). In veronderstelling dat de onderneming in België gevestigd is en onderworpen aan het hoogste tarief van vennootschapsbelasting, namelijk 33,99%. De

bedraagt bijgevolg 1.360.100 Euro. Deze waardering geldt dan als basis van de prijsbepaling van een onderneming. Het is een relatief eenvoudige waarderingmethode, maar de methode houdt geen rekening met toekomstige cashflows en toekomstige cashflows zijn erg waardevol (Van Noord, 2009).

2.3.2.7 Opties

Reële opties¹⁵ zijn een handig instrument om managementbeslissingen te maken. Flexibiliteit is van grote waarde in projectbeslissingen. DePamphilis (2007) toont het belang van opties aan bij M&A's. Wanneer men een M&A beschouwt als één geheel project, dan passen reële opties binnen de waarderingstechnieken. In tegenstelling tot vb. de DCF-waarderingmethode, kan men met optiewaardering reageren op nieuwe informatie. Het management kan vroegere beslissingen herzien waardoor het resultaat van het project gewijzigd wordt. Het nadeel van reële opties is het prijskaartje dat eraan verbonden kan zijn en de moeilijkheid van waarden aangezien vaak problematische assumpties in overweging moeten worden genomen. Het gebruik van opties is daarom slechts aangeraden wanneer het management over voldoende tijd en middelen beschikt en wanneer de opties significant bijdragen tot de onderliggende M&A beslissing (DePamphilis, 2007, p.331).

2.3.2.8 De prijspremie

Elke waarderingmethode geeft slechts een indicatie of een goede basis voor de prijsbepaling. Bij een M&A bestaat de prijs vaak uit een tweede bestanddeel, namelijk een prijspremie. Deze premie wordt betaald bovenop de berekende waardering¹⁶ aangezien de aandeelhouders van de kopende partij synergievoordelen verwachten uit de M&A, die zich vertalen in een stijging van de aandelenprijs na de M&A. De aandeelhouders van de targetonderneming verwachten een dergelijke premie ter compensatie van de toekomstige voordelen die de onderneming hen zou brengen wanneer deze zou voortbestaan zonder overname.

Moeller en Brady (2007) omschrijven de prijspremie als volgt: "the current owners need to *bribe* to sell their shares to the new owner" (Moeller en Brady, 2007, p. 184). Een surplus wordt betaald aan de aandeelhouders van de targetonderneming om hen te overhalen (*om te kopen*).

Knyphausen-Aufsess, Koeppen en Schweizer (2007) zijn van mening dat M&A's waarde vernietigen. Een reden hiervoor is dat premies vaak te hoog zijn in relatie tot de synergievoordelen. Deze synergievoordelen worden vaak overgewaardeerd en dat heeft een negatieve impact op de betaalde premie. De prijs moet redelijk blijven. Een premie van 50% ten opzichte van de berekende ondernemingswaarde moet vertegenwoordigd zijn door buitengewoon

latente belasting waarmee men rekening houdt, bedraagt bijgevolg 339.900 Euro (Van Noord, 2009; Wetboek van de Inkomstenbelastingen, 1992, art. 215).

¹⁵ Reële opties zijn exclusieve rechten in verband met reële activa zoals licenties, copyrights, het recht om commerciële eigendom te kopen, etc. (DePamphilis, 2007).

¹⁶ De premie wordt betaald als een surplus bovenop de 'pre-merger value' van de onderneming, komende uit een gekozen waarderingmethode (Investopedia, 2006).

hoge synergie-effecten. De gemiddelde prijspremie schommelt tussen 20%-40% van de vastgestelde ondernemingswaarde (Moeller en Brady, 2007).

Madura en Ngo (2008) kwamen tot de vaststelling dat de prijspremies, in functie van de verwachte synergievoordelen, gerelateerd zijn aan de premies uit vorige overnames in éénzelfde industrie. Verder kwamen beide onderzoekers tot het besluit dat waarderingseffecten van de koper invers gerelateerd zijn aan de betaalde premie. Dit impliceert dat abnormale hoge premies wijzen op een *overpayment* in plaats van op abnormale hoge premies. Het waarden van kopende partij heeft ertoe geleid dat men te veel betaald heeft in functie van de haalbare synergievoordelen.

In het hele verhaal van de waarderingen laten ondernemingen zich vaak bijstaan door financiële adviseurs en investment bankers. Deze organisaties en mensen hebben expertise in het waarden en het plakken van een prijs op een targetonderneming. Zij worden ook betrokken bij de onderhandelingen (Rosenbaum en Pearl, 2009).

2.3.3 De M&A deal

Wanneer de due diligence geen onregelmatigheden aan het licht hebben gebracht, dan kan men overgaan tot de uiteindelijke dealvorming. De geïnteresseerde onderneming zal een officieel bod uitbrengen op de targetonderneming. Het bod kan rechtstreeks aanvaard worden of verworpen worden. Bij het verwerpen van het bod hopen de aandeelhouders van de targetonderneming een hogere prijs te verkrijgen, vb. omdat zij via een andere waarderingmethode van mening zijn dat een hogere prijs gerechtvaardigd is. Daarnaast is het mogelijk dat er meerdere geïnteresseerde ondernemingen azen op éénzelfde targetonderneming. Zo bestaat er een biedingproces dat de overnameprijs de hoogte in duwt.

2.3.3.1 De onderhandelingen

Ook al zou de waardering een juiste weergave zijn van de marktwaarde van een onderneming, dan blijft er de mogelijkheid dat er andere potentiële overnemers zijn, waardoor **een biedingproces** ontstaat (Gaughan, 2005 b, p.14). Onder druk van een dergelijk biedingproces kunnen de prijspremies, voor de beoogde synergievoordelen, snel oplopen. Te veel betalen voor een onderneming kan vanuit strategisch standpunt een gunstige zaak blijven, aangezien de target wordt binnengehaald, maar vanuit financieel standpunt is het zeker niet de beste oplossing. Dit fenomeen wordt aangeduid als de *winner's curse*. De bieder die de strijd heeft gewonnen loopt het gevaar te veel te hebben betaald in vergelijking met de marktconsensus (Sundaresan, 2009, p.99). Lanning en Simensky (2002) wijzen eveneens op dit fenomeen. Doordat te veel betaald wordt voor de targetonderneming, wordt de beoogde return on investment niet gehaald. Eveneens behaalt de gecombineerde entiteit niet de nodige synergie-effecten om meer winstgevend te zijn dan wanneer ze beide individueel opereerden voorafgaande de M&A. De *winner's curse* kan er bijgevolg voor zorgen dat een M&A haar doel voorbijstreeft. De target zelf bevindt zich in een sterke

onderhandelingspositie. Deze positie komt de aandeelhouders van de target ten goede aangezien zij een (te) hoge prijs zullen ontvangen voor hun aandelen.

Wanneer de onderhandelingen zich louter afspelen tussen een initiatiefnemer en target dan is het noodzakelijk altijd een goede onderbouwing te hebben van de gehanteerde veronderstellingen bij het bepalen van de waarde van een onderneming. Zeker bij overdracht van de onderneming kan dit de onderhandelingspositie versterken. Bij het gebruik van verschillende waarderingmethoden, moeten ze vergeleken worden en is het van belang de oorzaak hiervan te achterhalen (Van Noord, 2009).

Price (1998) geeft aan wanneer een overnemende onderneming de bovenhand heeft in de onderhandelingen met een targetonderneming:

- 1) de overnemer heeft superieure informatie verkregen en is in staat om toekomstige synergie-effecten en toekomstige veranderingen in de industrie in te schatten;
- 2) het aantal bidders voor de target is laag. Idealiter is er slechts één bidder;
- 3) de economische omstandigheden zijn slecht;
- 4) de targetonderneming scoort onder het prestatiegemiddelde in de industrie;
- 5) en de targetonderneming heeft andere objectieven, naast het maximaliseren van de verkoopprijs. Vb. een bepaalde bedrijfsentiteit of divisie afstoten wegens het inslaan van een nieuwe bedrijfsstrategie.

Volgens Cartwright en Cooper (1996) zijn M&A's te vergelijken met een huwelijk. Het contract van een M&A deal is, volgens beide onderzoekers, vergelijkbaar met een huwelijkscontract. Succesvolle M&A's vereisen, net zoals bij een *succesvol* huwelijk, dat beide partijen de voorwaarden van het akkoord aanvaarden.

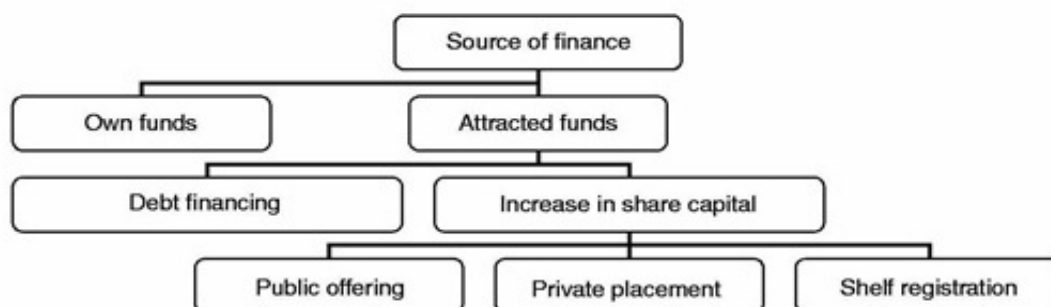
Een targetonderneming heeft twee mogelijkheden om de onderhandelingen hard te spelen wanneer men te maken heeft met een vijandige overname. Een eerste manier ligt in de handen van de Raad van Bestuur. Zij kunnen op grond van artikel 603 van het wetboek van vennootschappen het geplaatste maatschappelijke kapitaal één of meerdere malen verhogen via **het toegestane kapitaal**, op voorwaarde dat deze toepassing hen voorbehouden is in de statuten *en* dat de onderneming een naamloze vennootschap (NV) is. Het geplaatste kapitaal verhogen is een middel om de prijs van de onderneming omhoog te duwen zodat een (vijandige) overnemer dieper in de geldbeugel moet tasten en zo eventueel zal afhaken.

Een tweede manier ligt in de handen van het management. Wanneer er slechts één kopende partij is, kan het management **een 'white knight'** zoeken (Rock et al., 1994, p. 489). Moeller en Brady (2007) wijzen erop dat sommige ondernemingen zich ook spontaan aanbieden als een *white knight*. Het is een meer vriendelijke onderneming, die dezelfde prijs of zelfs een hogere prijs biedt dan de vijandige overnemer. De keuze valt bijgevolg uiteraard op de *white knight*.

2.3.3.2 De financieringswijze van de deal

Een M&A kan op verschillende manieren gefinancierd worden. Het is niet altijd zo dat een fuserende of overnemende onderneming een zak geld op tafel legt. Er bestaan nog tal van andere manieren om de deal rond te krijgen. Daarbij dient ook te worden opgemerkt dat de fuserende of overnemende onderneming niet altijd over voldoende cash beschikt of niet al het cash uit de onderneming wil halen, om zo een illiquide situatie te vermijden. Een illiquide situatie betekent cashproblemen voor de onderneming waardoor de continuïteit van de onderneming na de M&A in het gedrang komt. Figuur 2 toont de mogelijke strategieën voor het vinden van fondsen om de deal rond te krijgen.

Figuur 2: Strategieën om de M&A te financieren (Kasparova, 2007).



Een onderneming moet zich altijd afvragen welke soort(en) van financiering ze wil aanwenden. Bij een combinatie van meerdere financieringsvormen dienen de dealmakers zich ook de vraag te stellen in welke mate ze van elk type financiering wensen gebruik te maken.

2.3.3.2.1 Eigen fondsen

De interne financiering (*own funds*) slaat op de eigen middelen¹⁷ in de onderneming die worden aangewend om de M&A te financieren. Een onderneming bevindt zich in een liquide situatie en wenst de **cash** en/of de **geldbeleggingen** in de onderneming aan te wenden om de M&A deal te financieren. M&A deals omvatten echter vaak miljoenenbedragen. Een onderneming moet al zeer

¹⁷ De activa van een onderneming. In het kader van M&A's worden voornamelijk de activa gehanteerd, die snel ten gelde gemaakt kunnen worden. Het betreft hoofdzakelijk de geldmiddelen *sensu lato*, zoals cash, geldbeleggingen, etc. Doch, een financieringsvorm kan er ook in bestaan dat de overnemer betaalt via onroerend goed, Intellectuele eigendomsrechten, royalties, etc. (DePamphilis, 2007, p. 451).

liquide zijn om enkel eigen cash aan te wenden in de deal. Daarom zal een onderneming zich vaak behoeden voor een situatie waarin ze onvoldoende cash overhouden waardoor ze geen werkkapitaal meer overhouden.

DePamphilis (2007, p. 451) stelt vast dat cash het meeste simpele en de meest gebruikte manier is om aandelen of activa te verkrijgen. Het gebruik van cash is echter afhankelijk van de liquiditeitspositie van de overnemer, de voorkeur voor cash bij de target¹⁸ en de aandelenwaarde van de overnemer. In verband met de aandelenwaarde van de overnemer komt Kwapong (2005) tot de conclusie dat een betaling via cash vaker voorkomt wanneer de overnemer van mening is dat de waarde van de eigen aandelen ondergewaardeerd zijn. Een overnemer, die over voldoende cash beschikt, is bijgevolg aangewezen om een cash betaling te doen in plaats van een uitgifte van nieuwe aandelen (Kwapong, 2005, p. 267).

2.3.3.2.2 Aangetrokken fondsen

Wanneer de eigen liquide activa niet toereikend zijn of niet aangesproken worden, dan wordt de M&A gefinancierd met middelen van buiten de onderneming (*attracted funds*). Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen schuldfinanciering door banken, schuldfinanciering door investeerders en een kapitaalverhoging.

2.3.3.2.2.1 Schuldfinanciering door banken

Een M&A kan geheel of gedeeltelijk gefinancierd worden door een lening bij de bank. Hoe meer schulden er echter worden aangegaan, hoe hoger de rentelast. De hoge rentelast vertaalt zich in een hoge druk op de cashpositie van de onderneming (Kasparova, 2007).

2.3.3.2.2.2 Schuldfinanciering door investeerders

Instrumenten zoals obligaties en achtergestelde leningen zijn een tweede methode om middelen bijeen te zoeken en bijgevolg de M&A (evt. gedeeltelijk) te betalen. De investeerders, die schuldeisers worden van de onderneming, krijgen de belofte hun kapitaal terug te krijgen na een overeengekomen termijn (evt. gespreid met gedeeltelijke kapitaalaflossingen) met inbegrip van de interesten. Schuldinstrumenten aan investeerders zijn eventueel converteerbaar. Bijvoorbeeld, een converteerbare obligatie laat de investeerder de keuze, meestal op vervaldag van de totale schuld, tussen *het terugkrijgen van het totale verschuldigde kapitaalbedrag* of *het omzetten van de schuldvordering in aandeelhouderschap*¹⁹.

¹⁸ Een betaling via cash brengt bij de aandeelhouders van de target een onmiddellijke belastingsschuld teweeg (DePamphilis, 2007).

¹⁹ Soms ligt de beslissing bij de onderneming om de terugbetaling te doen in cash (aflossing verschuldigde bedrag) of in aandelen (omzetten schuldvordering naar aandeelhouderschap). De zgn. 'reverse convertibles' (quote: Haelterman, 2009).

De schuldinstrumenten brengen echter nadelen met zich mee. Enerzijds omdat de grote sommen, die nodig zijn om de M&A te financieren, een hoge interestlast op de onderneming leggen. Dit vereist wederom een goede liquiditeit om de interesten te kunnen aflossen. Anderzijds omdat converteerbare obligaties en warrants de mogelijkheid geven aan schuldeisers om aandeelhouder te worden en bijgevolg winstverwatering inhouden voor de huidige aandeelhouders (Haelterman, 2009; Muyltermans, 2009).

2.3.3.2.2.3 Leveraged Buy Out

Het lenen van fondsen om de controle te verwerven over een onderneming wordt aangeduid als een LBO, een *Leveraged Buy Out*. Hierbij komt het vaak voor de targetonderneming significant groter is dan de overnemende onderneming (Kasparova, 2007).

De Belgische markt van M&A's wordt hoofdzakelijk gekenmerkt door LBO's. Een standaardvoorbeeld is de situatie waarbij de overnemers, vb. het management van een onderneming en/of een Private Equity Fund, voor 30% de overnameprijs financieren en waarbij de overige 70% komt van bankleningen. Vaak vertrekt men vanuit de stelling: hoeveel kunnen wij als overnemers lenen bij de bank? De banken zullen sneller bereid zijn mee in het project te stappen wanneer de overnemers een targetonderneming willen overnemen met een goede cashpositie²⁰. Hoe beter de cashpositie van de target, hoe veiliger de situatie voor de bank.

Wanneer de overnemers daadwerkelijk het huidige management en/of een Private Equity Huis zijn, in de vorm van een nieuwe opgerichte entiteit is een LBO problematisch in die zin dat hoge interestlasten bij de bank niet kunnen worden betaald omdat de entiteit zelf geen operationele inkomsten genereert en de interestlasten kunnen niet zomaar afgezet worden ten opzichte van de winsten van de overgenomen target. Daarom volgt er na de aandelenovername van de target een fusie tussen de entiteit, de single purpose vehicle van het management en/of PE Huis, en de overgenomen target. Een fusie is echter onderhevig aan belastingen, tenzij de fusie voldoet aan drie voorwaarden (Muyltermans, 2009):

- 1) de overnemende onderneming heeft de ondernemingszetel binnen de Europese Economische Ruimte;
- 2) de fusie gebeurt in overeenstemming met de bepalingen van de wet;
- 3) en de fusie heeft niet tot doel belastingen te ontduiken (=fraude), zelfs niet tot doel te ontwijken.

Een taksvrije fusie dient bijgevolg te voldoen aan rechtmatige financiële en economische behoeften. De bewijslast ligt echter bij de fiscus (Muyltermans, 2009).

²⁰ In het vakjargon bij PricewaterhouseCoopers worden deze targets omschreven als de 'EBITDA's' (Muyltermans, 2009). EBITDA verwijst naar een mogelijke indicator voor de beoordeling van financiële prestaties van een onderneming. Backhuijs et al (2003) wijst eveneens op het feit dat EBITDA een waardevolle indicator kan zijn voor de leencapaciteit van een onderneming.

2.3.3.2.2.4 Kapitaalverhoging

Het aangaan van nieuwe schulden ligt niet altijd voor de hand. Vb. Een onderneming die al een hoge schuldenlast draagt. Daarom is er de methode om vers kapitaal/geld te gaan zoeken via een kapitaalverhoging. Ten opzichte van de kapitaalverhoging staat de uitgifte van nieuwe aandelen. De uitgifte van nieuwe aandelen, via de kapitaalverhoging, staat in voor de overname van het actief van de target. Het overgenomen actief zou een toegenomen winstgevendheid moeten creëren waardoor huidige aandeelhouders niet benadeeld worden. Er is bijgevolg geen sprake van winstverwatering door de toename van nieuwe aandeelhouders.

Volgens Myers en Majluf (1984) wordt de M&A bij voorkeur gefinancierd door aandelen wanneer het management ervan overtuigd zijn dat de aandelen overgewaardeerd zijn. De aandelen staan hoog genoteerd en bijgevolg moet de onderneming minder aandelen uitgeven om de overeengekomen prijs te betalen. Tot éézelfde conclusie komt ook Kwapong (2005). Een M&A deal afronden door middel van een uitgifte van nieuwe aandelen komt voornamelijk voor wanneer de overnemer zelf van mening is dat zijn aandelen overgewaardeerd zijn.

Enkele methoden om een kapitaalverhoging door te voeren (Kasparova, 2007):

- IPO

Bij een IPO, Initial Public Offering, gaat men als onderneming naar de beurs om een breder investerend publiek te zoeken. De onderneming kan eventueel al langer genoteerd staan op de beurs. In beide gevallen zal de kapitaalverhoging bereikt worden door de aankondiging ervan en uiteraard de uitgifte van nieuwe aandelen.
- Private placement

Bij een private placement wordt vers kapitaal gezocht in een select gezelschap. Veelal gaat het om bestaande investeerders die de mogelijkheid aangeboden krijgen extra investeringen te doen in de vorm van aandelen, converteerbare obligaties, obligaties, etc. De onderneming kan ook nieuwe groepen van investeerders persoonlijk contacteren met een aanbod tot investeren.
- Shelf registration

Shelf registration is een handig instrument om zeer snel securities (aandelen, converteerbare obligaties, etc.) aan te bieden aan het publiek. De onderneming registreert bij de overheid een document betreffende de securities, waardoor de publieke plaatsing van de securities zeer vlot verloopt ("*because the registration is shelved*" – Kasparova, 2007) wanneer de fondsen dringend nodig zijn.

De derde techniek, namelijk *shelf registration*, is in België minder bekend, maar wordt toch toegelaten door de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen. Veronderstel de uitgifte van nieuwe aandelen. Het uitgifteprospectus en het noteringsprospectus kunnen zo goedgekeurd worden in twee stappen om de informatie, die bij uitgiften of opneming in de notering van een effectenbeurs vereist is, sneller te kunnen verzamelen. De procedure houdt in dat twee stukken, het referentiestuk²¹ en de verrichtingsnota²², afzonderlijk onderzocht en gepubliceerd worden. Het referentiestuk is niet opgesteld in functie van een concreet plan om middelen te zoeken bij het investerende publiek. Er geldt echter een geldigheidstermijn van het referentiestuk tot aan het volgende jaarverslag van de onderneming die mogelijkwijze snel als emittent wenst op te treden. De verrichtingsnota omvat, naast de specifieke informatie betreffende de beoogde verrichting, ook een actualisering van de informatie in het referentiestuk. Bij een openbaar beroep op het spaarwezen mag de verrichtingsnota slechts verspreid worden wanneer ook het referentiestuk erbij gevoegd is (Penninckx, 2005).

2.3.3.2.3 Overige financieringsaspecten

Kasparova (2007) wijst ook op de mogelijkheid om de financiering te splitsen. Een bepaald bedrag wordt betaald bij het sluiten van de M&A deal. Een bijkomend bedrag wordt betaald bij het zich voordoen van een gebeurtenis die contractueel het bijkomende bedrag rechtvaardigt. Dit bijkomende bedrag wordt omschreven als 'financing on the installment plan'. Dergelijke *installment payments* kunnen ook louter gespreide betalingen omvatten, zonder de noodzaak aan het halen van contractueel vastgestelde doelen. *Installment plans* zijn een handig instrument in tijden van financiële crisis en hebben een gunstig effect op het M&A succes.

Bij een overname gaat het steeds om één onderneming die een (of meerdere) andere onderneming(en) overneemt en waarbij altijd een bepaald type financiering aangewend wordt. Dit is niet altijd het geval bij fusies, toch niet bij een fusie in strikte zin²³. Het kan dan louter gaan om een verdeling van de aandelen, verbonden aan de nieuwe entiteit. De aandelen, die het kapitaal vertegenwoordigen van elk onderneming apart, verdwijnen en nieuwe aandelen, die het kapitaal van de nieuwe entiteit vertegenwoordigen, komen in de plaats. De dealmakers moeten dan tot een overeenkomst komen betreffende de verdeling van dit nieuwe pakket aandelen onder alle aandeelhouders die betrokken zijn in de fusie (Haelterman, 2009).

2.3.4 Het entiteitintegratieproces

Nadat dat de deal rond is, volgt het integratieproces. Integratie slaat zowel op de formele organisatie (bv. het integreren van organisatiestructuren, systemen, processen, etc.) als op de informele organisatie (bv. bedrijfsculturen, netwerken, etc.) van voorheen onafhankelijke

²¹ Het referentiestuk bevat de inlichtingen in verband met de emittent (Penninckx, 2005).

²² De verrichtingsnota bevat alle nuttige informatie in verband met de betrokken verrichting en effecten. Deze nota wordt opgesteld naar aanleiding van een concreet plan om middelen op te halen bij het investerende publiek (Penninckx, 2005).

²³ De vriendelijke overname, vaak ook voorgesteld als een fusie, wordt hier niet bedoeld. De fusie in strikte zin slaat op de ondernemingen die hun activa en passiva onderbrengen in de nieuwe opgezette entiteit en bijgevolg zelf ophouden te staan (Haelterman, 2009).

ondernemingen in een geheel nieuwe organisatie. Volgens Schweiger (2002) leggen de integratie-issues de grootste druk op het succes van de M&A.

Cartwright en Cooper (1996) wijzen op het belang van verdere relatieopbouw. De integratie staat in het teken van snel de nieuwe entiteit te laten lopen als een geoliede machine, maar het management moet verder kijken. Observaties van en discussies over de nieuwe situatie zijn belangrijk. Het topmanagement moet erkennen dat een M&A voornamelijk draait rond relaties (Lafforet en Wageman, 2009).

2.3.4.1 Integratie van culturen

Cartwright en Cooper (1996) stellen dat de culturele compatibiliteit een belangrijk ingrediënt is voor fusiesucces. Wanneer de bedrijfsculturen weinig tot geen compatibiliteit vertonen, dan is één nieuwe cultuur vereist voor de nieuwe entiteit. Bij fusies zal er onderhandeld moeten worden. Elementen uit beide organisaties kunnen overgenomen worden of één van de betrokken ondernemingen probeert aan te tonen waarom de desbetreffende bedrijfscultuur het meest geschikt is voor de nieuwe entiteit. Men moet tot een akkoord komen. Bij overnames, vooral de vijandige overnames, is de situatie makkelijker. De sterke onderneming heeft een overwegende invloed en kan de eigen bedrijfscultuur opleggen aan de overgenomen partij. Volgens Sinclair (2003) is een onderneming sterk wanneer de grootte van de onderneming minimaal 25% de grootte van de overgenomen onderneming overtreft. Dit wil echter niet zeggen dat de integratie van de opgelegde cultuur daardoor van een leien dakje loopt. Daarenboven wil het ook niet zeggen dat de bedrijfscultuur van de sterke onderneming de meest geschikte is.

Uit het onderzoek van Gaughan (2005 a) blijkt dat de cultuur op zich van de sterke onderneming voor grote problemen kan zorgen. Volgens Gaughan zijn de vele M&A flops in het jaar 2005 te wijten aan een falende **corporate governance**, een term voor het beschrijven van de mechanismen die leiden tot een efficiënt en verantwoord bestuur van een organisatie. Als voorbeeld gebruikt hij WorldCom, een grote speler op de wereldmarkt van telecommunicatie met een growth-by-acquisition strategy. C.E.O.²⁴ Bernie Ebbers was zeer goed in het maken van overnamedeals. Zijn managementkwaliteiten waren echter minder sterk (Gaughan, 2005 a). Gaughan wijst erop dat WorldCom richting faillissement afstevende door het aanblijven van C.E.O. Ebbers²⁵. Een onderneming bereikt na vele M&A's haar efficiënte grootte en wanneer deze situatie zich voordoet, moet de Raad van Bestuur ingrijpen. De waarde die het management geeft aan M&A deals is na verloop van tijd veel groter dan de waarde die de aandeelhouders eraan geven²⁶. Imperiumgeoriënteerde topmanagers dienen dan vervangen te worden door topmanagers met betere managementkwaliteiten, mensen die de huidige organisatie in goede banen leiden zonder te focussen op verdere uitbreiding.

²⁴ C.E.O. staat voor Chief Executive Officer. d.i. de algemene directeur in een organisatie.

²⁵ Naast de mindere managementkwaliteiten (Gaughan, 2005 a) blijkt verder ook dat CEO Ebbers betrokken was bij meerdere frauduleuze praktijken waardoor het falen van de onderneming onafwendbaar was (Mercken, 2009).

²⁶ De zogenaamde 'empire building theory' (Price, 1998). Byttebier (1993, p.133) wijzen op het feit dat vele ondernemingen gedomineerd worden door 'empire building' managers. De managers, van de overnemende onderneming, dienen met de vele M&A's meer hun eigen belangen dan de belangen van de aandeelhouders van de overnemende onderneming.

De Raad van Bestuur, een orgaan binnenin de organisatie om toezicht te houden op het management in het belang van de aandeelhouders, was ook in vele andere gevallen²⁷ van M&A flops niet in staat de het topmanagement te controleren of te beletten dat ze niet zouden handelen in het belang van de aandeelhouders. Een te sterk topmanagement dat de Raad van Bestuur kan domineren is een teken van gefaalde corporate governance (Gaughan, 2005 a).

Het combineren van culturen is soms onhaalbaar. Volgens Virani (2007) is een zwakke cultural fit een veelvoorkomende reden van M&A falingen. De ondernemingen betrokken in de deal zien af van een cultural due diligence in de voorbereidende fase omdat dit een extra kost, veel tijd en moeite impliceert. Volgens Cozijnsen en Dolmans (2008, p. 59) wordt de cultural due diligence vaak te nauw uitgevoerd. Het onderzoek focust zich daarbij uitsluitend op de topmanagementteams aangezien deze teams het best de waarden van de ondernemingen representeren. Toch behelst zulk onderzoek niet de gehele organisatie. De cultuur van de topmanagers kan danig verschillen van deze op de werkvloer.

Het mag duidelijk zijn dat de kosten, tijdens en na de integratie, die te wijten zijn aan een cultural clash echter veel omvangrijker zijn dan de kosten, in de voorbereidingsfase, om de cultural due diligence naar behoren uit te voeren (Schorg et al., 2004).

2.3.4.2 Integratie van werknemers

De meeste M&A's hebben een grote impact op de werknemers. Fusies en overnames brengen stress met zich mee omdat ze een onzeker karakter hebben op het vlak van banenverlies en de mate van herstructurering (Davy et al., 1988). Daarnaast heerst er een zekere vijandigheid ten opzichte van de werknemers van de andere onderneming (Buono et al., 1985). Dit kan een negatief effect hebben op het vlotte verloop van de integratie.

Olatunji en Uwalomwa (2009) wijzen erop dat M&A's een negatieve impact hebben op werknemers. M&A's leiden vaak tot onproductieve bezigheden, absentieïsme, een lage moraal en jobontevredenheid.

Marks en Mirvis (1997) komen tot dezelfde conclusie. M&A's leiden tot werknemersontevredenheid, gedaalde motivatie en verminderde toewijding ten opzichte van de onderneming. Ongemotiveerde en ontoegewijde werknemers neigen hun werkspanningen te herleiden tot een minimum. De beste werknemers kijken uit naar ander werk op de markt en verlaten de onzekere situatie. Mensen zijn dé meest belangrijke middelen in ondernemingen. Het zogenaamde human capital is cruciaal voor de overleving van een onderneming en moet goed gemanaged worden. Ondernemingen moeten investeren in talent, de talentvolle werknemers ondersteunen, motiveren en verder helpen ontwikkelen. Virani (2007) wijst op het belang van de sleutelpersonen van een overgenomen onderneming genoeg opportuniteiten aan te bieden opdat deze behouden kunnen

²⁷ Voorbeelden: Daimler-Chrysler met een te dominante CEO bij Daimler, AT&T en de vele M&A blunders waarbij de Raad van Bestuur faalde om in te grijpen, etc. (Gaughan, 2005 a).

worden in de nieuwe organisatie. Een studie toont aan dat 50% van de *senior executives* van de overgenomen onderneming vertrekt binnen het jaar na de M&A. Binnen de drie jaar na de M&A zou zelfs 75% onder hen de nieuwe entiteit verlaten (Schorg et al., 2004).

Een reden waarom de nervositeit en onzekerheid onder de werknemers toeneemt, is het gebrek aan doeltreffende communicatie. Doeltreffende communicatie is vereist zowel voor, tijdens als na de M&A. Communicatie van het (top)management naar het personeel toe is een cruciaal gegeven om geen vertrouwensbreuk te creëren doorheen de hele organisatie. Doch, de communicatie naar de werknemers toe wordt vaak onderschat en vergeten in de drukte die er hangt rond de M&A (Epstein, 2004). "No information translates into bad information". Het is echter zo dat ongunstige informatie niet snel openbaar gemaakt wordt, waardoor informatie verzwegen, achtergehouden of uitgesteld wordt. Dit heeft op zijn beurt dan negatieve gevolgen voor de moraal op de werkvloer (Cartwright en Cooper, 1996).

Van Dick et al. (2006) voegt, naast de factor communicatie, nog twee factoren toe die bijdragen tot een vlotte integratie van werknemers, namelijk continuïteitsgarantie en socio-emotionele oriëntatie.

De werknemers in de nieuwe organisatie die een gevoel van discontinuïteit ervaren, voelen geen identificatie met de onderneming van voor de M&A. De dagelijkse routine is namelijk doorbroken door middel van een andere bedrijfscultuur, een nieuwe bedrijfsstructuur, een nieuw management, etc. Fusies en overnames tussen twee vergelijkbare ondernemingen geeft de werknemers van beide ondernemingen een bepaalde mate van identificatie met de onderneming van voor de M&A, waardoor de integratie vlotter verloopt (Van Dick et al., 2006).

Price (1998) heeft een andere oplossing. Door een snelle integratie van Human Resource Systemen heeft men snel een betere kijk op het personeelsbeleid. Er wordt zeer snel geanticipeerd op de onzekerheid die heerst onder de werknemers.

2.3.4.3 Integratie van bedrijfssystemen

Bij de fusies in strikte zin is er minder sprake van integratie, maar wel van de ontwikkeling van nieuwe bedrijfssystemen. Bij overnames speelt de systeemintegratie wel.

2.3.4.3.1 Het financiële systeem

Nadat de deal rond is, moeten de financiële rapporteringssystemen van beide ondernemingen gestandaardiseerd worden. Bij een overname besteedt het management, van de kopende partij, aandacht aan de ontwikkeling van een systeem om de financiële gegevens van de overgenomen onderneming op te volgen, alsook een systeem dat helpt bij het maken van beslissingen. Men moet er zich van vergewissen dat alle financiële aspecten en boekhoudaspecten van de nieuwe entiteit

doeltreffend gecommuniceerd worden. Bij afwezigheid van zulke systemen bestaat er de mogelijkheid dat de overgenomen onderneming opereert buiten de controle van de overnemer (Price, 1998).

2.3.4.3.2 Het marketing- en productiesysteem

Het integreren van een productieproces is kostelijk. De overgenomen onderneming moet het proces goed begrijpen. Controle over het hele proces is cruciaal, anders worden er verliezen gemaakt doorheen de hele onderneming. Om een snellere integratie te bewerkstelligen op het vlak van productiesystemen, kan men best tijdens de due diligence al onderzoeken waar er mogelijke knelpunten zijn met de targetonderneming. Zo kan men er tijdens de integratie beter op anticiperen (Price, 1998).

Verder haalt Price (1998) aan dat het integreren van het marketingsysteem van de overnemer in de overgenomen onderneming zeer moeilijk is. Beide ondernemingen moeten de systemen mixen tot een nieuw systeem. De procedure is tijdrovend, maar werpt zijn vruchten op. Zo komt men tot een nieuw beleid inzake contact met de consument, distributie, reclame, marktpositionering en prijsvoering. In de ontwikkeling van het systeem moet het management zich buigen over de strategische marketingdoelstellingen, de markt/product positionering, de prijsstrategie, het productbeeld, de distributie van het product, het gewenste marktaandeel per product en de reclamecampagnes.

2.3.4.3.3 Het informatiesysteem

Ondernemingen met twee totaal verschillende informatiesystemen vormen een groot probleem. Zowel het opleggen van één van de systemen of het creëren van een nieuw systeem voor de nieuwe entiteit is zeer moeilijk. Volgens Price (1998) is het belangrijk een systeem te hebben met een adequate technische architectuur, een hard- en software die aangepast zijn aan de noden van de entiteit en efficiënte communicatiesystemen tussen de verschillende netwerken van het informatiesysteem (IS). Het verwezenlijken van deze vereisten kost tijd en geld en daarnaast worden de werknemers geconfronteerd met vaak zeer complexe systemen waardoor de vlotte communicatie doorheen de nieuwe entiteit in het gedrang komt.

Door de constante ontwikkelingen op het vlak van technologie, is de problematiek omtrent de IS-integratie zeer uitdagend. Deze integratie wordt vaak beschouwd als de grootste "post-deal challenge". Geen enkele onderneming kan nog zonder IS en de complexiteit van de technologie neemt dagelijks toe. Uit een onderzoek van PricewaterhouseCoopers (2008) blijkt dat 58% van de respondenten grote moeilijkheden ondervinden met de IS-integratie. Verder blijkt dat bij 45% van de respondenten de uitdagingen omtrent de IS-integratie hebben geleid tot significante of toch behoorlijke vertragingen in het bereiken van de vooropgestelde M&A doelen. Van Der Host et al. (2008) wijzen eveneens op de toenemende problematiek betreffende de IS-integratie. Uit een onderzoek in 2007 van Atos Consulting blijkt dat fuserende ondernemingen vaak te veel

verwachten van de integratie van informatiesystemen (IS) en de informatietechnologie (IT). De tijd, moeite en kost om zulke technologie en systemen te integreren wordt vaak onderschat. De doelstellingen worden bijgevolg niet behaald of enkel tegen een zware extra kost. Fuserende ondernemingen moeten niet altijd de meest complexe systemen willen integreren, soms is het beter om minder te integreren. De focus moet liggen op een algemene basis IT en enkele zorgvuldig geselecteerde businessprocessen.

2.4 Leren uit de M&A

Uit onderzoek van Haleblan en Finkelstein (1999) blijkt dat de overnameprestaties significant positief gecorreleerd zijn met het aantal eerdere overnames, op voorwaarde dat het gaat om homogene overnames. Met andere woorden, vergelijkbare overnames in dezelfde industrie of in dezelfde geografische markt. Meschi en Metais (2006) gingen een stap verder en onderzochten of de combinatie van 'ervaringen met overnames' en 'ervaringen met joint-ventures' een effect zou hebben op de M&A prestaties. Zij kwamen echter tot de conclusie dat er geen relatie was.

Cisco Systems (CS) is een voorbeeld van een onderneming met veel ervaring op het vlak van M&A's. CS voerde éénenvijftig M&A's door in de periode tussen 1994 en 2000, waarvan éénentwintig in het jaar 2000. CS heeft bij elke ondernomen M&A een plan om alles in goede banen te leiden. Enerzijds focust CS op de werknemersneden en worden werknemers op de hoogte gehouden van de laatste ontwikkelingen zodat onzekerheid niet de kop opsteekt. CS heeft fusieteams die instaan voor een constante begeleiding waarbij elk detail bestudeerd wordt om een vlotte integratie te bewerkstelligen (Miller, 2000). Anderzijds focust CS op de cultuur van de overgenomen, vooral kleinere, ondernemingen (Knilians, 2009). Volgens Miller (2000) tonen resultaten van een onderzoek aan de Harvard Business School aan dat er een positieve correlatie is tussen cultuurmanagement en de bedrijfswinst, de omzet en de aandelenprijzen. Vanwege de jarenlange overname-ervaring erkent CS het belang van cultuurmanagement. CS evalueert de cultuur om zeker te zijn dat er een soort van 'chemie' is tussen CS en de target (Knilians, 2009). De succesvolle benadering in verband met M&A integratie, heeft CS een extra voordeel gegeven. CS is in staat ondernemingen te integreren met een totaal verschillend 'business model' dan het eigen business model. Hierdoor leren ze bij over gebieden waar ze nog nooit een werkingsverleden hadden. CS voorziet een proces waarbij de integratie met zulke onderneming niet te snel wordt ondernomen. "*We try to preserve their uniqueness and really learn the business model*" (Knilians, 2009). CS wil absoluut niet dat de target zomaar tegen CS wordt *aangeplakt* en dat de unieke kenmerken, de kritische succesfactoren, van de target daardoor worden vernietigd. Het is een balancerend proces waarbij de unieke kenmerken goed beschermd moeten worden, maar tegelijkertijd moet het CS *leveragen*. Simpel gezegd, ondanks het behoud van de targetkenmerken, moet CS er ten volle van kunnen profiteren. Volgens Knilians (2009) evalueren de beste overnemers hun inspanningen op continue basis en zijn ze bereid de tactiek aan te passen in functie van het beste resultaat.

DEEL 3 Auditing

In het derde deel van de eindverhandeling wordt er ingegaan op de rol van de bedrijfsrevisor en de regelgeving waaraan de bedrijfsrevisor zich moet houden. De theoretische behandeling gaat in op de Belgische context, in het licht van de regelgeving op het niveau van de Europese Unie. Daarnaast worden ook enkele theoretische aspecten behandeld van de Amerikaanse context aangezien de voorbeelden in het praktijkgedeelte ook Amerikaanse ondernemingen omvatten.

3.1 Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren

Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren, kortweg het IBR, werd opgericht bij de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een Instituut van de Bedrijfsrevisoren en de organisatie van het publiek toezicht op het beroep van bedrijfsrevisor. Deze Wet werd op 30 april 2007 grondig gewijzigd.

Het Instituut wordt geleid door een Raad die het dagelijkse bestuur toevertrouwt aan een Uitvoerend Comité. Daarnaast is de Raad ook bevoegd comités, permanente commissies of technische werkgroepen op te richten die hij nodig acht.

De belangrijkste taken van het IBR zijn de opleiding, het toezicht op de permanente vorming van de bedrijfsrevisoren, het toezicht op de uitoefening door de bedrijfsrevisoren van hun beroep, alsook de organisatie van de kwaliteitscontrole. Vandaar dat elke bedrijfsrevisor ingeschreven is in het register van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 c).

De Raad van het IBR ontwikkelt een doctrine betreffende de audittechnieken en gaat via adviezen, omzendbrieven of mededelingen de goede toepassing van het wettelijke, reglementair en normatieve kader op het gebied van de beroepsuitoefening van de bedrijfsrevisor, bewerkstelligen. De naleving van normen en aanbevelingen, geformuleerd door de Raad, geldt wanneer ze zijn goedgekeurd door de Hoge Raad voor de Economische Beroepen en de Minister, bevoegd voor Economie. Deze normen en aanbevelingen gelden enkel indien er voor hetzelfde aspect geen internationale controlestandaarden voor handen zijn, die werden goedgekeurd door de Europese Commissie van de Europese Unie (Wet van 22 juli 1953, artikel 30, 1^o paragraaf).

Conform artikel 33 van de Wet van 22 juli 1953 moet het IBR alle bedrijfsrevisoren aan een kwaliteitscontrole onderwerpen en dit minstens om de zes jaar. Voor bedrijfsrevisoren die optreden als commissaris (zie: *hoofdstuk 3.3 De bedrijfsrevisor als commissaris van de onderneming*) van een organisatie van openbaar belang²⁸ geldt een minimumtermijn van drie jaar. Een kwaliteitscontrole houdt in dat de werkmethodes, de organisatie, de uitgevoerde werkzaamheden en de manier waarop de bedrijfsrevisoren hun opdrachten uitoefenen, worden onderzocht.

²⁸ De organisaties van openbaar belang (OOB) zijn de beursgenoteerde ondernemingen, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen (Mercken, 2009).

Jaarlijks maakt het Instituut een jaarverslag op van haar activiteiten. Het jaarverslag is terug te vinden op de website van het Instituut (www.ibr-ire.be).

3.2 De bedrijfsrevisor

3.2.1 Het beroep

Het statuut van de bedrijfsrevisor werd eveneens gecreëerd bij de Wet van 22 juli 1953. Artikel 4 omschrijft de voornaamste taak van de bedrijfsrevisor als volgt:

De bedrijfsrevisor heeft als hoofdtaak alle opdrachten uit te voeren die bij of krachtens de wet aan de bedrijfsrevisoren uitsluitend zijn toevertrouwd en op algemene wijze, alle revisorale opdrachten te vervullen met betrekking tot financiële overzichten, verricht met toepassing van of krachtens de wet.

Naast de beroepsregels, beschreven in de Wet van 22 juli 1953, is de bedrijfsrevisor ook onderworpen aan beslissingen betreffende de beroepsregels, genomen door de Raad van het Instituut van de bedrijfsrevisoren.

De bedrijfsrevisor is een onafhankelijke en onpartijdige deskundige die instaat voor de controle van de jaarrekening (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 e). Hij/zij geldt als vertrouwenspersoon voor alle belanghebbenden van de onderneming. Belanghebbenden (klanten, leveranciers, overheid, werknemers, aandeelhouders, mogelijke investeerders, etc.) nemen beslissingen aan de hand van de financiële informatie die de onderneming ter beschikking stelt. Vandaar dat deze financiële informatie dient gecontroleerd te worden opdat de juiste beslissingen genomen kunnen worden. De bedrijfsrevisor gaat na of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van het vermogen, de financiële positie en het resultaat van de onderneming, conform artikel 24 van het Koninklijk Besluit van 30 januari 2001 ter uitvoering van het Wetboek van Vennootschappen.

De wetgever beperkt de rol van de bedrijfsrevisor niet enkel tot een bewaker van de kwaliteit van de jaarrekening. Een bedrijfsrevisor kan ook fungeren als een adviseur van de onderneming (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 f; Rittenberg et al., 2008). Zo kan 'het advies van de bedrijfsrevisor inroepen' nuttig zijn in materies zoals boekhoudkundige problemen, waarderingsproblemen, belastingrecht, interne beheerssystemen van de onderneming, doeltreffendheid van rapporteringssystemen van de onderneming, etc. De bedrijfsrevisor kan eveneens spontaan dit soort advies geven aan de onderneming tijdens zijn controlewerkzaamheden, op voorwaarde dat hij zijn onafhankelijkheidspositie niet schaadt (Wet van 22 juli 1953, artikel 13; Wetboek van Vennootschappen, artikel 526bis). Quick en Warming-Rasmussen (2005) wijzen op het gevaar van de combinatie van de audit en adviezen in éénzelfde ondernemingen. De onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor komt snel in het gedrang.

Ander wettelijke opdrachten die worden voorbehouden aan de bedrijfsrevisor zijn:

- het opstellen van een verslag bij inbreng in natura, d.i. een niet-geldelijke inbreng, bij de oprichting van of bij de kapitaalverhoging in een naamloze vennootschap (N.V.) (Wetboek van Vennootschappen, art. 444);
- het opstellen van een verslag bij quasi-inbreng. Het betreft de inbreng in natura in de onderneming, binnen de eerste twee jaar na de oprichting van de N.V. (W. Venn., art. 445);
- en het opstellen van een verslag in verband met de prospectus van een fusie of overname (W. Venn., art. 695).

Verder behoren eveneens een milieu-audit, de begeleiding bij het ontwikkelen van geautomatiseerde informatiesystemen, de interne controleaspecten, etc. tot het takenpakket van de bedrijfsrevisor. (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 f).

De wet van 22 juli 1953 beschrijft eveneens **rechten** en **plichten** voor de bedrijfsrevisor. Deze worden beschreven in artikelen 12 tot en met 17 in bovengenoemde wet. Samengevat komt het neer op het volgende:

- | | |
|---------|---|
| art. 12 | Een bedrijfsrevisor doet een jaarlijkse bijdrage aan het IBR ter financiering van de werkingskosten van het Instituut. |
| art. 13 | Het is de bedrijfsrevisor niet toegelaten werkzaamheden uit te oefenen of daden te stellen die onverenigbaar zijn met de waardigheid of de onafhankelijkheid van zijn functie. |
| art. 14 | Bij het vervullen van de hem toevertrouwde revisorale opdrachten handelt de bedrijfsrevisor in volledige onafhankelijkheid. |
| art. 15 | De bedrijfsrevisoren die wettelijke controles van de enkelvoudige jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening bij organisaties van openbaar belang uitvoeren, moeten jaarlijks een transparantieverlag opmaken (de inhoud ervan wordt verder beschreven in artikel 15). |
| art. 16 | Bij elke revisorale opdracht, toevertrouwd aan een bedrijfsrevisorenkantoor, moet dit kantoor een bedrijfsrevisor in de hoedanigheid van natuurlijk persoon benoemen. De natuurlijke persoon is belast met de uitvoering van deze opdracht in naam en voor rekening van het bedrijfsrevisorenkantoor. |
| art. 17 | Elke bedrijfsrevisor is aansprakelijk, conform het gemeen recht, voor de uitoefening van de wettelijk toegekende opdrachten. |

3.2.2 Toelatingsvoorwaarden tot het beroep

Om het beroep van bedrijfsrevisor uit te oefenen, gelden er strenge toelatingsvoorwaarden, beschreven door artikel 5 en artikel 6 van de Wet van 22 juli 1953. Samengevat komt het erop neer dat de Raad van het IBR een statuut van bedrijfsrevisor kan toekennen aan een natuurlijke persoon, een rechtspersoon of een andere entiteit met om het even welke rechtsvorm.

Aangaande de voorwaarden voor de natuurlijke persoon die het beroep van bedrijfsrevisor wil uitoefenen, worden volgende eisen gesteld (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 b):

- * onderdaan zijn van een Lidstaat van de Europese Unie (of van een Staat van de Europese Economische Ruimte) of zijn woonplaats hebben in België;
- * een leeftijd hebben van ten minste 25 jaar en ten hoogste 65 jaar;
- * geen strafrechtelijke veroordelingen hebben opgelopen;
- * in het bezit zijn van een masterdiploma, uitgereikt door een universiteit of een instelling van hoger onderwijs van het lange type of in het bezit zijn van een gelijkwaardig buitenlands diploma of voldoen aan de door de Koning bepaalde voorwaarden op het gebied van diploma en/of ervaring;
- * geslaagd zijn voor een toelatingsexamen tot de stage, een daaropvolgende 3-jarige stage gelopen hebben en geslaagd zijn voor een bekwaamheidsexamen;
- * de eed afgelegd hebben voor het hof van Beroep van Brussel;
- * en verbonden zijn met een bedrijfsrevisorenkantoor of over een organisatie beschikken die toelaat onderhavige wet en zijn uitvoeringsbesluiten na te leven.

3.3 De bedrijfsrevisor als commissaris van de onderneming

De wetgever heeft bepaald dat beursgenoteerde ondernemingen alsook de grote²⁹ (niet-beursgenoteerde) ondernemingen één of meerdere commissarissen moet aanstellen, die instaan voor de controle van de jaarrekening. De vrijstelling tot het aanstellen van een commissaris geldt bijgevolg voor kleine niet-genoteerde ondernemingen. Eveneens is er de vrijstelling voor vennootschappen onder firma, gewone commanditaire vennootschappen, vennootschappen met onbeperkte aansprakelijkheid waarvan alle onbeperkt aansprakelijke vennoten natuurlijke personen zijn, economische samenwerkingsverbanden waarvan geen enkel lid onderworpen is aan de controle door een commissaris en de landbouwvennootschappen (Wetboek van Vennootschappen, art. 141).

Het mandaat van commissaris wordt uitgeoefend door een bedrijfsrevisor, natuurlijk of rechtspersoon, die ingeschreven is bij het IBR. De commissaris wordt benoemd door de Algemene Vergadering (W. Venn., art. 130). Indien een vennootschap krachtens de wet verplicht is om een auditcomité³⁰ op te richten, wordt het voorstel voor benoeming tot commissaris, dat door het bestuursorgaan aan de algemene vergadering wordt gericht, geformuleerd op voorstel van het

²⁹ Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren omschrijft een onderneming als "groot" indien meer dan één van de volgende criteria overschreden wordt:
 - jaargemiddelde van het personeelsbestand (in voltijdse equivalenten): 50
 - jaaromzet (exclusief BTW): 7.300.000 euro
 - balanstotaal: 3.650.000 euro
 (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 h; Wetboek van vennootschappen, art. 15 a contrario)

Een onderneming wordt altijd als "groot" beschouwd indien het gemiddelde personeelsbestand op jaarbasis meer dan 100 bedraagt (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 h; Wetboek van vennootschappen, art. 15).

³⁰ Een comité bestaande uit niet-uitvoerende bestuurders van de Raad van Bestuur en onder toezicht van de RvB. Het comité is naast het voordragen van een bedrijfsrevisor (met het daarbij aansluitende toezicht op het extern auditproces) ook belast met het toezicht op de financiële rapporteringssystemen, een onderzoek van de intercontrole systemen, een onderzoek naar het risicobeheer en het toezicht op het intern auditproces (Wet op het auditcomité, 2008).

auditcomité (W. Venn., art. 130). De Code Corporate Governance beveelt een auditcomité aan. Vanaf het boekjaar 2009 is een auditcomité verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen en financiële instellingen (Wet op het auditcomité, 2008). De benoeming van een commissaris omvat een periode van drie jaar, eventueel hernieuwbaar (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 h). Op straffe van schadevergoeding kan een commissaris tijdens zijn/haar opdracht alleen om wettige redenen worden ontslagen door de Algemene Vergadering. Meer in het bijzonder is een verschil van mening over een boekhoudkundige verwerking of een controleprocedure op zich geen wettige reden voor ontslag. Behoudens gewichtige persoonlijke redenen mag een commissaris tijdens de opdracht geen ontslag nemen tenzij ter Algemene Vergadering en nadat zij deze schriftelijk hebben ingelicht over de beweegredenen van het ontslag (Wetboek van Vennootschappen, art. 135).

Artikel 137 van het wetboek van vennootschappen (W. Venn.) geeft een beschrijving van de bevoegdheden van een commissaris. Een commissaris kan ten alle tijden inzage nemen van alle documenten en geschriften van de onderneming. Het bestuursorgaan, gemachtigden of aangestelden van de vennootschappen dienen inlichtingen te verschaffen telkens de commissaris het nodig acht. Wanneer meerdere commissarissen aangesteld worden, vormen zij een college en kunnen zij de bevoegdheden en taken onder elkaar verdelen.

Zoals eerder aangehaald kan de commissaris een nuttige rol spelen als adviseur van de onderneming, toch ligt de nadruk van het mandaat in het vervullen van een controleopdracht. Artikel 142 W. Venn. stelt als volgt dat:

De controle in vennootschappen, op de financiële toestand, op de jaarrekening en op de regelmatigheid, ten aanzien van dit wetboek en de statuten, van de in de jaarrekening weergegeven verrichtingen, wordt opgedragen aan één of meerdere commissarissen.

Inzake de **bedrijfscontinuïteit** speelt de commissaris een belangrijke rol. Zo stelt artikel 138 W. Venn. dat een commissaris het bestuursorgaan van de onderneming schriftelijk op de hoogte moet brengen wanneer hij/zij redenen heeft om te stellen dat de continuïteit van de onderneming in het gedrang is gekomen. Deze redenen vloeien voort uit de bevindingen tijdens de controlewerkzaamheden. Een grondige analyse van de algemene en de bedrijfsrisico's is één van de belangrijke aandachtspunten van de commissaris.

Nadat de commissaris de controlewerkzaamheden heeft afgerond, stelt hij/zij een controleverslag op (zie: *hoofdstuk 3.3.2 Het commissarisverslag*). De commissaris is wettelijke verplicht om aanwezig te zijn op de Algemene vergadering wanneer het commissarisverslag wordt 'gehoord' en dient te antwoorden op de vragen van de aandeelhouders (W. Venn., art. 538 en art. 540)³¹.

³¹ Wetgeving betreffende de Naamloze Vennootschap (N.V.) als veelvoorkomende vennootschapsvorm bij grote of beursgenoteerde ondernemingen.

3.3.1 De controle van de jaarrekening

Om te komen tot het geven van een oordeel over het getrouwe beeld van de jaarrekening, voert de commissaris, zoals eerder vermeld, controlewerkzaamheden uit. Deze controlewerkzaamheden worden ook aangeduid met de term 'audit' (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 g).

De audit

Voor een audit wordt een werkprogramma opgesteld door de commissaris. Elk programma wordt opgesteld in functie van het risicoprofiel van de onderneming en bestaat uit 3 delen: een onderzoek naar de interne controlesystemen van de onderneming, de evaluatie ervan en een onderzoek van de jaarrekening (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

1) Een onderzoek naar de interne controlesystemen van de onderneming

Met interne controle wordt bedoeld de methodes en procedures die ontwikkeld zijn door het topmanagement (evt. in overleg met de Raad van Bestuur) met het oog op een efficiënt verloop van de administratieve organisatie en de toepassing van alle wettelijke regels.

2) De evaluatie van de interne controlesystemen van de onderneming

Hoe beter de administratieve organisatie en de interne controlesystemen, hoe beter de commissaris erop kan steunen. Wanneer de commissaris van oordeel is dat de systemen niet voldoen zal hij bijgevolg het werkprogramma aanpassen en meer substantieve testen uitvoeren. De mate waarop er kan gesteund worden op de administratieve organisatie en de interne controle worden meegedeeld in het controleverslag. Fundamentele gebreken in de interne controle die niet gecompenseerd kunnen worden door bijkomende auditwerkzaamheden maken een goedkeurende verklaring onmogelijk.

3) Het onderzoek van de jaarrekening

Het onderzoek is gebaseerd op steekproeven omdat een volledige controle van alle transacties in de boekhouding, die leiden tot het opstellen van de jaarrekening, te duur en te tijdrovend zou zijn, terwijl zelfs een 100% controle nooit tot 100% zekerheid kan leiden daar hiermee nooit de volledigheid van de registratie kan gecontroleerd worden. Het onderzoek van de commissaris wordt bijgevolg omschreven als een volkomen controle die ervoor zorgt dat er met een redelijke zekerheid materiële fouten³² (bv. ernstige fraude in de jaarrekening, waarderingsafwijkingen, toevallige doch grote fouten, etc.) ontdekt zullen worden.

De Belgische commissaris is gehouden de controlenormen toe te passen, beschreven door het IBR. Deze controlenormen houden echter rekening met de International Standards of Auditing (ISA). Een korte beschrijving van de ISA's volgt in het hoofdstuk 3.4.2.2. *De 'International Standards of Auditing'*.

³² Een materiële fout is een fout in de jaarrekening die heeft geleid tot een andere beslissing van de lezer ervan. De lezer zou niet dezelfde beslissing genomen hebben wanneer de fout niet was voorgekomen (Mercken, 2009).

Aangaande het derde deel van het werkprogramma stellen de algemene controlenormen van het IBR dat controle van de jaarrekening ertoe moet leiden dat de commissaris kan verklaren dat:

a) *in de balans*: alle bezittingen, tegoeden en verhaalrechten onder de activa voorkomen; deze op correcte wijze werden gerubriceerd en dat hun waardering met de nodige voorzichtigheid en consistentie werd verricht; alle schulden en verbintenissen onder de passiva voorkomen voor hun werkelijk nog verschuldigd bedrag en dat de nodige voorzieningen werden geboekt tot dekking van de voorzienbare risico's, alsook van de gebeurlijke verliezen en waardeverminderingen die in de loop van het boekjaar of van vorige jaren ontstaan zijn;

b) *in de resultatenrekening*: alle verrichtingen van het jaar die moeten geregistreerd worden, ook volledig geregistreerd en correct geïnterpreteerd werden;

c) *in de toelichting*: de vereiste informatie op gepaste wijze werd verstrekt.

Deze wettelijke opdracht betreffende de controle op de jaarrekening gaat verder dan een oordeel te geven in verband met de drie bovengenoemde financiële staten. De commissaris zal ook bijkomende verklaringen en inlichtingen moeten geven in het controleverslag. Deze verklaringen hebben betrekking op:

- het jaarverslag van het bestuursorgaan³³;
- het al dan niet voeren van een boekhouding;
- de jaarrekening, die al dan niet opgesteld is conform de wettelijke en bestuursrechterlijke voorschriften;
- de naleving van de statuten van de onderneming;
- de resultatenverwerking (onderdeel resultatenrekening), die al dan niet in overeenstemming is met de wettelijke en statutaire bepalingen;
- en een beoordeling van de waarderingsregels.

De keuze en de motivering van de toe te passen controletechnieken ligt bij de commissaris. De commissaris kiest de meest aangewezen technieken opdat op een efficiënte manier bewijsmateriaal verzameld kan worden. De keuze hangt af van de aard en de omvang van de uit te voeren 'audit'. Op basis van het bewijsmateriaal kan de commissaris zijn oordeel over het getrouw beeld van de jaarrekening verantwoorden. Bij gebrek aan bewijsmateriaal is het oordeel niet onderbouwd en dringen er zich aanvullende controletechnieken op.

Het IBR geeft in haar algemene controlenormen (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a) een opsomming van de meest aangewezen controletechnieken:

- het diepgaand onderzoek van de boeken en verantwoordingsstukken;
- het rekenkundig nazicht van de verrichtingen;

³³ Zie: De controle van het jaarverslag over de (geconsolideerde) jaarrekening (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 b).

- de waarneming van door anderen uitgevoerde procedures, b.v. de fysische voorraadopname;
- het onderzoek op basis van een vragenlijst;
- de vraag tot bevestiging van informatie door derden, bijvoorbeeld door banken, klanten, leveranciers, advocaten, hypotheekbewaarders, enz.;
- het verkrijgen van bevestigingen van de leiding;
- en het analytisch onderzoek van de rekeningen om ongewone fluctuaties, uitzonderlijke transacties en tendensen in de evolutie van de financiële toestand aan te tonen.

Het IBR omschrijft drie belangrijke aspecten die de commissaris ten alle tijden moet bezitten, namelijk onafhankelijkheid, deskundigheid en beroepsgeheim (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 *den e*; Mercken, 2009). In de controlewerkzaamheden wordt de commissaris bijgestaan door de ondernemingsleiding. Het blijft echter van primordiaal belang dat de commissaris als **onafhankelijke deskundige** te werk gaat. Verder is de commissaris altijd gebonden aan het **beroepsgeheim**. De commissaris kan echter wel aanbevelingen, die leiden tot een beter management, overmaken aan de bedrijfsleiding via een zogenaamde 'management letter'.

3.3.2 Het commissarisverslag

3.3.2.1 Inleiding

Nadat het werkprogramma doorlopen is en bijgevolg de controlewerkzaamheden zijn afgerond, dient de commissaris een verslag op te stellen waarin een oordeel over de getrouwheid van de jaarrekening wordt gegeven (W. Venn., art. 143). Dit verslag wordt aangeduid als het commissarisverslag of het controleverslag. Tijdens de controlewerkzaamheden heeft de commissaris genoeg bevindingen en bewijzen gevonden om zijn oordeel te funderen. Verder dient het controleverslag te voldoen aan de eisen omschreven in de Algemene controlenormen van het IBR. Het verslag moet schriftelijk, omstandig, begrijpbaar en bondig geformuleerd zijn.

Artikel 144 van het Wetboek van Vennootschappen geeft een beschrijving van de onderdelen die in het commissarisverslag moeten worden opgenomen. Oorspronkelijk werden zes wettelijk verplichte vermeldingen aangehaald.

Binnen de Europese Unie streeft men naar harmonisatie op verschillende vlakken. Zo streeft men naar harmonisatie en standaardisatie van het recht, waaronder ook het boekhoudrecht (Van Hulle en Lybaert, 2005). Het streven naar uniformiteit binnen de lidstaten van de EU heeft er o.a. toe geleid dat de wettelijke bepalingen aangaande de inhoud van het controleverslag, belangrijke veranderingen hebben ondergaan. Zo ook hebben de algemene controlenormen van IBR een aanpassing ondergaan in functie van de nieuwe wet. Het gewijzigde artikel 144 van het Wetboek van Vennootschappen, van kracht sinds de Wet van 13 januari 2006, en de gewijzigde algemene controlenormen stellen vast dat het controleverslag uit twee delen moet bestaan:

Deel 1: Het eerste deel van het commissarisverslag bevat een inleiding, een beschrijving van de reikwijdte van de controle *en* een verklaring waarin de commissaris zijn oordeel geeft of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van het vermogen, van de financiële toestand en van de resultaten van de vennootschap. In het Wetboek van Vennootschappen komt dit neer op de elementen die worden beschreven in de punten 1°, 2° en 4° van het gewijzigde artikel 144 W. Venn. In verband met de verklaring van de commissaris zijn er **zes mogelijkheden**: een verklaring zonder voorbehoud, een verklaring zonder voorbehoud met toelichtende paragraaf, een verklaring met voorbehoud, een verklaring met voorbehoud en toelichtende paragraaf, een onthoudende verklaring en een afkeurende verklaring. Elke verklaring die de commissaris geeft, steunt op de bevindingen van de commissaris tijdens de uitgevoerde *volkomen controle*.

De algemene controlenormen laten het gebruik van de toelichtende paragraaf toe sinds 1997 (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 1998). Toch werd ze niet altijd even correct toegepast (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2004). Men focuste vooral op de vier basissoorten van verklaringen om een oordeel uit te spreken over het getrouwe beeld van de jaarrekening (*de verklaring zonder voorbehoud, de verklaring met voorbehoud, de afkeurende verklaring en de onthoudende verklaring*). Zoals eerder gesteld, is de rechtsgrondslag voor het commissarisverslag gewijzigd aan de hand van de Wet van 13 januari 2006. Artikel 11 van desbetreffende wet stelt dat artikel 144 van het Wetboek van vennootschappen vervangen wordt. In het desbetreffende artikel wordt de mogelijkheid van een toelichtende paragraaf geschapen via artikel 144 W. Venn., punt 5 (Van Boven, 2006). Dit *punt 5°* laat de commissaris wettelijk toe te verwijzen naar bepaalde aangelegenheden die hij/zij nodig acht extra in de aandacht te zetten, ongeacht er een voorbehoud wordt opgenomen in het commissarisverslag. Bijgevolg worden de twee nieuwe opties van commissarisverklaringen omschreven als de verklaring zonder voorbehoud met toelichtende paragraaf en de verklaring met voorbehoud en toelichtende paragraaf.

Deel 2: Deel 1 handelt over het getrouw beeld van de jaarrekening. Hierbij treedt de commissaris op in de hoedanigheid van bedrijfsrevisor. In deel 2 komt echter zijn functie als commissaris tot uiting. Deel 2 dient om bijkomende verklaringen te geven, zoals beschreven in het Wetboek van Vennootschappen. De bijkomende verklaringen omvatten ook de verklaringen waarvan de commissaris van mening is, deze te moeten meedelen aan alle belanghebbenden van de onderneming, zonder hierdoor op te treden als *een klokkenluider*. Deel 2 wordt door de wetgever omschreven in het gewijzigde artikel 144 W. Venn., punten 3°, 6°, 7° en 8°.

3.3.2.2 Het eerste deel van het commissarisverslag

De inleiding

De inleiding bevat zeker de vermelding op welke jaarrekening de controle betrekking heeft en volgens welk boekhoudkundig referentiestelsel ze opgesteld werd.

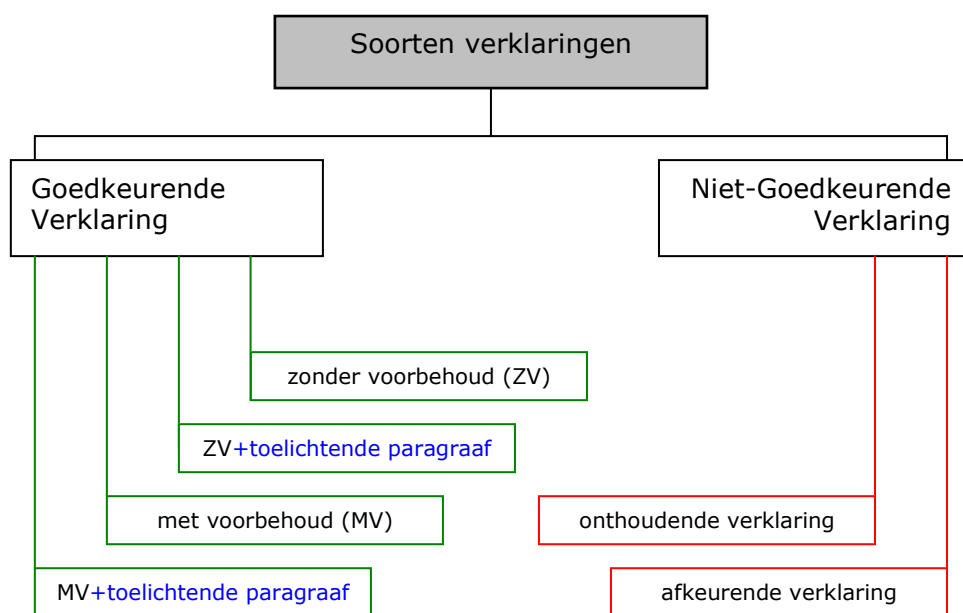
De beschrijving van de controlereikwijdte

Bij de beschrijving van de controlereikwijdte dient te worden aangegeven welke normen voor de controle worden gehanteerd en of de commissaris alle informatie verkregen heeft, zoals gevraagd aan de Raad van Bestuur of aan aangestelden, die volgens de commissaris nodig zijn voor de controle. De doelstellingen van de controlewerkzaamheden worden beschreven, alsook de manier waarop de controles werden uitgevoerd³⁴.

De Verklaring over de getrouwheid van de jaarrekening

De commissaris dient een oordeel te geven of de (geconsolideerde) jaarrekening een getrouw beeld geeft van het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de onderneming (of het geconsolideerde geheel). De commissaris vermeldt tevens het boekhoudkundige referentiestelsel waarop de (geconsolideerde) jaarrekening gebaseerd is. Figuur 3 laat de zes oordeelsvormen van de commissaris zien.

Figuur 3: De zes soorten verklaringen van het commissarisverslag (*BDO Atrio, 2008*)



³⁴ Zie: Algemene Controlenorm 3.3 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

Eerst worden de vier basisvormen besproken, namelijk de verklaring zonder voorbehoud, de verklaring met voorbehoud, de onthoudende verklaring en de afkeurende verklaring. Vervolgens worden de twee vormen besproken met betrekking tot de toelichtende paragraaf (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2009 a; BDO Atrio, 2008).

3.3.2.2.1 De verklaring zonder voorbehoud

De verklaring zonder voorbehoud is de best mogelijke uitkomst voor een onderneming omdat het een sterk signaal van vertrouwen uitstraalt naar alle belanghebbenden van de onderneming. Bij deze verklaring komt de commissaris, nadat de *volkomen controle* voltooid is, met een redelijke mate van betrouwbaarheid tot het besluit dat de (geconsolideerde) jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat. Het IBR specificeert de eisen waaraan een verklaring zonder voorbehoud moet voldoen alvorens ze afgeleverd kan worden. De eisen zitten vervat in de algemene controlenorm 3.5.2 van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren:

- * de (geconsolideerde) jaarrekening werd gecontroleerd in overeenstemming met de controlenormen van het IBR, onverminderd paragraaf 3.3.1 van onderhavige normen;
- * de (geconsolideerde) jaarrekening bevat geen afwijkingen van materieel belang, rekening houdend met de wettelijke en reglementaire voorschriften, alsook met de boekhoudstandaarden waarnaar wordt gerefereerd;
- * de waarderingsregels werden op consequente wijze toegepast of de nodige inlichtingen over de wijzigingen en hun invloed op het resultaat worden in de toelichting van de jaarrekening verstrekt;
- * alle nodige inlichtingen worden duidelijk in de (geconsolideerde) jaarrekening verstrekt, zodanig dat, volgens de bedrijfsrevisor, een getrouw beeld van het vermogen, van de financiële positie en van het resultaat van de onderneming of van het geconsolideerde geheel wordt gegeven.

Bij het geven van een oordeel over de getrouwheid van een (geconsolideerde) jaarrekening mag een commissaris zijn/haar oordeel nooit uitdrukken in een negatieve vorm. Het is de commissaris bijvoorbeeld niet toegelaten zijn/haar oordeel uit te drukken als volgt (of op gelijkaardige wijze): "Wij hebben geen kennis van feiten gehad die het getrouwe beeld in het gedrang brengen..."³⁵.

3.3.2.2.2 De verklaring met voorbehoud

Een verklaring met voorbehoud kan slechts voorkomen in twee gevallen: de commissaris kon de controlewerkzaamheden niet naar behoren uitvoeren zonder dat hem/haar zelf schuld treft of de commissaris is het niet eens met de ondernemingsleiding over één of

³⁵ Zie: Algemene Controlenorm 3.5.3 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

meerdere onderdelen van de jaarrekening. Het voorbehoud moet gemaakt worden wanneer het betekenisvol is voor het beoordelen van de (geconsolideerde) jaarrekening.

De algemene controlenorm 3.7 van het IBR verduidelijkt de voorwaarden voor een verklaring met voorbehoud. *De eerste mogelijkheid* om een verklaring met voorbehoud te geven ligt in feit dat de commissaris beperkt werd in de uitvoering van zijn controlewerkzaamheden. Enerzijds kon de commissaris niet steunen op een afdoende interne controle en kon hij/zij ook geen genoegen nemen met alternatieve controleprocedures. Of anderzijds was de commissaris niet in staat, zonder dat hijzelf hieraan schuld treft, een gedeelte van de jaarrekening te controleren.

De tweede mogelijkheid om een verklaring met voorbehoud af te leveren is wanneer er een onenigheid bestaat tussen de commissaris en de ondernemingsleiding in verband met de weerhouden boekhoudregels en -methoden, hun toepassingsmodaliteiten of de geschiktheid van de informatie die in de (geconsolideerde) jaarrekening wordt gegeven. In geval van cijfermatige gegevens dient de commissaris zijn visie op de werkelijke cijfers aan te halen met de verwijzing naar de verschillen in de rubrieken van de jaarrekening.

De algemene controlenorm 3.7.4 van het IBR wijst op het feit dat een voorbehoud enkel kan gemaakt worden op een materiële afwijking in de jaarrekening, maar die niet allesoverheersend is. Bijgevolg is een afkeurende verklaring over de jaarrekening niet gerechtvaardigd. Wanneer de twee mogelijkheden om een voorbehoud te kunnen geven van zulke overheersende invloed zijn op het getrouwe beeld van de jaarrekening, dan zal de commissaris een onthoudende verklaring of een afkeurende verklaring moeten geven. De onthoudende verklaring geldt wanneer een deel van de jaarrekening niet gecontroleerd kon worden en dit deel bestrijkt vb. een zeer groot deel van het balanstotaal (vb. De controle van de voorraad was onmogelijk wegens een voorraadopslag in een land waar oorlog heerst en toegang tot het land is onmogelijk. De voorraad is echter van materieel belang aangezien het vb. 50% van het balanstotaal omvat.). De afkeurende verklaring kan ook gelden voor de tweede mogelijkheid om een voorbehoud te geven. Vb. De waarderingmethode van de voorraad in een bedrijf gebeurt volgens een onwettige methode, zoals waardering tegen standaardkost en dit heeft een allesoverheersende invloed op het getrouw beeld. Wanneer de ondernemingsleiding weigert de waarderingsregels aan te passen aan de wettelijke vereisten, dan is de commissaris genoodzaakt een afkeurende verklaring te geven voor de jaarrekening.

3.3.2.2.3 De onthoudende verklaring

Een commissaris heeft in twee gevallen de mogelijkheid een onthoudende verklaring te geven³⁶:

- De verstrekte informatie in de jaarrekening is in die mate ontoereikend dat het onmogelijk is om een gefundeerd oordeel te geven over het getrouw beeld van het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de onderneming of het geconsolideerde geheel (Hieronder valt het boven beschreven voorbeeld over de beperking in uitvoering van controlewerkzaamheden waarbij het geven van een voorbehoud ontoereikend is. Een ander voorbeeld is de accidentele (!) verdwijning van verantwoordingsstukken en/of boeken van de boekhouding).
- De onderneming wordt gekenmerkt door tal van onzekerheden, die op betekenisvolle wijze de (geconsolideerde) jaarrekening beïnvloeden, hetzij vanuit het oogpunt van de bedrijfscontinuïteit, hetzij wat de inhoud van bepaalde rekeningrubrieken betreft, zodanig dat het toevoegen van een toelichtende paragraaf onder de verklaring, ontoereikend is.

De commissaris is enkel in staat een onthoudende verklaring af te leveren nadat hij/zij alles gedaan heeft om tot de conclusie te komen dat er geen enkele aangepaste controletechniek bestaat die de onzekerheden zouden tenietdoen en het getrouw beeld van de jaarrekening alsnog zouden nagaan.

Een onthoudende verklaring is niet bepaald een krachtig signaal naar de lezers van de jaarrekening (en het controleverslag). Het komt er op neer dat de commissaris geen uitspraak kan doen omdat hij niet weet of de jaarrekening een getrouw beeld geeft. Vandaar dat het essentieel is dat de commissaris de redenen voor een onthoudende verklaring grondig uiteenzet in zijn verslag.

3.3.2.2.4 De afkeurende verklaring

Meningsverschillen op het vlak van bepaalde jaarrekeningaspecten tussen de commissaris en de ondernemingsleiding, die van een dergelijk grote materialiteit zijn zodat er geen mogelijkheid is tot het geven van een voorbehoud, leiden tot een afkeurende verklaring.

Deze meningsverschillen worden omschreven in algemene controlenorm 3.9.2 van het IBR:

Het verschil in mening moet zijn oorsprong vinden in het feit dat de (geconsolideerde) jaarrekening geen getrouw beeld geeft van het vermogen, de financiële toestand of het resultaat; of in het feit dat de jaarrekening niet werd

³⁶ Zie: Algemene controlenorm 3.9.1 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

opgesteld conform de voorschriften van het gebruikte boekhoudkundig referentiestelsel, zodat het getrouwe beeld fundamenteel wordt aangetast.

Net zoals bij het voorbehoud wordt ook bij de afkeurende verklaring de cijfermatige weerslag meegedeeld op de rekeningen in de jaarrekening waarover er onenigheid bestaat. De commissaris herberekent de rekeningen die volgens hem niet juist zijn en geeft zo zijn visie op het bedrag dat zou moeten opgenomen worden in de jaarrekening.

Wanneer overnemende ondernemingen of gefuseerde ondernemingen in grote moeilijkheden verkeren waarbij de auditor van oordeel is dat de waardering van de jaarrekening niet meer volgens het going concern – principe (principe van bedrijfscontinuïteit) mogelijk is en de ondernemingsleiding gaat niet akkoord met het standpunt van de auditor om de jaarrekening op te stellen op liquidatiebasis, dan kan de auditor een afkeurende verklaring afleveren.

De redenen voor een afkeurende verklaring worden duidelijk omschreven in het verslag om de lezers van de jaarrekening duidelijk in te lichten³⁷.

3.3.2.2.5 De verklaringen met toelichtende paragraaf

Zoals eerder aangehaald bestaat er de wettelijke mogelijkheid een toelichtende paragraaf toe te voegen aan de verklaring zonder voorbehoud en de verklaring met voorbehoud. Een toelichtende paragraaf mag geen afbreuk doen aan de verklaring zelf, het is een aanvulling die de commissaris nodig acht. Beide soorten verklaringen waarbij een toelichtende paragraaf mogelijk is, werden al beschreven. Daarom worden hier enkel de gebruiksvoorwaarden van de toelichtende paragraaf verder besproken.

Een toelichtende paragraaf kan enkel een verklaring aanvullen in twee gevallen:

- in geval van een betekenisvol probleem betreffende de bedrijfscontinuïteit;
- in geval er een betekenisvolle onzekerheid³⁸ bestaat (op een ander vlak dan de bedrijfscontinuïteit), die niet van aard is om een onthoudende verklaring te verantwoorden. De bedoelde 'betekenisvolle onzekerheid' is een situatie die haar oorsprong vindt in toekomstige gebeurtenissen waarop de onderneming niet onmiddellijk vat heeft, maar die echter wel een belangrijke impact kunnen hebben op de jaarrekening. Vb. een gerechtelijk geschil met een zeer onzekere afloop maar met een belangrijke (negatieve) impact op de jaarrekening.

Een **cruciale voorwaarde** opdat een toelichtende paragraaf kan worden toegevoegd is dat de commissaris moet kunnen verwijzen naar een melding in de toelichting van de

³⁷ Zie: Algemene Controlenorm 3.9.3 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

³⁸ Algemene controlenorm 3.6.2 van het IBR geeft **een definitie voor onzekerheid**: "Onder onzekerheid moet worden verstaan, een situatie waarvan de afloop afhankelijk is van toekomstige verrichtingen of gebeurtenissen, die niet onder de rechtstreekse controle vallen van de entiteit en die een weerslag op de (geconsolideerde) jaarrekening kunnen hebben.

jaarrekening of in het jaarverslag die verwijst naar de onzekerheid, aangehaald in het controleverslag. Bij gebrek aan zulke meldingen in de toelichting of het jaarverslag, kan de commissaris geen toelichtende paragraaf opnemen in het controleverslag. Als hij/zij ergens de aandacht op wil vestigen, zal hij zijn/haar controlewerkzaamheden eventueel moeten verscherpen en bewijzen vinden (in de jaarrekening zelf) om een andere verklaring dan een verklaring zonder voorbehoud te kunnen geven, zijnde: een verklaring met voorbehoud, een onthoudende verklaring of een afkeurende verklaring³⁹.

Zoals eerder aangehaald bij de onthoudende verklaring is het voor de commissaris onmogelijk een toelichtende paragraaf te gebruiken wanneer een onderneming lijdt onder talrijke onzekerheden. De voorwaarde om een toelichtende paragraaf toe te voegen is voldaan, namelijk er zijn redenen genoeg om de aandacht te vestigen op betekenisvolle problemen, maar een situatie met meerdere onzekerheden brengt het getrouwe beeld van de jaarrekening zodanig in het gedrang dat een toelichtende paragraaf niet voldoende is⁴⁰.

Wanneer alle aspecten en bijhorende risico's van de M&A's, beschreven in *deel 2 Fusies en overnames* van deze eindverhandeling, aanschouwd worden, dan kan worden besloten dat ze allen een effect hebben op de bedrijfscontinuïteit. Bedrijfscontinuïteit is echter een moeilijk begrip. Het komt erop neer dat een onderneming geacht wordt haar activiteiten verder te kunnen zetten gedurende het volgende boekjaar (minimum twaalf maanden). Het proces van continuïteit naar discontinuïteit gebeurt echter geleidelijk waarbij steeds meer risico's optreden (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2004). Om de ondernemingsleiding ertoe aan te zetten, na te denken over de huidige situatie van de onderneming, heeft het Wetboek van de vennootschappen specifieke informatievereisten⁴¹ (in de toelichting van de jaarrekening of in het jaarverslag van de Raad van Bestuur) voorzien voor vennootschappen in financiële moeilijkheden. Hieruit volgt dat de commissaris altijd zijn/haar toelichtende paragraaf kan verantwoorden doordat hij kan verwijzen naar meldingen in het jaarverslag of de toelichting die hem/haar doen twijfelen aan de bedrijfscontinuïteit.

Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren beschrijft duidelijk in hoeverre de verantwoordelijkheden liggen van de Raad van Bestuur en bijgevolg ook voor de commissaris van de onderneming doordat de **Raad van Bestuur** specifieke meldingen maakt in het jaarverslag:

"Er bestaat geen enkele uitzondering op de verantwoordingsverplichting van zodra aan één van de twee criteria is voldaan. Ten eerste is de verantwoording van de continuïteit vereist in geval van aanhoudend verlies, zelfs indien de balansstructuur volkomen gezond is, want het gebrek aan rendabiliteit kan de aanduiding zijn van een evolutie die gevaarlijk zou kunnen worden voor de onderneming. Ten tweede, wanneer de vennootschap met succes

³⁹ Deze drie verklaringen worden ook wel 'de gekwalificeerde verklaringen' genoemd (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 1998).

⁴⁰ Zie: Algemene Controlenorm 3.6.3 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

⁴¹ Artikelen 96 en 119 van het Wetboek van Vennootschappen en Artikel 91 van het KB tot uitvoering van het W. Venn.

een herstructureringsplan ten uitvoer legt, maar een verlies op de balans blijft voorkomen, is het eveneens verplicht om de mogelijkheid van de onderneming om haar activiteiten verder te zetten, te verantwoorden.” (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2004)

Het IBR wijst erop dat de commissaris naast de juridische verantwoordelijkheid ook een maatschappelijke verantwoordelijkheid heeft. De maatschappij verwacht soms dat de commissaris alles controleert, maar daartoe is niemand in staat. Toch beschikt de commissaris met de toelichtende paragraaf over een instrument dat betere informatie verschaft aan de maatschappij waardoor de verwachtingskloof verkleind wordt. De commissaris kan naast zijn verklaring over de jaarrekening extra informatie meedelen aan de maatschappij, zonder afbreuk te doen aan zijn verklaring zelf. Extra informatie komt vooral gelegen bij situaties van onzekerheid:

- bij een overgedragen verlies in de balans (of twee jaar verlies na elkaar in de jaarrekening(en));
- bijgevolg is er de facto meer dan eens – en zeker wanneer de verliezen niet voornamelijk door afschrijvingen, waardeverminderingen of voorzieningen werden veroorzaakt – een betekenisvolle onzekerheid;
- er bestaat een passende verantwoording van het bestuursorgaan in het jaarverslag of in de toelichting van de jaarrekening, met betrekking tot de toepassing van de waarderingsregels in het perspectief van continuïteit;
- de hypothese van continuïteit is aannemelijk;
- en er kan dus op redelijke wijze worden verondersteld dat de vennootschap in staat is haar activiteiten verder te zetten gedurende het volgende boekjaar (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2004).

Het IBR stelt dat het onverantwoord zou zijn, vooral naar de maatschappij toe, wanneer de commissaris de toelichtende paragraaf niet zou gebruiken indien de omstandigheden zich voordeden.

Bijlage 1 toont een standaardopmaak voor het eerste deel van het commissarisverslag waarbij geen voorbehoud wordt gemaakt, noch commentaar aangaande een bepaalde onzekerheid. Het betreft een model van de goedkeurende verklaring zonder voorbehoud.

3.3.2.3 Het tweede deel van het commissarisverslag

Het tweede deel van het controleverslag maakt geen deel uit van de verklaring over de (geconsolideerde) jaarrekening. Het omvat bijkomende vermeldingen en inlichtingen voor de onderneming aangaande het voorbije boekjaar. Volgende vermeldingen en inlichtingen worden opgenomen in het tweede deel⁴²:

⁴² Zie: Algemene controlenormen 3.10, 3.11, 3.12, 3.13, 3.14, 3.15, 3.16 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

- een vermelding die aangeeft dat de boekhouding gevoerd is conform de wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften (W. Venn., art. 144, 3°);
- een vermelding die aangeeft of het (geconsolideerde) jaarverslag de door de artikelen 95 en 96 (Wetboek van de vennootschappen) vereiste inlichtingen bevat en of er geen inconsistenties zijn met de (geconsolideerde) jaarrekening van hetzelfde boekjaar (W. Venn., art. 144, 6°). Wanneer de onderneming wettelijk vrijgesteld is een jaarverslag op te stellen, verwijst de commissaris naar de wettelijke vrijstelling;
- een vermelding die aangeeft of de resultaatverwerking en de voorgestelde winstbestemming, die aan de algemene vergadering wordt voorgelegd, in overeenstemming zijn met de statuten en met het Wetboek van vennootschappen (W. Venn., art. 144, 7°);
- een vermelding of de commissaris kennis heeft gekregen van verrichtingen gedaan of beslissingen genomen in overtreding met de statuten of van de bepalingen in het Wetboek van vennootschappen. Deze vermelding kan echter worden weggelaten wanneer de openbaarmaking van de overtreding aan de vennootschap onverantwoorde schade kan berokkenen, onder meer omdat het bestuursorgaan gepaste maatregelen heeft genomen om de aldus ontstane onwettige toestand te verhelpen (W. Venn., art. 144, 8°);
- een vermelding, wettelijk bepaald door de artikelen 523 en 524 van het Wetboek van Vennootschappen, wanneer de Raad van Bestuur een beslissing neemt of een verrichting doet waarbij een bestuurder een strijdig vermogensrechtelijk belang heeft of waarbij er de mogelijkheid is dat er een vermogensvoordeel wordt verleend aan een aandeelhouder een beslissende invloed heeft op de aanwijzing van de bestuurders.

Ook bestaat er de wettelijke mogelijkheid om als commissaris een bijkomende paragraaf toe te voegen wanneer hij/zij het nodig acht (Wet van 13 januari 2006, *opgenomen in* W. Venn., art. 144, 5°; Van Boven, 2006). De bijkomende paragraaf beschrijft bepaalde opmerkingen, gevonden in de (geconsolideerde) jaarrekening of in het (geconsolideerde) jaarverslag, die niet van toepassing zijn op het eerste deel van het controleverslag. Bijgevolg mogen deze opmerkingen niet interpreteerbaar zijn als een voorbehoud, noch een toelichtende paragraaf. Bijvoorbeeld kan een commissaris een bijkomende paragraaf gebruiken wanneer hij oordeelt dat er onvoldoende informatie verschaft is inzake het consistent gebruik van de waarderingsregels. Hij vermeldt de informatie die hij nodig acht inzake de wijzigingen in waarderingsregels en de cijfermatige weerslag van de wijzigingen.

De algemene controlenorm 3.11.4 wijst echter op het belang dat bijkomende vermeldingen gelimiteerd blijven. Het wordt niet aanvaard dat de commissaris onnodige uitweidingen opneemt in het controleverslag.

3.4 De Amerikaanse regelgeving

De auditregels in België zijn niet volledig dezelfde in vergelijking met de andere E.U. lidstaten. Om niet te ver in detail te treden wordt België verder aanschouwd als de vertegenwoordiger van de auditregels voor de gehele E.U. Aangezien de voorbeelden in het praktijkgedeelte, naast beursgenoteerde ondernemingen van enkele E.U. lidstaten, ook Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen bevatten, wordt er vervolgens een kort overzicht gegeven van de Amerikaanse auditregels.

Op internationaal vlak is er de laatste jaren echter een convergentiebeweging bezig op het vlak van auditregels, zowel tussen de E.U. lidstaten onderling, als tussen de E.U. lidstaten en andere economische grootmachten zoals de Verenigde Staten, China en Japan (Europanu, 2009; Gangolly et al., 2002; Van Hulle en Lybaert, 2005).

3.4.1 De externe auditor

Het beroep van bedrijfsrevisor is een term die wordt gehanteerd in de Belgische wetteksten. In de Verenigde Staten van Amerika (USA) geldt een overeenkomstige titel, namelijk *the Certified Public Accountant*, bevoegd voor de audit in beursgenoteerde ondernemingen (Rittenberg et al., 2008). Wereldwijd geldt er echter een algemene term die de nationale benamingen omvat, namelijk de **externe auditor**.

Volgens Rittenberg et. al (2008) zijn er drie wereldwijde basiskenmerken van een externe auditor. Een externe auditor moet: de nodige expertise bezitten, volledig onafhankelijkheid zijn en ten alle tijden zijn/haar objectiviteit bewaren.

- *Expertise* om geschikte bewijzen te verzamelen en voor het evalueren van de bewijzen;
- *Onafhankelijkheid* ten opzichte van de onderneming die hem de controleopdracht toevertrouwt;
- *Objectief* in het geven van een mening over de interne controle en de financiële staten van een onderneming.

Op het vlak van M&A's moeten een auditor voorzichtig zijn in de manier waarop hij/zij eventuele opmerkingen openbaar maakt en problemen signaleert. De continuïteit van een vennootschap kan afhangen van het feit dat de rest van de wereld niet weet dat er twijfel bestaat in verband met de continuïteit van het bedrijf (Groenboek, 1996).

De gedetailleerde functieomschrijving van een bedrijfsrevisor in België volstaat ook voor een externe auditor in de Verenigde Staten van Amerika. Eén kleine bemerking is hier wel op zijn plaats, namelijk zowel in België als in Amerika moet de externe auditor nagaan in hoeverre hij/zij kan steunen op de interne controlesystemen van de ondernemingen. In tegenstelling tot België echter moet de Amerikaanse externe auditor, in een Amerikaanse beursgenoteerde onderneming,

verplicht een verslag opmaken van de interne controlesystemen over de financiële rapportering (Rittenberg, 2008).

3.4.2 De auditing standaarden

Op het vlak van auditregels zijn er een aantal verschilpunten tussen de E.U. en de USA. Nochtans zijn de ontworpen regels in principe gebaseerd op éénzelfde raamwerk, namelijk de 'Generally Accepted Auditing Standards'. De verdere uitwerking van het raamwerk tot de US GAAS in Amerika en de ISA normen, die toegepast moeten worden in de E.U. lidstaten, heeft geleid tot tal van verschilpunten.

3.4.2.1 De 'Generally Accepted Auditing Standards'

In 1947 ontwierp het *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) een conceptueel raamwerk, namelijk de *Generally Accepted Auditing Standards* (the GAAS). Dit raamwerk geldt als basis voor elk ander normenstelsel betreffende auditing en bestaat uit drie grote onderdelen, namelijk: algemene standaarden, veldwerkstandaarden en de rapporteringstandaarden. Deze 10 basisstandaarden kunnen voorzichtig omschreven worden als de '10 geboden van de auditing' (Mercken, 2009).

the GAAS (Rittenberg et al., 2008).

1) Algemene standaarden: *Algemene standaarden voor de auditor*

1.1 Deskundigheid

De auditor moet: beschikken over een gepaste opleiding, permanent gevormd worden, de nodige ervaring hebben en enkel een controleopdracht aanvaarden die binnen zijn/haar mogelijkheden ligt.

1.2 Onafhankelijkheid

Zowel onafhankelijk 'in mind' als 'in appearance'. De opinie van de auditor wordt gevormd op onafhankelijke basis zonder enige invloed van een niet-auditor (in mind). Verder moet de buitenwereld overtuigd zijn dat de auditor in volledige onafhankelijkheid tot een oordeel is gekomen (in appearance).

1.3 Professionele zorgvuldigheid

De lat moet hoog liggen. Een auditor besteedt de nodige zorg aan zijn taken die minstens even goed zijn dan de zorg van het 'goede huisvader'-type. Anders gesteld, de wijze van taakuitvoering door de auditor is even goed als wanneer men de taak had toevertrouwd aan een andere auditor.

2) Veldwerkstandaarden: *Standaarden betreffende het verloop van de audit*

2.1 Planning en supervisie

De auditor moet een auditplan opmaken met de nodige risicoanalyse van de onderneming en houdt een controledossier tijdens de werkzaamheden bij. Na de werkzaamheden wordt er een nazicht van het controlewerk gedaan door een andere auditor.

2.2 Risico

De auditor moet risico's erkennen en begrijpen van de onderneming, van de interne controles in de onderneming en de omgeving van de onderneming.

2.3 Bewijsmateriaal

De auditor moet in staat zijn voldoende geschikte bewijsmaterialen te verzamelen. Hij/zij hanteert een methodologie en een goede timing om de bewijzen om een correcte wijze te verwerven.

3) Rapporteringstandaarden: *Standaarden in verband met de bevindingen en conclusies*

3.1 De opmaak van de jaarrekening

De auditor moet nagaan of de jaarrekening opgemaakt is conform de geldende boekhoudnormen.

3.2 De consistentie

De auditor moet nagaan of de jaarrekening de boekhoudnormen jaar na jaar consistent blijft toepassen. Eventuele afwijkingen ten opzichte van het consistente gebruik van de boekhoudnormen moeten beschreven worden in het controleverslag.

3.3 Informatieve onthullingen

Beweringen of cijfers (disclosures) van het management in de jaarrekening, waarvan de auditor van oordeel is dat ze niet adequaat zijn, vermeldt hij/zij in het controle verslag.

3.4 De opinie betreffende de jaarrekening

De auditor drukt een opinie uit over het getrouwe beeld van de jaarrekening of vermeldt dat er geen opinie kan worden uitgedrukt, met beschrijving van de redenen daartoe.

De verdere detaillering van het raamwerk tot normen en standaarden werd tot 2002 gedaan door het AICPA voor alle Amerikaanse bedrijven. De volledige uitwerking van normen wordt omschreven als de US GAAS. De Sarbanes-Oxley Act bracht verandering in de wijze van normering in Amerika. Deze wet, als gevolg van de vele Amerikaanse fraudezaken, beoogde een opsplitsing van auditing

standaarden voor beursgenoteerde en voor niet-genoteerde Amerikaanse ondernemingen. Bijgevolg werd de PCAOB gecreëerd: de *Public Company Accounting Oversight Board*. Deze instelling is een quasi-publieke organisatie die naast het overnemen van de GAAS ook verdere auditing standaarden zet, specifiek voor Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Er is bijgevolg significante invloed van de overheid gekomen bij het zetten van audit standaarden voor auditors in Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Het AICPA, als private organisatie zonder overheidsinvloed, blijft sinds de hervorming in 2002 wel de standaardzetter voor alle niet-genoteerde ondernemingen in Amerika (Rittenberg et al., 2008).

3.4.2.2 De 'International Standards of Auditing'

3.4.2.2.1 Het ontstaan van de ISA's

De *International Federation of Accountants* (IFAC) creëerde eind jaren '70 de '*International Auditing Practices Committee*' (IAPC). De IAPC kreeg de opdracht een internationale auditing handleiding op te stellen. Dit leidde tussen 1980 en 1991 tot tal van IAG's⁴³. De eerste internationale auditing standaard (ISA) werd beschreven in 1991. Meerdere ISA's werd ontwikkeld en gepubliceerd, maar werden daarom niet nog toegepast en overgenomen door landen. De organisatie rond de ISA normering is onafhankelijke organisatie waardoor geen enkele overheid gebonden is om de ISA normering toe te passen. In 2002 veranderde de naam van de IAPC in IAASB: de '*International Auditing and Assurance Standards Board*'. De internationale auditing standaarden (ISA's) worden sindsdien verder ontwikkeld door de IAASB (Institute of Chartered Accountants, 2009).

Aangezien fraudezaken de kop bleven opsteken en bijgevolg het vertrouwen in de auditfunctie daalde, besliste de IFAC, een aantal jaren terug, de IAASB ook onder publiek toezicht te plaatsen. Het *Public Interest Oversight Board* (PIOB) moet waken over het naleven van het algemene belang in de werkzaamheden van de IAASB (Van Hulle en Lybaert, 2005).

3.4.2.2.2 De ISA's in de Europese Unie

Voordat de E.U. de ISA's verplichtte bij de wettelijke audits in beursgenoteerde ondernemingen van de lidstaten, had elke lidstaat een eigen nationale regelgeving betreffende auditing standaarden (vb. Belgian GAAS). Voor de overige audits gelden deze nationale normen nog steeds. Nationale regelgeving en aanvullende normering van bevoegde beroepsinstanties (vb. het IBR) bleken niet voldoende accuraat aangezien grote boekhoudschandalen alsmaar talrijker werden waarbij vaak de auditor, al dan niet bewust, mee in de fout ging. Er werd geopperd voor uniformiteit van de auditregels. De Europese Commissie publiceerde in 1996 een Groenboek in verband met de rol, de positie en de aansprakelijkheid van de auditor in de E.U. Door vragen te stellen in dit Groenboek, kreeg de commissie inzage in hoe de kwaliteit van de controle op de jaarrekening verbeterd kon

⁴³ International Auditing Guidelines (Institute of Chartered Accountants, 2009).

worden. Hieruit vloeide aanbevelingen voor alle lidstaten met betrekking tot alle auditors in de E.U (Groenboek, 1996; Van Hulle en Lybaert, 2005).

De weg naar uniformiteit was echter volledig ingezet met de Mededeling⁴⁴ van de Europese Commissie op 21 mei 2003. De officiële verklaring voorzag dat alle lidstaten vanaf 2005, voor de bepaalde wettelijk verplichte audits, de ISA's moesten gaan volgen. Alvorens de E.C. de ISA's aanvaardde, moesten ze goedgekeurd worden. Sommige normen dienden echter nog aangepast te worden voordat de E.C. ze aanvaardde en vervolgens opnam in de richtlijn voor haar lidstaten. Volgend op de Mededeling van 2003 lanceerde De Europese Commissie in 2004 een voorstel tot vervanging van de 8^{ste} richtlijn van 10 april 1984 op de jaarrekeningcontroleurs (Van Hulle en Lybaert, 2005).

In 2006 werd de 8^{ste} richtlijn uiteindelijk gemoderniseerd met het doel de kwaliteit van de jaarrekeningcontrole te verbeteren. De richtlijn van 17 mei 2006⁴⁵ legde, onder andere, de bovenbeschreven ISA normering van het IAASB op. De 'International Standards of Auditing' (ISA's) zijn goed op weg de wereldstandaarden te worden op het vlak van auditing sinds ze in 2008 een grondige verduidelijking hebben ondergaan (Kinney et al., 2009; zie *infra*). Vanaf 2013 is een directe toepassing vereist van de ISA normering. Tot dan blijven de IBR normen van toepassing voor zover het een audit betreft buiten de groep van de bovenbeschreven wettelijke audits.

Tussen 2005 en 2008 heeft het IAASB de ISA normering een grondige opknapbeurt gegeven. Het zogenaamde *Clarity Project* bracht verduidelijking en hervorming op bepaalde ISA aspecten (IFAC, 2009). De Europese Commissie is ondertussen een verregaande samenwerking aangegaan met het IAASB in functie van een gestroomlijnde integratie van de verduidelijkte normering. Zo worden er adequate vertalingen voorzien van de Engelstalige vernieuwde ISA's naar de 21 verschillende talen die aanwezig zijn binnen de E.U. (Kinney et al., 2009). Momenteel zijn enkel Groot-Brittannië en Ierland erin geslaagd de hervormde normen op te nemen in de nationale wetgeving. De normen zullen van toepassing zijn vanaf 2010. De andere lidstaten van de E.U. staan nog niet zo ver. Het jaar 2009 stond in het teken van de consultatie en beraadslaging van de hervormde ISA's.

Bij wijze van voorbeeld stellen, sinds 31 december 2006, 'ISA 700' en 'ISA 701'⁴⁶ de internationale normen voor, voor een auditorverklaring. De auditor, belast met de controle bij een Belgisch beursgenoteerd bedrijf is bijgevolg verplicht te voldoen aan deze norm.

⁴⁴ Mededeling 2003/C 236/02 inzake de versterking van de wettelijke accountantscontrole in de E.U (Van Hulle en Lybaert, 2005).

⁴⁵ De Europese Richtlijn van 17 mei 2006 (2006/43/EG) betreffende de wettelijke controle van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, verplicht om te zetten naar nationaal recht in alle E.U. lidstaten (Van Hulle en Lybaert, 2005). Voor meer informatie, zie: Publicatieblad Europese Unie nota 13, <http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>.

⁴⁶ ISA 700 is de norm voor een goedkeurende verklaring van een auditor, terwijl ISA 701 de norm is in verband met aanpassingen ten opzichte van de goedkeurende verklaring. Beide normen ondergingen een laatste wijziging door het IAASB in 2004 (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2005).

3.4.2.3 Verschilpunten op het vlak van het controleverslag

De huidige verschilpunten worden hoe langer, hoe meer weggewerkt door middel van de harmonisatie-inspanningen van het IAASB. Kinney et al. (2009) wijzen op de groeiende globale acceptatie van de ISA's. De PCAOB begint steeds meer rekening te houden met de ISA's in de verdere ontwikkeling van de auditnormen. Toch bestaan er vandaag de dag nog enkele verschilpunten. Zowel op het vlak van de inhoud van het controleverslag als op het vlak van de voorwaarden om te komen tot een bepaald oordeel.

3.4.2.3.1 Inhoudsverschillen

In Amerika geldt dat een controleverslag, het zogenaamde *auditreport*, van een audit bij de beursgenoteerde ondernemingen, uit twee grote delen bestaat. Het *eerste deel van het Amerikaanse auditreport* is niet te vergelijken met het eerste deel van een controleverslag in België. In het Amerika slaat het eerste deel op het verslag van de interne controlesystemen over de financiële rapportering (Rittenberg et al., 2008). Een dergelijk verslag opstellen is niet verplicht in België en ook niet in de rest van de Europese Unie. *Het tweede deel van het Amerikaanse auditreport* is de opinie over het getrouw beeld van de jaarrekening. Samen vormen de twee delen het *auditreport* aangaande de geïntegreerde audit (het zogenaamde *report of an integrated audit*⁴⁷). In Amerika is er echter geen sprake van een apart deel 'bijkomende verklaringen'. De 'bijkomende verklaringen' vormen het tweede deel van het controleverslag in België.

Net zoals in België heeft Amerika ook een standaardopmaak voor de goedkeurende verklaring. In Amerika is de standaardopmaak onderverdeeld in vaste paragrafen, zoals beschreven in onderstaand kader.

The introductory paragraph (de inleidende paragraaf)

- een beschrijving van welke onderneming gecontroleerd wordt;
- een schets van de verantwoordelijkheden van het management;
- en een schets van de verantwoordelijkheden van de auditor.

The scope paragraph (de omvangparagraaf)

- een samenvattende omschrijving van het hele auditproces

The opinion paragraph (de paragraaf betreffende het oordeel)

- de opinie van de auditor aangaande de getrouwheid van de jaarrekening

Wanneer van toepassing:

An explanatory paragraph (de toelichtende paragraaf)

Met de toepassing van ISA norm 700 in België dient de commissaris, belast met een controle bij een beursgenoteerde onderneming, expliciet te herinneren aan het feit dat het controleverslag geen verslag is over de interne controlesystemen van de gecontroleerde onderneming. Verder is er

⁴⁷ Zie: Rittenberg et al. (2008).

ook de mogelijkheid om na de toelichtende paragraaf een zogenaamde 'other matters paragraph' toe te voegen. De bedrijfsrevisor kan hierin bijzondere bemerkingen opnemen die echter geen aanleiding mogen geven voor het maken van een voorbehoud, noch van een toelichtende paragraaf⁴⁸. Deze 'other matters paragraph' stemt overeen met de 'bijkomende verplichte vermeldingen' van het tweede deel van het controleverslag. (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2005).

3.4.2.3.2 Verschillen op het vlak van oordeelsvorming

De voorwaarden om te komen tot een oordeel over het getrouwe beeld van de jaarrekening verschillen op sommige aspecten. De verschillen worden duidelijk in het onderstaande kader. Het betreft een vergelijking van de soorten verklaringen en de voorwaarden daartoe tussen een Amerikaans en een Belgisch controleverslag⁴⁹.

Het Belgisch controleverslag <i>Het eerste deel van het controleverslag aangaande het oordeel over het getrouwe beeld van de jaarrekening</i>	Het Amerikaans auditreport <i>Het tweede deel van het auditreport aangaande het oordeel over het getrouwe beeld van de jaarrekening</i>
<p>1. De verklaring zonder voorbehoud (ZV)</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ IBR normen gerespecteerd; ◦ geen afwijkingen van materieel belang ngl. geldende wettelijke voorschriften en boekhoudnormen (IAS/IFRS); ◦ consequente toepassing van de waarderingsregels; ◦ alle nodige info aanwezig opdat een goedkeurende verklaring mogelijk is. 	<p>1. unqualified report</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ conform de Belgische voorwaarde PCAOB als toezichthouder ◦ conform de Belgische voorwaarde Echter wel US GAAP ipv IAS/IFRS ◦ conform de Belgische voorwaarde ◦ conform de Belgische voorwaarde De onthullingen (disclosures) zijn Adequaat.
<p>2. De verklaring zonder voorbehoud met toelichtende paragraaf (TL)</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ zelfde voorwaarden als bij 1. <p><u>Voorwaarden voor toelicht. paragr.:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ vermeldingen in de toelichtende toelichtende paragraaf doen geen afbreuk aan het oordeel (ZV); 	<p>2. unqualified report with explanatory paragraph</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ zelfde voorwaarden als bij 1. <p><u>Voorwaarden voor toelicht. Paragr.:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ conform de Belgische voorwaarde

⁴⁸ Vb. Bijkomende informatie betreffende de wijziging van de grondslagen voor financiële verslaggeving, die de bedrijfsrevisor wil meedelen aan de lezers van de jaarrekening (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2005).

⁴⁹ Voor een meer gedetailleerde omschrijving van het Belgische controleverslag, zie: *punt 3.3.2 Het commissarisverslag* alsook *bijlage 1*. Het Amerikaanse auditreport wordt beknopt weergegeven, conform de theorie in het handboek Auditing (Rittenberg et al., 2008).

<ul style="list-style-type: none"> ◦ betekenisvol probleem omtrent de bedrijfscontinuïteit; ◦ betekenisvolle onzekerheid die niet het voorwerp vormt voor het geven van een onthoudende verklaring; ◦ de auditor moet kunnen vermelden naar informatie omtrent bedrijfscontinuïteit problemen en/of betekenisvolle onzekerheden in de toelichting van de jaarrekening of het jaarverslag. 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ conform de Belgische voorwaarde ◦ Gedeeltelijke conformiteit In Amerika geldt: risico's en onzekerheden die geassocieerd zijn met onvoorziene uitgaven en belangrijke schattingen. ◦ Conform de Belgische voorwaarde ◦ extra gebruiksregels voor TL: <ul style="list-style-type: none"> - Het niet-consistente gebruik van het ene op het ander jaar van de boekhoudnormen moet door de auditor aangehaald worden in de toelichtende paragraaf. - een geoorloofde afwijking van de boekhoudnormen (US GAAP) die de onderneming kan motiveren en waar de auditor, door professionele beredenering, mee eens is. - nadruk op specifieke aspecten. Bv. Significante transacties met gerelateerde ondernemingen.
<p>3. De verklaring met voorbehoud (MV)</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ beperking in het uitvoeren van de controlewerkzaamheden. De beperking is van zulk belang dat een onthoudende verklaring niet aan de orde is en de auditor treft geen schuld inzake de beperking; ◦ onenigheid met de bedrijfsleiding omtrent een onderdeel van de jaarrekening die geen aanleiding geven tot het geven van een afkeurende verklaring (met inbegrip van beperking in controle door de bedrijfsleiding). 	<p>3. qualified report</p> <p><u>Voorwaarden:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ conform de Belgische voorwaarde ◦ conform de Belgische voorwaarde In Amerika omschreven als enerzijds 'inadequate onthullingen, maar volgens de auditor niet van die aard om een afkeurende verklaring te geven' en anderzijds

	<p>'een materieel, ongeoorloofde afwijking van de boekhoudnormen (GAAP) die geen aanleiding geven tot een afkeurende verklaring (volgens het oordeel van de auditor)'.</p>
<p>4. De verklaring met voorbehoud en toelichtende paragraaf (TL) <u>Voorwaarden:</u> ° zelfde voorwaarden als bij 3. <u>Voorwaarden voor toelicht. paragr.:</u> ° zie bij 2.</p>	<p>4. <i>niet van toepassing in Amerika</i></p>
<p>5. De onthoudende verklaring <u>Voorwaarden:</u> ° ontoereikende informatie in de jaarrekening met inbegrip van de beperking in controlewerkzaamheden. De beperking slaagt op een belangrijk onderdeel van de jaarrekening en/of de beperking is de schuld van de auditor. (problemen met de onafhankelijkheid, expertise,..) ° tal van betekenisvolle onzekerheden</p>	<p>5. disclaimer <u>Voorwaarden:</u> ° conformiteit met België: - onafhankelijkheidsissue; - beperking controlewerkzaamheden; - tal van onzekerheden die de auditor doet twijfelen aan de bedrijfscontinuïteit; - het auditkantoor is niet geëngageerd genoeg om de audit uit te voeren. ° geen conformiteit met België: - ontoereikende info in de jaarrekening is geen reden tot onthoudende verklaring, maar wel een afkeurende verklaring in Amerika.</p>
<p>6. De afkeurende verklaring <u>Voorwaarde:</u> ° meningsverschillen met de bedrijfsleiding die van materieel belang zijn voor het getrouw beeld (met inbegrip van beperking in controle door de bedrijfsleiding).</p>	<p>6. adverse report <u>Voorwaarden:</u> ° conform de Belgische voorwaarde In Amerika is de voorwaarde meer gespecificeerd. De afkeurende verklaring wordt gegeven bij een doordringend materieel en ongeoorloofde afwijking van de boekhoudnormen (GAAP) of bij een gebrek aan belangrijke onthullingen (disclosures).</p>

3.4.2.3.3 Het rapporteren van M&A problemen

De fusie en overname problemen in Amerika moeten worden beschreven in de *explanatory paragraph* wanneer de Amerikaanse auditor grote twijfels heeft betreffende de nieuwe entiteit als *going concern*. Net zoals in België moeten de twijfels aangaande de bedrijfscontinuïteit duidelijk omschreven worden en moet de Amerikaanse auditor kunnen refereren naar de jaarrekening. In de *management footnotes* beschrijft het management hoe zij de problemen percipiëren en hoe zij de problemen gaan bestrijden. Net zoals in België heeft de auditor in Amerika ook de mogelijkheid een onthoudende verklaring te gebruiken wanneer naast de fusieproblemen nog tal van onzekerheden voorkomen. De afkeurende verklaring kan gebruikt worden wanneer de overnemende onderneming of de gefuseerde ondernemingen in dergelijke slechte papieren zitten zodat de waardering op basis van *going concern* (continuïteitsprincipe) niet meer geoorloofd is (Rittenberg et al., 2008).

Deel 4 De audit bij een foutgelopen fusie of overname

Deel vier van de eindverhandeling vormt het uiteindelijke onderzoek. Ten eerste wordt er ingegaan op het interview dat werd afgenomen bij bedrijfsrevisor Dominique Roux om een beter inzicht te krijgen in de rol van een bedrijfsrevisor in de praktijk. Er worden topics aangehaald in verband met het opmerken van bedrijfsproblemen, de mate van openbaar maken van informatie en of men kan verwachten dat de bedrijfsrevisor zijn mening geeft over de geschiktheid van een M&A. Ten tweede worden er enkele praktijkcases besproken, zowel nationale als internationale voorbeelden. Elke case omvat een M&A waar het gewenste resultaat niet behaald werd en waarbij de M&A eventueel leidde tot ernstige continuïteitsproblemen met het faillissement als gevolg. Elke case behandelt de *oorzaken van het falen* van de M&A. Daarnaast worden de desbetreffende controleverslagen onder de loep genomen om na te gaan, in het licht van de beschreven theorie in deel 2 en deel 3, in hoeverre er *probleemmeldingen* worden gemaakt.

4.1 Interview met een bedrijfsrevisor

Om kennis uit de praktijk op te doen, vond er 19 november 2009 een interview plaats met bedrijfsrevisor Dominique Roux, partner bij Deloitte Hasselt. Volgende vragen werden hem gesteld:

- 1) Stel, u bent de commissaris in een onderneming die het afgelopen jaar gefuseerd is/overgenomen is/zelf de overnemer was. De nieuwe entiteit presteert echter niet zoals verwacht. Op welke manier komen deze problemen bij u aan het licht?

De heer Roux:

"De hoofdtaak van de revisor is het nagaan van het getrouwe beeld van een jaarrekening en hierover rapporteren. De correctheid van de cijfers in de jaarrekening is het allerbelangrijkste. Het onderzoek richt zich dus voornamelijk op historische cijfers en de correctheid daarvan. Eventuele problemen die heersen in de onderneming, zoals integratieproblemen en cultuurproblemen, komen wij uiteraard te weten wanneer wij gesprekken voeren met het personeel, maar dat vertaalt zich daarom niet in onjuiste cijfers. De focus van de revisor ligt niet toekomstige gegevens, maar op de historische cijfers, ook al kan hij aanvoelen dat de fusie of de overname niet de juiste richting uitgaat."

- 2) Bestaan er mogelijkheden om als bedrijfsrevisor signalen op te nemen in het controleverslag die het investerende publiek er attent op maken dat de onderneming (na een fusie of overname) in slechte papieren verkeerd?

De heer Roux:

"Ten opzichte van het publiek heeft de bedrijfsrevisor niet veel mogelijkheden om problemen te signaleren. De rol van de commissaris mag absoluut geen klokkenluider zijn."

Het is wel zo dat krachtens art. 633 en art. 634 van het Wetboek van vennootschappen (de zogenaamde alarmbelprocedure) de Raad van Bestuur gehouden is actie te ondernemen wanneer de onderneming er slecht aan toe is. Hiervan moet de Raad van Bestuur een verslag opmaken. Dit verslag geeft de bedrijfsrevisor de mogelijkheid om ook gewag te maken van bedrijfsproblemen in zijn controleverslag. Hij zal dan ook een onderzoek instellen betreffende de financiële weerslag van de problemen op de onderneming."

- 3) Waarom kan de bedrijfsrevisor de problemen niet signaleren?

De heer Roux:

"Het past niet in de deontologie van de revisor. Deze verplicht hem te allen tijden onafhankelijk te blijven ten opzichte van de onderneming die hij onderzoekt. Een revisor kan zich nooit inlaten met het beleid van de onderneming. Hij kan enkel toezicht uitoefenen in de onderneming. Als de onderneming slecht presteert, kan hij het management wel vragen naar de redenen daaromtrent, maar hij mag de problemen niet zomaar openbaar maken. Wel heeft hij de mogelijkheid om naar de rechter te stappen in het kader van art. 138 van het Wetboek van vennootschappen. Stel opnieuw, een onderneming kampt met ernstige liquiditeitsproblemen en er dreigt een faillissement. Conform art. 633 en 634 moet de Raad van Bestuur herstelmaatregelen ondernemen. De revisor moet er zich van vergewissen dat de Raad van Bestuur dit ook daadwerkelijk doet en moet de Raad van Bestuur inlichten. Art. 633 en art. 634 moet men dus altijd samen lezen met ar. 138. In art. 138 wordt beschreven dat de commissaris een brief moet schrijven aan de Raad van Bestuur die op de continuïteitsproblemen wijst, wanneer de Raad nog niet op de hoogte is van de problemen. Als de commissaris vaststelt dat de Raad vervolgens niks doet, dan kan de revisor naar de rechtbank stappen. In dat opzicht treden ze wel op als klokkenluider, maar niet naar het brede publiek toe."

- 4) Stel de case met betrekking tot Fortis en ABN Amro, daaruit blijkt dat er duidelijke problemen waren met de overname. Er was o.a. een te hoge prijs betaald voor de overname in tijden van crisis zodat de continuïteit van de onderneming in het gedrang kwam. Toch bevatte het controleverslag in 2008 weinig tot geen signalen die wezen op het continuïteitsprobleem.

De heer Roux:

"De cijfers in de jaarrekening waren correct en de Raad van Bestuur was niet onderworpen aan de meldingsplicht en de herstelmaatregelen, zoals beschreven in art. 633 en art. 634. Ook overeenkomstig art. 138 zal de revisor geoordeeld hebben dat er geen gewichtige en overeenstemmende feiten aanwezig waren die de continuïteit danig in het gedrang brachten. De revisor moet altijd nagaan of de regels van het boekhoudrecht en vennootschaprecht zijn nageleefd. Dit is het 2^{de} deel in zijn controleverslag, naast het 1^{ste} deel waarin hij een oordeel geeft over de getrouwheid van de jaarrekening. Dit 2^{de} deel

houdt ook in: het nagaan of het jaarverslag van de Raad van Bestuur de vereiste informatie bevat. Zo is de Raad van Bestuur, sinds een aantal jaren, verplicht vermeldingen te maken betreffende risico's en onzekerheden van de onderneming. Stel dat de revisor van oordeel is dat deze rubriek onvoldoende is toegelicht, dan kan hij opnemen in het 2^{de} deel van het controleverslag dat het jaarverslag, naar zijn mening, onvoldoende informatie bevat."

- 5) Is er volgens u nood aan verandering? Moet de rol van de bedrijfsrevisor uitgebreid zodat hij verplicht wordt veel meer elementen op te nemen in het controleverslag? Zou hij bijgevolg veel meer mogelijkheden moeten krijgen om problemen in verband met de fusie of de overname te melden?

De heer Roux:

"Dat is een debat dat al twintig jaar aan de gang is. Naar mijn mening is dat totaal niet nodig. De revisor wil zich niet moeien in opportuniteitsbeslissingen. Of een onderneming een overname wil uitvoeren, maar kampt met een tekort aan middelen, is die overname dan wel verstandig? Dat zijn vragen voor de Raad van Bestuur, zij moeten hierover beslissen. Een bedrijfsrevisor moet zich totaal buiten het beleid houden. Als de fusie of de overname mislukt dan valt de revisor niks te verwijten. Enkel als de cijfers niet juist zijn in de jaarrekening van de nieuwe entiteit, enkel dan moet hij optreden. De streng geregelde rechten en plichten, onafhankelijkheid, objectiviteit, etc. zijn naar mijn mening goed omschreven en ik denk ook niet dat de revisoren vragende partij zijn om een grotere rol te gaan spelen."

- 6) Kan de revisor dan nooit zijn mening geven over de geschiktheid van een fusie of een overname?

De heer Roux:

"Nogmaals, hij mag geen mening neerschrijven over de opportuniteiten van de overname in zijn controleverslag. Hij moet ten alle tijden buiten het beleid blijven van de onderneming. Als de revisor vindt dat de overname een slechte beslissing was, kan hij er niks over zeggen! Er is echter wel de mogelijkheid om een fusie- of overnameprospectus openbaar te raadplegen. Het betreft de beursgenoteerde ondernemingen die vb. in het kader van een fusie of een overname een kapitaalverhoging wensen door te voeren. Een dergelijk prospectus geeft inzage in de financiële positie van de onderneming, het aantal aandelen ten opzichte van de kapitaalverhoging, de prijs van de aandelen, wat de onderneming gaat aanvangen met het geld, waarom de aanwending van het geld voor de fusie of de overname de juiste beslissing is, etc. In grote overnames en fusies van beursgenoteerde ondernemingen vervult de revisor ook een attestfunctie, namelijk de correctheid van de cijfers en de opgenomen informatie in het prospectus nagaan. De attestfunctie laat hem enkel toe een uitspraak te doen over de getrouwheid van de

informatie, dus wanneer hij het prospectus doorneemt en van mening is dat de overname geen goede beslissing is, dan mag hij daar niks over zeggen. Hij moet zich altijd buiten het beleid van de onderneming houden.

4.2 Praktijkcases

De eindverhandeling bevat zes cases. Om ervoor te zorgen dat de desbetreffende problemen nauwkeurig omschreven werden, moest er voldoende informatie beschikbaar zijn. Vandaar dat de gekozen voorbeelden voornamelijk grote en internationaal bekende M&A deals betreffen tussen beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien het internationaal bekende deals zijn, is er veel media-aandacht en veel informatie te vinden in verband met de M&A en de bijhorende problemen. Het feit dat de betrokken ondernemingen beursgenoteerd zijn, verhoogt de kans dat er controleverslagen voor handen zijn. Beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht om onder andere jaarrekeningen en controleverslagen openbaar te maken. Alle relevante controleverslagen zijn opgenomen in de eindverhandeling⁵⁰.

In het tweede deel van de eindverhandeling werd een theoretische kijk gegeven op fusies en overnames. De theorie liet duidelijk zien dat er talrijke factoren zijn die kunnen bijdragen tot een succes, of net het falen, van een M&A. De cases omvatten daarom niet telkens dezelfde redenen van het falen van de M&A. Vaakvoorkomende faalredenen zijn vb. een te hoge overnameprijs, een ontoereikende *due diligence*, een falende *corporate governance*, een *cultural clash* en moeilijke integratie-inspanningen. Ook externe factoren, zoals moeilijke marktomstandigheden, lagen in meerdere cases mede aan de basis van de M&A problemen. Zowel de nood aan voldoende informatie als de voldoende spreiding over verschillende faalredenen hebben geleid tot de zes onderstaande praktijkcases.

Elke case wordt nader toegelicht in een apart hoofdstuk. Daarnaast wordt er in *hoofdstuk 4.2.7 Overzichtstabel* een korte samenvatting gegeven van elke besproken case, inclusief de relevante controleverslagen.

4.2.1 Case 1: het consortium "Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander" en ABN Amro

4.2.1.1 De reden van het falen

In de overnamestrijd rond de Nederlandse bank ABN Amro was het de bank Fortis, in een consortium⁵¹ met Banco Santander en Royal bank of Scotland, die in oktober 2007 de **biedingstrijd** won. De overnameprijs bedroeg 71,1 miljard euro (Annual Report Banco Santander, 2007, p. 7; Annual Report Fortis 2007, p. 192). Een gigantisch bedrag waar de andere potentiële

⁵⁰ Voor wat betreft *hoofdstuk 4.2.4 Sabena en Swissair* werden er echter geen controleverslagen van Swissair gevonden.

⁵¹ Een consortium komt voor wanneer een vennootschap enerzijds, en één of meer andere vennootschappen naar Belgisch of naar buitenlands recht anderzijds, die geen dochtervennootschappen zijn van elkaar, noch dochtervennootschappen zijn van één en dezelfde vennootschap, onder centrale leiding staan (W. Venn., art. 10, paragraaf 1).

overnemer, de Britse bank Barclays, niet tegenop kon boksen. Maar de **bankencrisis** wakkerde ondertussen flink aan in de Verenigde Staten en het zou niet lang duren alvorens ook in Europa de geldkranen werden toegedraaid. De hele financiële wereld reageerde eerder sceptisch op de overname door het consortium, de overnameprijs voor ABN Amro zou te hoog zijn. Zelfs in betere tijden zou het een gewaagde operatie kunnen genoemd worden. Toch heeft men bij Fortis altijd volgehouden dat de dure overname *strategisch* en *operationeel* de juiste keuze was (Dijkman, 2008).

Fortis stond in voor 24 miljard euro van de gehele overnameprijs (Fortis Holding, 2008). Rekening houdend met de grootte van het bedrag en het broeiende 'negatief economisch klimaat' moest Fortis allerlei activa verkopen, het dividendbeleid aanpassen en extra kapitaal ophalen. Oorspronkelijk konden de aandeelhouders zich vinden in de grootse plannen van Fortis. Maar wanneer later een noodkapitaalverhoging werd aangekondigd en het interimdividend ter waarde van 1,3 miljard euro werd geannuleerd, waren diezelfde aandeelhouders plots veel minder enthousiast.

De **communicatiepolitiek was ontoereikend**: er werd er te weinig informatie verspreid en te laat. Het faillissement van de zakenbank Lehman Brothers had een dramatisch resultaat. Fortis had veel geld verloren op riskante beleggingen in de Verenigde Staten. De beleggersmarkt begon meer en meer wantrouwen te creëren ten opzichte van Fortis en het vermoeden dat de overname van ABN Amro een te grote brok zou zijn, werd alsmaar meer bevestigd. Nochtans zei de toenmalige CEO Votron op 28 april 2008 in een interview met 'VEB Nederland' dat Fortis niks merkt van het slechte economische klimaat (Trends, 2008). Dit alles leidde bij de aandeelhouders tot het dumpen van hun aandelen en sommige spaarders wensten al het geld van de spaarrekening te halen. Er werd druk gezocht naar kapitaalverschaffers, maar alle hoop vervaagde toen ook Ping An afhaakte als mogelijke verschaffer van vers kapitaal. Om het faillissement te voorkomen, werd Fortis compleet ontmandeld. De overheid greep in, zowel in België, Luxemburg als in Nederland. Eind september 2008 injecteerden de Benelux overheden om en bij de 11,2 miljard euro in het noodlijdende Fortis (4,5 B / 4,5 NL / 2,2 L). Hierdoor werd Fortis gedeeltelijk genationaliseerd. Toch was de tussenkomst van de overheden geen overtuigend signaal voor de klanten en beleggers. Liquiditeitsproblemen bleven aanhouden, spaarders vroegen steeds talrijker hun geld op en het aandeel was in vrije val. In oktober 2008 wordt er in Nederland beslist de 'Fortis Bank Nederland', het deel van 'ABN Amro' dat Fortis bezat en de verzekeringstak volledig te over te nemen voor 16,8 miljard euro. Ook België volgde en Fortis werd grotendeels genationaliseerd. De enige overwinnaar uit deze situatie blijkt BNP Paribas te zijn. Deze Franse bank sloeg in zijn opzet om Fortis over te nemen van de Belgische overheid. 75% percent van de aandelen werden verkocht aan BNP Paribas voor de onwaarschijnlijke lage prijs van 1,6 euro. BNP Paribas neemt verder ook grotendeels Fortis Luxemburg over.

Royal Bank of Scotland (RBS) en Banco Santander hebben ook geleden onder de kredietcrisis, maar zijn erin geslaagd hun aandeel in de Activa en Passiva van ABN Amro te behouden in 2008. Banco Santander heeft extra kapitaal moeten zoeken voor de zware financiering (Annual Report Banco Santander, 2007, p.7). De integratie van ABN Amro door RBS lag in 2008 op koers en

verdere ontplooiing werd gepland voor 2009, ondanks de moeilijke marktomstandigheden (Annual Report ABN Amro, 2008, p.2) maar ook RBS kon enkel met forse overheidshulp overeind blijven. Het is nuttig na te gaan of de auditor in de desbetreffende landen opmerkingen heeft kunnen maken omtrent de onzekere situatie.

4.2.1.2 Het oordeel van de auditor

De overname werd afgerond in oktober 2007. De grootste moeilijkheden speelden zich af bij Fortis, in oktober 2008. RBS en Banco Santander ondervonden ook grote moeilijkheden, maar werden zelf niet overgenomen zoals dat wel het geval was bij Fortis, hoewel ook RBS feitelijk genationaliseerd werd. Vooreerst komen de jaarrekeningen van de Fortis Holding aan bod. Zowel de geconsolideerde jaarrekening als de enkelvoudige jaarrekeningen van Fortis België en Fortis Nederland. Daarna wordt het oordeel van auditor bekeken in verband met de jaarrekeningen van Banco Santander en RBS.

Fortis - 2007

*Controleverslagen 2007*⁵²

- De auditoren van Nederland en België zijn van oordeel dat de **geconsolideerde jaarrekening** een getrouw beeld geeft. Het jaarverslag van de Raad van Bestuur is consistent met de inhoud van de jaarrekening (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 4*).

Er worden geen opmerkingen of alarmsignalen aangehaald in verband met de M&A van ABN Amro. De goedkeurende verklaring laat uitschijnen dat er geen betekenisvolle onzekerheden zijn in verband met de M&A en dat de bedrijfscontinuïteit niet bedreigd is. Het gebruik van een toelichtende paragraaf is overigens onmogelijk aangezien noch de toelichting, noch het jaarverslag elementen bevatten die wijzen op moeilijkheden of herstelmaatregelen⁵³.

Ondanks het groeiende negatieve economische klimaat versterkt de kaspositie van Fortis doorheen 2007 met 5,947 miljard euro ten opzicht van 2006, een stijging van 29,13%. Dit neemt niet weg dat andere negatieve factoren de ondergang inleidden. De geconsolideerde balans in 2007 toont volgende onrustwekkende cijfers:

⁵² Zie onderdeel 4.2.7. *Overzichtstabel, figuur 4, 5 en 6.*

⁵³ Het jaarverslag haalt het volgende aan: "Het jaar 2007 was een bijzonder jaar voor Fortis. Velen zullen het jaar 2007 natuurlijk associëren met de overname van ABN AMRO door het Consortium, welke ons in staat stelt om onze strategie versneld door te voeren. Fortis heeft zijn groeiplannen voor 2007 verder kunnen uitvoeren, ondanks de moeilijke marktomstandigheden. Fortis was echter niet immuun voor de gevolgen van de onrust op de wereldwijde kredietmarkten en, zoals in januari werd aangekondigd, voelen onze resultaten de druk van bijzondere waardeverminderingen op de subprime CDO-portefeuille" (Annual report Fortis, 2007, p.285). De Raad van Bestuur laat uitschijnen dat alles onder controle is.

* Een toename in de vorderingen op andere banken met 32,07%.

Gezien de eerste negatieve berichten uit Amerika⁵⁴, lijkt leningen toestaan aan andere banken geen goede optie. Vele Amerikaanse banken beginnen zich in moeilijkheden te bevinden. Het begin van een negatieve spiraal voor de hele bankenwereld. De stijgende rentes, zie voetnoot 52, ogen winstgevend voor Fortis, maar het risico dat men het kapitaal en de bijhorende rentes niet zal ontvangen in de toekomst is echter gestegen.

* Een toename in de goodwill en overige immateriële activa van 1,078 miljard euro. Een stijging van 47,68%. Rekening houdend met de afschrijvingen en de meerdere overnames die plaatsvonden in 2007⁵⁵ is deze balanspost niet overdreven veel. Toch wordt er verwezen naar de te hoge prijs die betaald werd voor de overname van ABN Amro. Aangezien men te veel betaald zou hebben, terwijl de goodwill niet overdreven groot is, valt bijgevolg af te leiden dat de *fair values* voor de balansposten van ABN Amro overgewaardeerd werden.

* Een toename in de schulden aan andere banken met 8,42%. Aangezien hun kaspositie verstevigde doorheen 2007 en de stijgende rentes⁵⁶ bij het lenen bij andere banken, is het ongunstig om de schulden bij andere banken op te drijven. In plaats van de schulden af te bouwen, wordt Fortis belast met nog meer schulden en stijgende interestlasten.

* Een toename in achtergestelde schulden van 6,55 miljard. Een stijging van 42,60%. Schulden brengen sowieso interestlasten mee. Schulden die achtergesteld zijn op de overige schulden brengen echter een hogere rentevoet mee dan de overige schulden aangezien ze slechts worden vereffend nadat de overige schulden vereffend zijn. Daar staat natuurlijk tegenover dat zij als een uitbreiding van het eigen vermogen kunnen gezien worden vanuit solvabiliteitsopzucht.

Het verslag van de Raad van Bestuur geeft aan dat de Fortis groep de groeiplannen in versneld tempo kan uitvoeren. Toch wordt er gewezen op de moeilijke marktomstandigheden⁵⁷. Ook Fortis moest afwaarderingen doorvoeren op kredietportefeuilles in 2007.

⁵⁴ Rond de jaarwisseling 2006-2007 komen de eerste onrustwekkende berichten van zware problemen bij Amerikaanse gezinnen die hun hypothecaire kredieten nauwelijks nog kunnen aflossen. De banken lopen risico's om hun geld niet meer terug te zien. In het voorjaar van 2007 beginnen de Amerikaanse banken de aflossingsproblemen echt te voelen. Wanneer een gezin de lening niet kan afbetalen, wordt hun huis gedwongen verkocht. Aangezien de bank het huis als onderpand heeft bij het verstrekken van de hypothecaire lening, ontvangen zij de verkoopwaarde. Maar de waarde bij een gedwongen verkoop is lager dan de waarde waarvoor ze als onderpand op de balans staan. Meerdere gedwongen verkopen tegelijk is allesbehalve gunstig voor een bank en ze probeert dit te compenseren door de rente te verhogen. **Lenen wordt duurder.** Het wantrouwen stijgt. Vanaf de zomer 2007 barst de bom. De banken die hypotheek verstrekten hebben, hebben deze leningen gebundeld, opgeknipt en weer doorgeleend aan andere bankinstellingen waardoor niemand duidelijk kan vaststellen wie de schade zal voelen van de onafgeloste hypotheek. Er heerst een enorm wantrouwen tussen de banken en de markt voor interbancaire leningen valt stil. Banken beginnen met enorme afwaarderingen op de balans van dergelijke *rommelkredieten*. Er breekt paniek uit, eerst in Amerika, later waait deze paniekaanval over naar Europa. Miljardenafschrijvingen en verliezen treffen vele bankinstellingen (Kalse, 2008).

⁵⁵ Fortis nam in 2007 tal van andere instellingen over. De voornaamste overnames waren Dominet S.A., Disbank en PCI. De betaalde goodwill bedroeg respectievelijk 221 miljoen euro, 333 miljoen euro en 241 miljoen euro (Annual Report Fortis, 2007).

⁵⁶ Zie voetnoot 54.

⁵⁷ Zie voetnoot 54.

- De enkelvoudige jaarrekening van Fortis N.V./S.A. te **België**. Naar het oordeel van de Belgische auditoren geeft de enkelvoudige jaarrekening een getrouw beeld van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van Fortis Bank NV. Verder zijn ze van oordeel dat het jaarverslag geen inconsistenties bevat ten opzichte van de jaarrekening. Ze halen expliciet de gebruikelijke standaardformulering aan dat ze geen uitspraak kunnen doen over de toekomstige verwachtingen en ontwikkelingen van de onderneming en zich niet kunnen uitspreken over de beschrijving van de risico's en onzekerheden waarmee Fortis Bank NV te maken heeft. De Raad van Bestuur is verplicht de risico's en onzekerheden mede te delen waardoor de bedrijfsrevisor in principe wel een uitspraak kan doen over de kwaliteit van de gegeven informatie in het verslag⁵⁸, maar bijna altijd wordt er gebruik gemaakt van een standaardparagraaf dienaangaande.

Dit wijst op een weinig informatieve en vooral vrij voorzichtige standpuntinname in tijden van economische crisis (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 5*).

- Het controleverslag over de enkelvoudige jaarrekening van Fortis N.V. te **Nederland** bespreekt geen problemen. Naar het oordeel van de Nederlandse auditor is het een getrouwe jaarrekening en is er overeenstemming tussen de informatie van het jaarverslag en de jaarrekening (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 6*).

Vanuit de regels die auditoren moeten volgen, kan men toch besluiten dat alarmsignalen tot de mogelijkheden behoorden. Enerzijds wordt het negatieve economische klimaat aangehaald in het verslag van de Raad van Bestuur over de geconsolideerde jaarrekening. Anderzijds zijn er de ongunstige cijfergegevens in de jaarrekening. De combinatie van beide informatiebronnen en het feit dat ze zowel in de (toelichting van de) jaarrekening en het jaarverslag voorkomen, laat de commissaris o.i. toe ernaar te verwijzen met een toelichtende paragraaf, maar dan moet hij/zij van oordeel zijn dat het gaat om betekenisvolle onzekerheden. Het in twijfel trekken van de continuïteit van een bank is uiteraard een zware beslissing.

Banco Santander - 2007

Banco Santander geraakte in 2008 ook in moeilijkheden door de kredietcrisis, maar had minder last van de dure overname van ABN Amro doordat het de overgenomen onderdelen van ABN Amro snel kon verkopen of onderbrengen in de Banco Santander. In 2009 had de bank een winst van om en bij de negen miljard euro, iets meer dan de winst in 2008 (De Standaard Online, 2010). De problemen van Banco Santander waren bijgevolg relatief klein ten opzichte van die van Fortis. Het controleverslag van 2007 zal bekeken worden op mogelijke alarmsignalen.

Controleverslag 2007

Het controleverslag vertoont geen opmerkingen of alarmsignalen in verband met de overname van ABN Amro. Naar het oordeel van de auditor geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de

⁵⁸ Zie 4.1 *Interview met een bedrijfsrevisor*. vraag 4.

situatie. Verder is de auditor van oordeel dat de Raad van Bestuur in het jaarverslag adequate informatie heeft verschaft in verband met de jaarrekening (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 7*).

Royal Bank of Scotland - 2007

Zoals Fortis kwam ook RBS in grote moeilijkheden. In april 2008 had RBS het kapitaal succesvol met 12 miljard pond verhoogd, maar in augustus 2008 wordt bekend gemaakt dat RBS voor het eerst in veertig jaar verlies had geleden. De kredietcrisis trof hen diep en heeft ertoe bijgedragen dat een verlies van 802 miljoen pond werd geleden. Grote afschrijvingen op rommelkredieten, voor 5,9 miljard pond, lagen aan de basis van het verlies. Een verkoop van onderdelen van ABN Amro drong zich meer en meer op terwijl de situatie in sneltempo verslechterde. Op 13 oktober 2008 koopt de Britse overheid een aandelenbelang in RBS voor 20 miljard pond waardoor ze met 57% hoofdaandeelhouder worden bij de Britse bank. Bij een latere uitgifte van nieuwe aandelen bouwt de Britse overheid haar aandelenbelang verder uit tot 84% (NRC, 2008).

De grootste problemen spelen zich af in 2008. Mede door de overheidssteun heeft RBS na de problemen toch onderdelen van ABN Amro kunnen integreren. Enkel de jaarrekening 2007 zal onderzocht worden.

Controleverslag 2007

Het oordeel van de auditor duidt erop dat de jaarrekening een getrouw beeld geeft. De Raad van Bestuur heeft zich, naar oordeel van de auditor, gehouden aan de verplichtingen en het jaarverslag is consistent met de jaarrekening. Voldoende informatie is verschaft door het Raad van Bestuur en de auditor maakt geen verdere opmerkingen (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 8*).

Opmerkelijke cijfergegevens in de jaarrekening zijn de integratiekosten voor ABN Amro ten belopen van 1,88 miljoen pond (Annual Report RBS 2007, p. 44). Net zoals bij Fortis stijgen de leningen aan andere banken. Bij RBS stijgen deze leningen zelfs spectaculair met 165,67% (Annual Report RBS 2007, p.66). Het risico op wanbetalingen door de andere banken was toen al, gegeven het ongunstige economische klimaat, niet ondenkbaar. Daarnaast kwam er nog een risicocomponent bij. De derivaten, d.i. afgeleide financiële producten, stegen enorm. Zowel op het actief als op het passief, respectievelijk met 189,17% en 181,14% (Annual Report RBS 2007, p. 66). Nochtans moeten derivaten passen binnen een goed risicobeheer. Terwee (2008) geeft aan dat derivaten één van de oorzaken zijn van de kredietcrisis: "Derivaten zijn financiële contracten waarvan de waarde is afgeleid van de onderliggende aandelen, obligaties, valuta, grondstoffen of hypotheek. Aangezien de derivaten die betrekking hebben op hypotheek buiten de beurs om worden verhandeld en hoogst complex zijn, is hun waarde lastig te bepalen. Worden de onderliggende leningen niet meer afgelost, dan dalen de derivaten in waarde. Maar de vraag is: hoeveel precies? Niemand kan het vertellen. Gevolg: de handel valt stil. De kredietcrisis is geboren. Hieruit volgt verder: banken moeten afwaarderen op hun derivatenportefeuilles".

Verder nemen de schulden enorm toe, voornamelijk bij andere banken. Onder de toenmalige omstandigheden van de stijgende rente, had dit zware toekomstige gevolgen voor de interestlasten en de kaspositie. De kaspositie was echter gestegen in 2007 met 304,69% tot 77.304 miljoen pond.

Voor RBS was 2007 een enorm belangrijk jaar. Het balanstotaal steeg ten opzichte van 2006 met 118,09% van 871.432 miljoen pond naar 1.900.519 miljoen pond. RBS groeide enorm, maar men kan zich enigszins afvragen of men niet te veel hooi op de vork genomen had, te veel betaald had voor de overname van ABN Amro en welke invloed de toenmalige negatieve economische omstandigheden zouden hebben op de gezondheid van het bedrijf.

Ook het verslag van de Raad van Bestuur wijst op de economische moeilijke tijden, zoals de wereldwijde kredietproblemen en de veranderende interestvoeten. Verder wijzen ze op de liquiditeitsrisico's, ondanks een verstevigde kaspositie, omdat dit risico inherent is aan banking operaties. Ook wijzen ze op de risico's die gepaard gaan met de integratie van ABN Amro (Annual Report RBS 2007, p. 32-33 en p. 94). De Raad van Bestuur maakt gewag van het feit dat RBS over voldoende middelen beschikt zodat de *going concern* gewaarborgd is. Dit wijst andermaal op de moeilijkheid om het begrip *going concern* te plaatsen. Vanuit de verstrekte financiële gegevens lijkt *going concern* meer dan gerechtvaardigd. Toch kan de situatie zeer snel omslaan en blijkt het eerstkomende boekjaar niet meer zo haalbaar als eerst gedacht.

ABN Amro - 2007

Controleverslag in het jaar van de overname (2007)

Naar het oordeel van de auditor geeft de jaarrekening een getrouw beeld. Verder wijst de auditor op het feit dat het jaarverslag van de Raad van Bestuur in overeenstemming is met de jaarrekening. Het controleverslag signaleert geen problemen in verband met de overnemers van ABN Amro (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 9*).

Bij fusies is het van belang de controleverslagen na te gaan van alle betrokken partijen. In dit geval wordt ABN Amro overgenomen. Alarmsignalen, gericht aan de aandeelhouders van ABN Amro, zijn niet relevant in het opzicht dat de aandeelhouders een (veel te) goede prijs krijgen voor hun aandelen. Latere problemen in verband met de overname hebben geen betekenis daar zij geen aandeelhouder meer zijn en ABN Amro volledig deel uitmaakt van de overnemer.

4.2.2 Case 2: Real Software en Tava Technologies

4.2.2.1 De reden van het falen

Real Software, een Belgisch softwarebedrijf, nam in april 1999 het Amerikaanse softwarebedrijf Tava Technologies over. Real Software had duidelijk de **due diligence** fase onderschat. De overname van het Amerikaanse Tava bracht Real Software aan de rand van de afgrond (Realdolmen, 2007). Het Belgische softwarebedrijf had zich nochtans kunnen behoeden voor het aankomende onheil door een betere doorlichting van de target uit te voeren.

Real Software bood 190 miljoen dollar voor Tava (The New York Times, 1999). De CEO van Tava, John Jenkins, kon CEO Hageman van Real Software overtuigen dat TAVA 190 miljoen dollar waard was. De financiering werd gedaan aan de hand van leningen en een kapitaalverhoging zodat \$8 per aandeel in cash werd gegeven aan de aandeelhouders van Tava Technologies (Securities and Exchange Commission, 1999). Hageman zag Tava Technologies als een solide toegangspoort tot de IT-markt in de Verenigde Staten (Realdolmen, 2000 a). In het boekjaar 1999 werden ook voor 11,3 miljoen dollar voorzieningen voor herstructureringskosten aangelegd, maar geboekt als onderdeel van de consolidatiegoodwill.

De deal met Tava bleek achteraf geen goede zet. In november 1999 was Real Software het voorwerp van een profit warning voor de activiteiten op de USA markt. De Amerikaanse markt liet een grote **terugval** optekenen voor tal van producten die Real Software er aanbood. Daarenboven bedroegen de vaste kosten voor verkoop, marketing, administratie e.d. 32% in tegenstelling tot 16% in het business model van Real Software. Er moest bespaard worden. Verder laat het persbericht van 3 maart 2000 zien dat de financiële schulden enorm zijn toegenomen en dat er een gigantische overnamegoodwill op de balans staat. Deze moest voor een groot deel afgeboekt worden. De **goodwill** die betaald werd voor Tava Technologies bleek totaal niet gerechtvaardigd (Realdolmen, 2000 a). De strategie moest gewijzigd worden en een herziene samenwerking met TAVA drong zich op (Realdolmen, 2000 b). In het jaarverslag van de Raad van Bestuur wordt gewezen op de mogelijkheid tot afstand doen van de activiteiten in Amerika (Annual Report Real Software, 2000). In 2001 is Real Software op zoek naar een overnemer voor Tava, maar de zoektocht verloopt niet zoals gehoopt. In een krantenartikel in de standaard van 28 maart 2001⁵⁹ blijkt dat de kandidaat-overnemer ABB zal afhaken. Er werd geschat dat Real Software een bijkomend verlies zou lijden van 2 miljard BEF door het afboeken van de *restwaarde* van Tava. Het eigen vermogen van Real Software zou daardoor negatief worden, waardoor de toekomst van het bedrijf in de handen ligt van de beslissing van de aandeelhouders. De alarmbelprocedure treedt in werking conform art 633 van het Wetboek van Vennootschappen. Dit artikel was toen slechts één maand in werking getreden⁶⁰. Een overnemer vond men uiteindelijk niet meer. Tava ging failliet en

⁵⁹ Het krantenartikel is terug te vinden in **bijlage 2**.

⁶⁰ Op de website van de Federale Overheidsdienst Financiën valt het volgende te lezen: *De tekst van art. 633 is van toepassing met ingang van 06.02.2001. (Art. 2, W 07.05.1999) B.S. 06.08.1999.*

werd afgeboekt, uit de balans van Real Software. Op de website van Realdolmen⁶¹ wordt er, bij de mijlpalen in de geschiedenis, het faillissement aangehaald van TAVA Technologies in 2001.

4.2.2.2 Het oordeel van de auditor

Sinds de overname in april 1999 beginnen de problemen zich op te stapelen tot en met het dieptepunt in 2001. In 2001 gaat Tava Technologies failliet waardoor de positie van Real Software enorm wankelt. De controleverslagen van 1999 en 2000 worden onderzocht in functie van eventuele alarmsignalen van de auditor.

Real Software - 1999

Real Software zag een grote opportuniteit in de overname van Tava Technologies. Tava had een balanstotaal van 60,338 miljoen dollar op het einde van het boekjaar van 1998. Het kon winstgevendere cijfers voorleggen op het einde van 1998. Tava had echter wel een zware kredietlijn geopend om de significant toegenomen handelsvorderingen in de laatste zes maanden van 1998 te kunnen opvangen. Als waarborg voor de kredietlijn golden de activa van Tava. Ook de dubieuze vorderingen namen gestaag toe tussen juni en december 1998. De risico's met betrekking tot handelsvorderingen werden geanticipeerd door een factoring akkoord met een bank. Het werkkapitaal verbeterde eveneens van 17,3 miljoen dollar in juni 1998 naar 25,8 miljoen in december 1998. Op het eerste zicht was Tava Technologies een aantrekkelijke target⁶².

Langs de andere kant waren er ook significante risico's verbonden aan Tava. In de periode juni-december 1998 werden 1,1 miljoen dollar kosten gekapitaliseerd voor ontwikkeling van producten van de Y2kOne. Het kapitaliseren van dergelijke kosten was ondertussen 4,3 miljoen dollar, met een netto boekwaarde van 3,1 miljoen dollar. Kapitalisatie is slechts toegestaan wanneer toekomstige baten verwacht kunnen worden. Nochtans waren de klanten voor Y2k slechts éénmalig. Na het Y2k-jaar moesten nieuwe klanten gezocht worden en er drongen zich nieuwe herstructureringen op (Annual Report Real Software 2000, p. 20). Dit maakt het een bijzonder risicovolle operatie.

Ten opzichte van 1998 steeg de goodwill met 230,86% tot 7.007.664.000 BEF of 173.714.957 EUR. Een groot deel van de gestegen goodwill is te wijten aan de overname van Tava. Eind 1998 had Tava een balanstotaal van 60,338 miljoen dollar. In het kwartaalrapport, gepubliceerd op de S.E.C. website op 17 mei 1999, blijkt het balanstotaal 66,999 miljoen dollar te bedragen. Afhankelijk van de waardering van de overgenomen activa, in de lijn van het balanstotaal, en de betaalde overnameprijs van 190 miljoen dollar, kan men afleiden dat er een enorme goodwill betaald is. De reden was dat de combinatie Tava-Real Software de verwachting schiep dat een totaalpakket aan IT oplossingen kon aangeboden worden aan klanten. Enorme verwachte synergie-

⁶¹ Realdolmen is de fusie van Real Software en Dolmen Computer Applications sinds 1 september 2008.

⁶² Zie: Kwartaalrapport van Tava Technologies. Het 10-Q Report dat op 16 februari 1999 gepubliceerd werd op de website van de S.E.C.: <http://www.sec.gov/index.htm>.

effecten verantwoordden de goodwill. Anderzijds bevatte de goodwill in verband met Tava ook heroriëntatiekosten (Realdolmen, 2000 a).

Positieve consolidatieverschillen (*goodwill*) werden tot en met het boekjaar 1996 afgeschreven over tien jaar. Vanaf het boekjaar 1997 gaat Real Software over tot een afschrijftermijn van twintig jaar (Geconsolideerde jaarrekening Real Software 2000, p. 24). Aangezien de goodwill vaak aanzienlijk grote bedragen zijn en de afschrijftermijn verlengd wordt, heeft die gunstige effecten op het resultaat van het boekjaar van Real Software. Nochtans schrijft de Belgische wetgeving een afschrijftermijn voor van vijf jaar voor positieve consolidatieverschillen, tenzij een verantwoording wordt gegeven in de toelichting⁶³.

Controleverslag 1999

Een goedkeurende verklaring zonder voorbehoud. Er wordt geen toelichtende paragraaf toegevoegd. Naar het oordeel van de auditor geeft de jaarrekening een getrouw beeld van het vermogen, van de financiële toestand en van de resultaten van de vennootschap en wordt er een passende verantwoording gegeven in de toelichting (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 10*). Opmerkelijk is de opname van allerhande heroriëntatie- en herstructureringskosten in de overnamegoodwill. Een goodwill vertegenwoordigt normaal slechts een meerprijs ten opzichte van de overgenomen activa omdat men synergie-effecten en schaalvoordelen verwacht bij de ondernomen overname. Het is een vorm van creatief boekhouden waarbij zand in de ogen wordt gestrooid van de beleggers en aandeelhouders. Kosten worden gekapitaliseerd waardoor het resultaat van het boekjaar opgepoetst wordt. Het is een vorm van uitstellen van slecht nieuws waar de auditor normaal de aandacht op zou moeten vestigen. Hij had hierbij moeten ingrijpen. Ook op de toepassing van de lange afschrijftermijn wordt niet gewezen door de auditor. Hij/zij gaat bijgevolg akkoord met de verantwoording ervan in de toelichting. Wel valt op te merken dat de CBF⁶⁴ had ingestemd met het activeren van de herstructureringskosten als onderdeel van goodwill en met een directe afboeking van een deel ervan ten opzichte van de geconsolideerde reserves.

Real Software - 2000

De eerste negatieve nieuwsberichten werden duidelijk in 2000. Op 18 oktober 2000⁶⁵ meldde de Standaard dat Real Software in de eerste zes maanden van 2000 verliezen leed hoewel de oorspronkelijke halfjaarlijkse cijfers nog een winst aangaven. Nelissen (2003) wijst op het feit dat Real Software zich had beziggehouden met creatief boekhouden. Extra herstructureringskosten die volgden na de overname werden geboekt als bijkomende goodwill. De toenmalige Commissie voor het Bank- en Financiewezen (CBF) ging echter niet akkoord en onder druk van de CBF werd beslist de bijkomende herstructureringskosten in het resultaat van het boekjaar op te nemen (Annual

⁶³ Beursgenoteerde ondernemingen zijn momenteel gehouden de goodwill jaarlijks te beoordelen via een impairment test conform de IAS/IFRS regelgeving. Deze verplichting geldt echter sinds 2005 waardoor de toepassing hier geen belang heeft. De wetgeving in 1999 en 2000 stelt dat de goodwill afschrijfbaar is over vijf jaar tenzij verantwoord wordt in de toelichting van de jaarrekening waarom een langere termijn gekozen wordt (cfr. *Boekhoudwet, onderdeel immateriële vaste activa*). De maximumtermijn bij het afschrijven van een goodwill is echter twintig jaar (Van Den Eynde, 2007, p. 46).

⁶⁴ De Commissie voor het Bank- en Financiewezen, nu vervangen door de CBFA, namelijk de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen.

⁶⁵ Artikel opgevraagd van volgende website: http://www.standaard.be/artikel/detail.aspx?artikelid=DST18102000_082.

Report Real Software 2000, p.10). De halfjaarlijkse winstcijfers veranderden al gauw in zware verliezen.

Beursgenoteerde ondernemingen, zoals Real Software in 2000, worden sinds 1996 eveneens verplicht de halfjaarlijkse resultaten te publiceren en eventueel te laten controleren door de commissaris van de onderneming. Wanneer de commissaris geen controle uitvoert in verband met de halfjaarlijkse resultaten dient dit uitdrukkelijk te worden vermeld in het halfjaarlijkse verslag (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 1999). Het openbaar maken van de gecontroleerde resultaten waarin de bijkomende herstructureringskosten als bijkomende overnamegoodwill geboekt werden, laat uitschijnen dat de auditor akkoord zou gaan met de boekingswijze en het slechte nieuws van de extra kosten zou helpen uitstellen. In dit opzicht zou men kunnen stellen dat de auditor de aandeelhouders niet naar behoren informeerde. Maar in het geval van Real Software wees de auditor op de halfjaarlijkse cijfergegevens die de nodige aanpassing vereisten (Realdolmen 2000 c). De auditor ging dus niet akkoord met de activering van de bijkomende herstructureringskosten.

Controleverslag 2000

Een goedkeurende verklaring met toelichtende paragraaf⁶⁶. De auditor wijst op de aanzienlijke verliezen die de onderneming heeft geleden en dat de jaarrekening is opgesteld in veronderstelling van *going concern*. Vandaar een toelichtende paragraaf. De *going concern* veronderstelling is slechts verantwoord wanneer de onderhandelingen met de banken in verband met de schuldherschikking positief zullen uitdraaien en wanneer het herstelplan ten gronde wordt uitgevoerd. Vanuit het jaarverslag wordt duidelijk dat de verliezen te wijten zijn aan de activiteiten op de Amerikaanse markt. De auditor legt zelf geen link met de Amerikaanse markt, hij wijst enkel op de geleden verliezen. Hij houdt zich dus aan zijn rol, hij geeft enkel een oordeel over de getrouwheid van de cijfers. Het jaarverslag en de toelichting bevatten de passende verantwoordingen, naar het oordeel van de auditor. Opmerkelijk echter is de titel van het controleverslag, namelijk "verklaring over de geconsolideerde jaarrekening met toelichtende paragraaf", terwijl de auditor in paragraaf zes spreekt van een voorbehoud en toelichting. Dit is enigszins verwarrend (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 11*). Nog steeds wordt de lange afschrijftermijn van twintig jaar gehanteerd voor de goodwill. De verantwoording ervan in de toelichting is echter vaag⁶⁷. Toch gaat de auditor ermee akkoord.

⁶⁶ De toelichtende paragraaf vereist een referentie naar de jaarrekening of het jaarverslag. In het jaarverslag is het volgende te lezen: "(...)de Amerikaanse activiteiten, ondanks niet aflatende drastische herstructureringsinspanningen in 1999 en 2000 een aanzienlijke terugval en zware verliezen die op de Europese business wogen. (...)Voor de groep in haar geheel kwam het nettoresultaat uit op -289,3 m EUR, sterk beïnvloed door niet -recurrente gebeurtenissen, zoals de afschrijving ten belope van 211,5 m EUR van overnamegoodwill (195,3 m EUR met betrekking tot de VS, 16,2m EUR met betrekking tot Europa en Singapore), de uitzonderlijke kosten verbonden aan het afboeken van activa (50.9 m EUR), waarvan het grootste deel betrekking heeft op de VS (-44,2 m EUR). Dit verlies leidde er toe dat het geconsolideerd eigen vermogen van de groep terugliep tot -77,4 m EUR. (...)wordt het strategische herstructureringsplan eind april 2001 voorgesteld aan de Raad van Bestuur. De uitvoering van het plan is voorzien in de tweede helft van het jaar (Annual Report Real Software 2000)."

⁶⁷ Geconsolideerde jaarrekening Real Software 2000, p. 24: "De periode van 20 jaar werd gekozen om beter het strategische belang weer te geven van de overnames met als doel de internationalisatie van de groep en de verdere "verticalisatie" (versterking van de aanwezigheid in de focus sectoren). De Raad van Bestuur is tevens van mening dat de periode van 20 jaar in lijn ligt met de internationale boekhoudnormen."

Tava Technologies

Controleverslag 1999 en 2000

Met de overname door Real Software kwam er een einde aan de openbaarmakingverplichting van documenten bij de Securities and Exchange Commission⁶⁸. De aandelen van Tava werden sinds 20 juli 1999 niet meer verhandeld op NASDAQ (Securities and Exchange Commission, 1999). Bijgevolg zijn er geen aparte documenten beschikbaar van Tava Technologies voor het einde van het boekjaar 1999 en 2000.

4.2.3 Case 3: TomTom en Tele Atlas

4.2.3.1 De reden van het falen

In het najaar van 2007 begon een **biedingstrijd** tussen het Nederlandse navigatieconcern TomTom en de Amerikaanse concurrent Garmin. Beide ondernemingen hadden de overname van Tele Atlas voor ogen, een Belgisch-Nederlandse producent van digitale kaarten. Garmin deed slechts één bod (€24,50 per aandeel) hoger dan het bod van TomTom (21,25 euro per aandeel). Toen TomTom een tweede bod uitbracht, namelijk €30 per aandeel, haakte Garmin af. TomTom had bij het tweede bod ook al een minderheidsparticipatie genomen in Tele Atlas van 29,9% van de aandelen (Annual Report TomTom, 2007, p.19). Het lijkt erop dat Garmin TomTom enkel op kosten wou jagen, omdat Garmin daarna een verbeterde samenwerking aanging met Navteq, de Amerikaanse concurrent van Tele Atlas⁶⁹.

Vanuit strategisch standpunt lijkt de overname een goede zet, maar de **overnameprijs was te hoog**. TomTom was jarenlang een voorbeeldonderneming met een grote spaarpot. Met de minderheidsparticipatie werd een prijspremie van 87% betaald en de financiering vond plaats via eigen cash en een lichte kapitaalverhoging⁷⁰. De minderheidsparticipatie bracht TomTom echter in liquiditeitsproblemen (Annual Report TomTom, 2007; Mercken, 2009). De volledige overname van Tele Atlas werd uiteindelijk afgerond op 5 juni 2008 waarvoor zware bankleningen werden aangegaan (Annual Report TomTom, 2008, p.12).

Het jaar 2008 en 2009 zouden, volgens analisten, zware jaren worden voor TomTom (Trends, 2009). Er is een cashbehoefte in tijden van **ongunstig economisch klimaat**, de aandelenkoers van TomTom daalde in 2008 met 90% en de enorme overnamegoodwill moest grotendeels afgeschreven worden. Om en bij één miljard euro werd afgeboekt op de waarde van Tele Atlas⁷¹. Nochtans was de geschatte totale waarde van Tele Atlas in 2007 2,7 miljard euro (Annual Report

⁶⁸ Het '15-12G Report' d.d. 27 juli 1999 wijst op het einde van de registratieverplichting van Tava Technologies bij de S.E.C op grond van Securities Exchange Act van 1934.

⁶⁹ Informatie op de website van FEM Business (www.fembusiness.nl) : 16/11/2007 TomTom wint strijd om Tele Atlas).

⁷⁰ De achterliggende gedachte bij de waardering in 2007 voor Tele Atlas, voor slechts een minderheidsparticipatie, is de assumptie dat TomTom snel de acquisitie afrondt waardoor Tele Atlas volledig wordt overgenomen (Annual Report TomTom, 2007, p. 56 en p. 63).

⁷¹ In het Management Board Report van het Annual Report van TomTom (2008) staat volgende zinsnede op p. 19: "Due to the changed macro environment we could no longer sustain the full valuation of the acquired business of Tele Atlas as established at the time of the acquisition."

TomTom, 2007). De spaarpot was volledig weg en voor het eerst rapporteerde TomTom een enorm overgedragen verlies in plaats van overgedragen winsten (Mercken, 2009).

4.2.3.2 Het oordeel van de auditor

Aangezien de eerste stappen in het overnameproces begonnen eind 2007 en voltooid werden in 2008, wordt vooreerst het jaarverslag van 2007 doorgenomen. De crisis was in 2008 volop aan de gang terwijl TomTom net kampte met enorme liquiditeitsproblemen. Gerenommeerde tijdschriften, zoals Trends, voorspelden ook nog moeilijkheden in 2009 voor TomTom (Trends, 2009). Het jaarverslag van 2008 wordt ook bekeken op mogelijke alarmsignalen van de auditor.

Ondanks de voorspellingen van analisten bleek 2009 goed mee te vallen. De topman van TomTom, Harold Goddijn, was enorm tevreden met verkopen in 2009 en concludeerde dat het een succesjaar was voor TomTom. Zo haalt Goddijn volgende gunstige factoren aan (De Telegraaf, 2010):

- de balans is met aanzienlijke mate verstevigd;
- de schuldpositie is behoorlijk verminderd;
- de focus lag meer op het leveren van kwaliteit in plaats van een prijzenoorlog tussen meerdere fabrikanten van navigatiesystemen;
- de kosten bij Tele Atlas zijn sinds de overname in 2008 flink gedaald;
- en de kwaliteit van de kaarten van Tele Atlas verbeterde enorm.

Uiteindelijk zijn de grootste problemen voorbij in 2009. Maar de economische crisis bleef in dat jaar wel op de voorgrond, vandaar dat het betrekken van het jaarverslag van 2008 zijn nut blijft behouden.

TomTom - 2007

Op de website van TomTom worden in de *key figures*⁷² de voornaamste resultaten aangehaald. In 2007 draait de onderneming op volle toeren. TomTom haalt in 2007 een omzet van 1,74 miljard euro en een winst van 317 miljoen euro. Het balanstotaal stijgt ten opzichte van 2006 met 118,16% tot 1,97 miljard mede dankzij de eerste participatie in Tele Atlas. De handelsvorderingen stegen echter ook, zodat er een grotere druk komt op het werkkapitaal. Met de nakende overname van Tele Atlas is liquiditeit echter een kritiek punt. Hoewel veel cash gegenereerd werd uit de operaties van TomTom, namelijk 535 miljoen euro, was de netto toename van cash en cash equivalenten slechts 28 miljoen euro. Terwijl in 2006 en 2005 de toenames respectievelijk 264 miljoen euro en 138 miljoen euro waren. Het financieren van de minderheidsparticipatie via eigen cash en de matige toename in cash waren een voorbode van liquiditeitsproblemen aangezien de eerste berichten duidelijk werden over een nakende economische recessie. Opmerkelijk is wel de balanspost *borrowings*. Deze bedraagt de laatste drie jaren (2005-2006-2007) namelijk 0 euro.

⁷² Zie: Website TomTom <http://investors.tomtom.com/> >>> key figures >>> Financial data >>> yearly.

Controleverslag 2007

De (geconsolideerde) jaarrekening geeft een getrouw beeld van de financiële positie en de resultaten van TomTom, volgens het oordeel van de auditor. Ook het verslag van de Management Board bevat alle nodige en voldoende informatie en is consistent met de jaarrekening volgens de auditor⁷³ (cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 12).

Het jaar 2007 was in vele opzichten een succesjaar met onder andere een record omzet. Ondanks liquiditeitsproblemen en de dreigende economische crisis is de auditor niet van oordeel dat er betekenisvolle onzekerheden zijn die vermeld moeten worden.

TomTom - 2008

In de *key figures*⁷⁴ op de website van TomTom worden enkele problemen zichtbaar. De omzet daalt heel licht, maar de kosten stijgen enorm. Zoals eerder gesteld, werd in 2008 de overnamegoodwill in verband met Tele Atlas grotendeels afgeschreven. De impairment test, conform de IAS/IFRS regelgeving, leidde tot een *non-cash impairment charge* van 1,05 miljard euro. Er werd bijgevolg een zwaar verlies geleden van 872 miljoen euro. Het balanstotaal steeg ten opzichte van 2007 mede door de volledige overname van Tele Atlas. De (gedeeltelijke) overname van Tele Atlas had in 2007 al een enorme druk gelegd op de cashpositie van TomTom. Om de deal in 2008 volledig af te ronden waren enorme bankschulden nodig. Ten opzichte van 2007 zien we de balanspost *borrowings* exploderen van 0 euro naar 1,39 miljard euro. Een enorme schuldenberg. Het jaar 2008 staat in het teken van de economische crisis zodat de onderneming in de problemen zit: de grote spaarpot aan cash is grotendeels opgebruikt, een enorme druk om te voldoen aan de kapitaalaflossingen⁷⁵, de interestverplichtingen in verband met de schulden die een extra druk leggen op de cashpositie. Daarbij is op te merken dat 2008 geen ideaal jaar was om te lenen aangezien het wantrouwen in de financiële wereld leidde tot stijgende interestvoeten⁷⁶. Verder worden er herstructureringskosten ten laste genomen voor een bedrag van 16 miljoen euro. De bedrijfsoperaties leveren nog altijd miljoenen cash, doch is er een netto afname van 142 miljoen euro aan cash en cash equivalents. TomTom bevindt zich in een hachelijke situatie.

Het management Board Report haalt de moeilijke macro-economische omgeving aan. De moeilijke marktomstandigheden hebben ertoe geleid dat een zware *impairment last* ten aanzien van de overnamegoodwill in de resultatenrekening moet worden opgenomen (Annual Report TomTom, 2008, p.19). Pagina 37 van het Annual Report van TomTom (2008) vermeldt een belangrijke risicofactor waarmee TomTom te maken krijgt, namelijk de integratie van Tele Atlas. Er wordt gewezen op de integratie-uitdaging en de mogelijkheid dat de verwachte opbrengst en kost synergie-effecten niet gehaald worden. Verder komen risico's zoals liquiditeit en convenanten van schuld aan bod. TomTom vermeldt dat de liquiditeit onder controle is door constante controle van

⁷³ Het verslag van de Management Board vertoont geen moeilijkheden in verband met de overname. De financiering gebeurt met bankleningen en eigen cash en volgens de Management Board heeft TomTom de overname onder controle (Annual Report TomTom, 2007, p.16).

⁷⁴ Zie: Website TomTom <http://investors.tomtom.com/> >>> key figures >>> Financial data >>> yearly.

⁷⁵ De lening die werd afgesloten op 10 juni 2008 legde al een eerste kapitaalaflossing op, op 31 december 2008 ten belopen van 10% van totaalbedrag. D.i. 10% van 1,545 miljard oftewel 154,5 miljoen euro (Annual Report TomTom, 2008, p. 38).

⁷⁶ Zie: voetnoot 54.

de huidige cash flows, de voorspellingen in verband met toekomstige cash flows en de mogelijkheid een kredietlijn aan te spreken tot een maximum van 175 miljoen euro (Annual Report TomTom, 2008, p. 38). Een vrij gewaagde en onzekere uitspraak gezien de toenmalige economische crisis. Het naleven van de convenanten is zeer belangrijk. TomTom heeft een lening aangegaan van 1,585 miljard euro, die een grote druk legt op het bedrijf. De bijhorende convenanten, gekoppeld aan prestatie maatstaven, niet naleven creëert immers het risico dat TomTom alles in één keer moet terug betalen waardoor de onderneming mogelijk failliet kan gaan. Een goed management van de prestatie maatstaven is aan de orde. De plannen van TomTom voor 2009 moeten volstaan om de convenanten te respecteren, maar gezien de moeilijke macro-economische omgeving is extra aandacht vereist. Een ander belangrijk punt is het risico in verband met interestvoeten die een ongunstig effect kan hebben op de onderneming⁷⁷.

Controleverslag 2008

De (geconsolideerde) jaarrekening geeft een getrouw beeld van de financiële positie en de resultaten van TomTom, volgens het oordeel van de auditor. Ook het verslag van het Management Board bevat alle nodige en voldoende informatie en is consistent met de jaarrekening volgens de auditor (cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 13).

Toch zijn er vele risico's en onzekerheden waarmee TomTom te maken heeft in 2008. Het verslag van het Management Board maakt weinig gewag van de problemen. Verder dan een vermelding over de moeilijke marktomstandigheden komt het verslag niet. De jaarrekening laat echter slechte resultaten zijn, vele risico's en verhoogde financiële druk op de onderneming. De auditor heeft geoordeeld dat het er geen betekenisvolle onzekerheden vermeld moesten worden.

TomTom - 2009

Ondanks de negatieve verwachtingen blijkt 2009 toch het jaar van de heropleving. De omzet daalt voor het tweede jaar op rij, maar is allesbehalve levensbedreigend. De kostenstructuur ligt weer in lijn met die van in 2007. Na een jaar van zware verliezen, wordt in 2009 terug een winst geboekt van 86 miljoen euro. Men heeft de schuldenberg kunnen afbouwen. Een herschikking van de schuldenstructuur heeft er namelijk toe geleid dat de balanspost *borrowings* gedaald is van 1,39 miljard euro naar 114 miljoen euro. Hierdoor dalen logischerwijs de interestlasten zodat de druk vermindert op de kaspositie. In 2009 laat TomTom eveneens een nettotoename optekenen van 45 miljoen in cash en cash equivalents⁷⁸. De toekomst oogt terug rooskleurig.

Tele Atlas

In 2007 bezat TomTom slechts een minderheidsparticipatie in Tele Atlas.

In juni 2008 werd de overname afgerond, na goedkeuring van de Europese Commissie. Tele Atlas aandeelhouders hebben een goede prijs ontvangen, getuige de overnamegoodwill, en Tele Atlas

⁷⁷ Pagina 46 in het Annual Report van TomTom (2008) toont volgend negatief effect op de kaspositie: de interestbetalingen stegen van 981.000 euro in 2007 naar **43.188.000 euro** in 2008.

⁷⁸ Zie: Website TomTom <http://investors.tomtom.com/> >>> key figures >>> Financial data >>> yearly.

maakt integraal deel uit van TomTom. Alle risico's die gepaard gaan met de overname liggen bij TomTom als moedervennootschap. Eventuele alarmsignalen in verband met de overname zou men bijgevolg voornamelijk moeten terugvinden bij het controleverslag van TomTom. Alarmsignalen in de enkelvoudige jaarrekeningen van Tele Atlas hebben betrekking op de eigen bedrijfsvoering en niet zozeer op de overname in kwestie.

4.2.4 Case 4: Sabena en Swissair

4.2.4.1 De reden van het falen

De holding SAirGroup, met voornaamste luchtvaartmaatschappij Swissair, had in 1995 Sabena gedeeltelijk overgenomen van de Belgische Staat, nadat Sabena al jaren in financiële moeilijkheden zat. De Zwitsers kochten 49,5 percent van de aandelen van Sabena, met het beding het aandelenkapitaal te kunnen opvoeren naar 85 percent. Door hun status van succesvolle maatschappij en door het lakse beleid van de toenmalige regering Dehaene, kwam de operationele leiding in de handen van Swissair. Zo werden Zwitserse topmanagers overgeheveld naar de hoofdzetel van Sabena om o.a. de positie van CEO in te nemen. Verder werd Sabena verplicht een nieuwe vloot van Airbustoestellen aan te kopen, hoewel Sabena al jaren vloog met Boeiing. De Zwitsers bezaten **de 'de facto' controle** over Sabena (Knorr en Arndt, 2003).

De heropleving van Sabena duurde slechts enkele jaren. De ondergang van Sabena is te wijten aan Swissair. Zij hebben Sabena financieel leeggepompt. De SAirGroup, maar vooral het Swissair management, was een groep Zwitsers met megalomane ideeën. Ze hielden er namelijk een 'hunter strategy' op na, een strategie die hen 20 percent van de Europese luchtvaartmarkt zou moeten opleveren op termijn. Sabena moest hierbij helpen, maar de strategie faalde. Het winstgevendende Swissair leed plots enorme verliezen in 2000 (Knorr en Arndt, 2003).

De ramp van 9/11 die plaatsvond op 11 september 2001 betekende de doodsteek voor SAirGroup en bijgevolg voor Swissair en Sabena. **De luchtvaartindustrie leed al jaren**, maar stortte volledig in elkaar na deze ramp. Op 2 oktober 2001 werd Swissair failliet verklaard wegens de insolvabiliteit van SAirGroup. De faillissementsverklaring van Sabena volgde op 7 november 2001.

De **bedrijfscultuur** binnen Swissair en de **corporate governance** binnen de gehele structuur van SAirGroup heeft Sabena de das omgedaan. Het was niet zozeer de target die voor problemen zorgde, het was de overnemer zelf die de faling inleidde.

4.2.4.2 Het oordeel van de auditor

De problemen, veroorzaakt door de megalomanie van het Zwitserse management, werden zichtbaar na 1999 en leidden tot het faillissement van zowel Swissair als Sabena in 2001. De controleverslagen van Swissair zijn niet meer te consulteren. De controleverslagen van Sabena, ouder dan het boekjaar 2000, zijn niet meer te consulteren op de balanscentrale. Swissair had

grotendeels Sabena overgenomen en bezat *de facto* de controle over Sabena. De participatie van Swissair in Sabena heeft ertoe bijgedragen dat Sabena ook ten onder ging, vandaar dat de controleverslagen van 2000 van Sabena onderzocht zullen worden.

Sabena - 2000

Er kunnen wel vergelijkingen gemaakt worden tussen het jaar 1999 en 2000 op basis van de cijfers van de jaarrekening van 2000. De geconsolideerde jaarrekening toont de slechte resultaten voor zowel 1999 als voor 2000. Het verliescijfer in 1999 is 423 miljoen BEF, terwijl in 2000 een verlies wordt genoteerd van 13,031 miljard BEF. Het eigen vermogen van de Groep in 1999 was nog positief (ongeveer 9 miljard BEF). Door het monsterverlies van het boekjaar 2000 daalde het eigen vermogen echter naar -3,897 miljard BEF. De geconsolideerde cashflow staat laat ook inzien dat Sabena op financieel vlak stilaan ten onder ging. De cash flows uit de bedrijfsoperaties daalden enorm in 2000. Terwijl er in 1999 nog een positief saldo van 8,050 miljard BEF bestond, was er in 2000 een negatieve cash flow uit de bedrijfsoperaties ten belopen van 212 miljoen BEF, voornamelijk te wijten aan de zware verliezen die geleden werden in het boekjaar 2000.

Verder is het duidelijk dat er zware investeringen werden gedaan in de aankoop van vliegtuigen en bijhorend materieel vast actief. In 1999 werd er voor 12,707 miljard BEF aan investeringen doorgevoerd, waarvan 10,146 miljard BEF instond voor de aankoop van vliegtuigen, motoren en onderdelen. In 2000 was de omvang van de investeringen om en bij 5,749 miljard BEF. 1,504 miljard BEF van de investeringen in 2000 stonden in voor de aankoop van vliegtuigen, motoren en onderdelen.

Ten opzichte van 1999 was het personeelbestand in termen van kosten al gedaald met 61,50% van 5,16 miljard BEF naar 1,99 miljard BEF. De waardeverminderingen nemen toe met 133, 86%. Verder zijn er in 2000 nog andere negatieve factoren zoals herstructureringskosten en herwaarderingen van activa waardoor er een uitzonderlijk verlies ontstaat van 4,77 miljoen BEF. Er wordt toestemming gegeven om activa en activiteiten te verkopen in de hoop om de slechte situatie op korte termijn te verbeteren⁷⁹.

Controleverslag 2000

Het controleverslag van Sabena N.V. geeft een goedkeurende verklaring zonder voorbehoud, maar met een toelichtende paragraaf. Ondanks de financiële moeilijkheden zijn de revisoren van oordeel dat Sabena haar activiteiten kan verder zetten, op voorwaarde dat het herstelplan wordt uitgevoerd en Sabena kan rekenen op de steun van de aandeelhouders. De verantwoording door de Raad van Bestuur is naar de mening van de bedrijfsrevisoren voldoende en adequaat⁸⁰. Er wordt

⁷⁹ Alle vermelde cijfers in de drie alinea's onder titel 4.2.4.2.1 *Sabena* komen uit de geconsolideerde jaarrekening van de Sabena Groep (Annual Report Sabena, 2000b).

⁸⁰ De Raad van Bestuur wijst op de slechte resultaten, namelijk een verlies van ongeveer 12 miljoen Belgische frank ten opzichte van 4 miljoen BEF winst in 1999. Dit is volgens hen te wijten aan de airline activiteit, voornamelijk omdat de brandstofprijzen stegen, er een overaanbod is in de luchtvaart, etc. De slechte resultaten resulteren in een daling van het netto-actief tot minder dan 25% van het geplaatst kapitaal waardoor de alarmprocedure werd ingeleid. De Raad van Bestuur gelooft in het engagement van SAirGroup om het aandelenkapitaal op te trekken tot 85%, zoals bedongen bij de Belgische Staat. De engagementen van SAirGroup en het herstelplan Blue Sky zullen ertoe bijdragen dat Sabena kan blijven opereren als going concern (Annual Report Sabena 2000, p. 37-38).

gewezen op de alarmbelprocedure die van kracht is conform art. 633 van het Wetboek van Vennootschappen. Naar de mening van de bedrijfsrevisoren bevat de toelichting de vereiste vermeldingen en bevat het jaarverslag alle nodige informatie en is het consistent met de jaarrekening (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 14*).

Het controleverslag van de Sabena Groep over de geconsolideerde jaarrekening geeft een goedkeurende verklaring met toelichtende paragraaf. Dezelfde conclusies worden getrokken als bij het controleverslag van Sabena N.V. De Sabena Groep neemt echter de resultaten op van alle dochterondernemingen van de groep. Het verlies voor de groep bedraagt daardoor zelfs 13 miljard BEF (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 15*).

De bedrijfsrevisoren hebben de controlefunctie uitgevoerd naar behoren. Toch worden ze vervolgd in de hele Sabena zaak. De curatoren, belast met de liquidatie van Sabena, zijn namelijk van mening dat de revisoren in gebreke zijn gebleven (Mercken, 2009).

Volgens curator Van Buggenhout hebben de auditor van K.P.M.G en Bedrijfsrevisor Delbrouck, beide belast met de controle van Sabena, niet voldaan aan hun verantwoordelijkheden als bedrijfsrevisor. Ze gingen akkoord met Sabena als going concern op 28 maart 2001 (aangaande boekjaar 2000) op basis van het herstelplan Blue Sky. Toen al stond het vast dat SAirGroup de engagementen en de beloofde financiële hulp niet kon nakomen, aangezien ze zelf met enorme schulden kampten. De revisoren hadden nooit hun akkoord mogen geven in verband met Sabena als going concern. Sabena had zo eventueel gered kunnen worden volgens curator Van Buggenhout (Algemeen Nederlands Persbureau, 2006).

Swissair - 2000

Geen jaarrekeningen beschikbaar. Noch bij het Zwitserse handelsregister, noch bij de opvolger van Swissair. Swiss International Air Lines Ltd. staat namelijk los van het hele verhaal rond SAirGroup. Vandaar dat de jaarrekeningen op de website van Swiss slechts handelen over 2003 en volgende.

Uit een openbaar verslag van curator Schimmelpennick blijkt echter dat PricewaterhouseCoopers, de auditor van SAirGroup, de jaarrekeningen van 1999 en 2000 van SAirGroup een goedkeurende verklaring gaf. Ook SAirLines Europe B.V., deeltmakend van SAirGroup en opgericht in Nederland als holding voor de niet-Zwitserse dochterondernemingen, werd in 1999 voorzien van een goedkeurende verklaring door dezelfde auditoren. In het jaar 2000 is SAirLines echter niet voorzien van een goedkeurende verklaring. PwC heeft nagelaten een verklaring te geven (Schimmelpennick, 2003). Deze anomalie in de werkwijze van PwC en het feit dat SAirGroup met torenhoge schulden⁸¹ zat en toch goedkeurende verklaringen kreeg voor de jaarrekeningen in 1999 en 2000 versterkt de geruchten dat de auditoren niet vrijuit gaan. Ze zouden op de hoogte geweest zijn van het

⁸¹ Alleen al bij Swissair bleek uit een rapport van E&Y dat de schuldenberg 17 miljard Zwitserse frank bedroeg op moment van faillissement. Het E&Y-rapport werd uitgevoerd op vraag van de Zwitserse overheid om de oorzaken van de falen te achterhalen (Le Parlement Suisse, www.parlement.ch).

mismanagement van SAirGroup en zouden mee geholpen hebben aan het opzetten van frauduleuze schema's⁸² en onjuiste rapporteringen.

De kans op alarmsignalen in de controleverslagen van PwC is bijgevolg zeer klein.

4.2.5 Case 5: Alcatel en Lucent

4.2.5.1 De reden van het falen

Sinds 1 december 2006 vormen Alcatel, een Franse onderneming die gespecialiseerd is in telecom-apparatuur, en Lucent Technologies, een Amerikaans telecombedrijf, Alcatel-Lucent. Lucent werd een 100% dochteronderneming van Alcatel (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. 29). De totale kostprijs om de deal rond te krijgen bedroeg 9,891 miljard euro (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. F-26). Beide ondernemingen zijn groot in omvang waardoor een goede integratie de nodige tijd vergt. De concurrentie zit echter niet stil. De M&A had het potentieel om beter te presteren dan elke onderneming apart, op voorwaarde dat er een klare kijk op de toekomst, op de marktpositie en op de concurrentie was. Een jaar na de fusie zag het daar nog altijd niet naar uit (Massie, 2007).

Sinds de M&A in 2006 noteerde Alcatel-Lucent zes opeenvolgende kwartaalverliezen⁸³, er werd voor meer dan 4,5 miljard dollar afgewaardeerd en de aandelenkoers kelderde met 50%. De boekjaren 2007 en 2008 waren echte rampjaren voor de nieuwe entiteit. Nochtans voorzag men grote synergie-effecten: Lucent was zeer sterk op het gebied van *wireless business* terwijl Alcatel expertise had in *fixed-line* en *broadband facilities*. Daarenboven is Alcatel al jaren een wereldmarktspeeler. De vooropgestelde synergie-effecten verdwenen als sneeuw voor de zon doordat de **culturen** uit beide ondernemingen enorm verschillend waren. De ene hield er een hiërarchische structuur op na met centralisatie van bestuur. De andere werd flexibel geleid met zin voor ondernemerschap (Matlack en Schenker, 2008).

Lucent was duidelijk de meest rigide partij. Lucent hield er jarenlang een strenge *command-and-control* stijl op na. Het topmanagement was geobsedeerd door kostenbesparingen. Elke aankoop, zelfs de zeer kleine, moest worden ingelogd in een centraal boekhoudsysteem. Hierdoor kon het management het overzicht bewaren. Verder was de verkoop van producten voornamelijk aan lange termijn klanten waardoor de marketing inspanningen bij Lucent zeer zwak waren. Dit alles maakt van Lucent een *slow-moving ship with an entitlement mentality* (Matlack en Schenker, 2008).

⁸² Swissair had Special Purpose Vehicles van de balans gehouden. Deze SPV's hadden rekeningen op de Kaaimaneilanden. Door de ontdekking van deze rekeningen bleek de schuldenberg hoger te zijn dan eerst gedacht. Daarnaast heeft Swissair management schema's opgezet waarbij financiële leasing onterecht werd omgezet naar operationele leasing om zo moedwillig de leasing uit de balans te houden (Group A2-6, 2002).

⁸³ De cijfers van het vierde kwartaal in 2007 noteerden een verlies van 3,8 miljard dollar. Voornamelijk te wijten aan afwaarderingen op activa bij Lucent. De cijfers van het tweede kwartaal in 2008 noteerden een verlies van 1,1 miljard euro. Voornamelijk was dit verlies te wijten aan een afschrijving van 810 miljoen euro op een bedrijfsonderdeel dat instaat voor netwerksystemen gebaseerd op de draadloze technologie CDMA. Deze CDMA business daalde veel sneller dan verwacht (Ruitenbergh, 2008).

Alcatel was compleet het tegenovergestelde. Geen rigide controle en geen centraal bestuur. Flexibiliteit stond centraal en de verschillende business units doorheen de wereld rapporteerden aan de hoofdzetel in Parijs. Zolang zij zelfstandig de operaties naar behoren ontplooiden, werd er niet ingegrepen door het hoofdbureau te Parijs. Alcatel spendeerde veel meer aan marketinginspanningen dan Lucent. Alcatel stond verder ook bekend als een onderneming met veel ervaring in M&A's. Toch liep de M&A met Lucent allesbehalve van een leien dakje (Matlack en Schenker, 2008).

Naast de **moeilijke integratie** was er ook de onzekerheid over het productengamma van de gefuseerde entiteit. Er ontstond onzekerheid bij de voormalige klanten alsook bij potentiële nieuwe klanten. **De concurrenten**⁸⁴ pikten al gauw veel van het klantenbestand in en de winstgevendheid van Alcatel-Lucent kwam onder zware druk te staan. Tien maanden na de fusie had Alcatel-Lucent al drie maal een *profit warning* gegeven (Cimilluca, 2007).

De C.E.O. van Lucent, Patricia Russo, werd ook de nieuwe C.E.O. bij Alcatel-Lucent. Een opmerkelijke keuze aangezien de hoofdzetel van Alcatel-Lucent in Parijs was, mevrouw Russo geen Frans sprak en ze haar gekende stijl van bij Lucent doorvoerde in een gebouw waar men jarenlang zeer flexibel te werk ging.

Doorheen het boekjaar 2007 werden 6700 banen geschraapt. Meerdere banen stonden ook in 2008 op het spel. De vooruitzichten in 2008 waren niet al te best en de kosten verbonden aan de M&A bleven oplopen. Er werd in 2008 al voorspeld dat de herstructureringskosten tot en met 2009 zouden oplopen tot 1,7 à 1,9 miljard euro. In 2008 volgde dan ook het ontslag van C.E.O. Russo en de voorzitter⁸⁵. Het was duidelijk dat Alcatel-Lucent een eigen koers moest gaan varen met een nieuw beleid en nieuw management. Het creëren van een nieuwe en vooral eigen identiteit voor de fusie kan enkel door complete onafhankelijkheid van de beide vorige identiteiten (Ruitenberg, 2008).

In het tweede kwartaal van 2009 werd voor het eerst sinds de fusie een bescheiden winst geboekt. Toch was deze winst mede te danken aan éénmalige voordelen, maar het bedrijf begon wel uit het dal te kruipen. Het verlies op het einde van 2009 bedroeg nog slechts één tiende van het verlies in 2008. Eind 2009 werden ook de besparingsprogramma's afgerond. Alcatel-Lucent lijkt voorzichtig uit de malaise te geraken ook al was het jaarverlies in 2009 toch groter dan wat de analisten verwachtten⁸⁶. Op de website van Alcatel-Lucent wordt er gewezen op de positieve vooruitzichten voor 2010: de globale economische omgeving lijkt te stabiliseren en de markt voor telecommunicatie en aanverwante diensten lijkt zich eveneens te herstellen. Gegeven het bijgesleutelde productgamma en de doeltreffendheid van de doorgevoerde kostenbesparingen stelt Alcatel-Lucent gerust te zijn in een gestage groei en een stijging in de marges⁸⁷.

⁸⁴ De voornaamste concurrenten zijn Huawei Technologies uit China en Ericsson (Ruitenberg, 2008).

⁸⁵ Het topmanagement en Bestuursleden werd ontslagen in september 2008. C.E.O. Russo werd hierbij vervangen door de nieuwe C.E.O. Verwaayen (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p. 104).

⁸⁶ Een verlies van 524 miljoen euro in plaats van de verwachte 472 miljoen euro (Zie: De Standaard Online van 11 februari 2010. *Resultaten: Alcatel-Lucent, BT, Crédit Suisse, Sanoma, Total*).

⁸⁷ Zie Website Alcatel-Lucent: <http://www.alcatel-lucent.com/> >>> about us >>> News and resources >>> Press Releases >>> Fourth quarter and full year 2009 results.

4.2.5.2 Het oordeel van de auditor

De fusie vond plaats eind 2006. Alcatel-Lucent heeft vooral veel verlies geleden in de boekjaren 2007 en 2008, maar ook in het boekjaar 2009 waren de problemen nog niet van de baan. De jaarrekeningen van de boekjaren 2006, 2007, 2008 en 2009 zullen onderzocht worden evenals de desbetreffende controleverslagen.

Alcatel-Lucent - 2006

In verband met het boekjaar 2006 zijn er twee jaarrekeningen voorhanden. Enerzijds is er de jaarrekening van Alcatel-Lucent. Deze bevat de gegevens van Alcatel voor de eerste elf maanden en de gegevens van gecombineerde activiteiten voor de maand december. Anderzijds is er de jaarrekening van Lucent Technologies.

- De jaarrekening van Alcatel-Lucent vertoont allerminst veelbelovende resultaten. Conform de IFRS regelgeving is er een verlies van 131 miljoen euro en zware herstructureringskosten van 707 miljoen euro. Conform de US GAAP regelgeving is er een verlies van 590 miljoen euro. De noodzaak van kostenbesparingen, verbeteringen in omzet en de verwachtingen in verband met synergie-effecten zijn de kritieke punten die aangehaald worden in het jaarverslag (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. 4). De *gross profit margins* nemen af ten opzichte van het boekjaar 2005 omdat Alcatel-Lucent te maken krijgt met een druk op prijzen in hun belangrijkste afzetmarkten. De zware stijging, van 79 miljoen euro in 2005 naar 707 miljoen euro in 2006, van de herstructureringskosten is voornamelijk te wijten aan de M&A met Lucent (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. 29-30).

Alcatel verwachtte grote synergie-effecten aangezien er een enorme goodwill tot uiting kwam. Conform de regelgeving van IFRS werden de activa van Lucent gewaardeerd volgens de *fair value* methode. De werkelijke waarde van de overgenomen activa werd gewaardeerd op 1,840 miljard euro. De overnameprijs bedroeg echter 9,891 miljard euro. Een goodwill van 8,051 miljard euro kwam tot uiting (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. F-27).

- De jaarrekening van Lucent Technologies sluit af op 30 september van het boekjaar. De omzet daalde in 2006 met 7% ten opzichte van het boekjaar 2005 (Annual Report Lucent Technologies 2006, p. F-11). Ook het winstcijfer nam af ten opzichte van 2005. In het boekjaar 2005 bedroeg de winst nog 1,185 miljard dollar terwijl in 2006 de winst nog slecht 527 miljoen dollar bedroeg. De kaspositie ging eveneens achteruit door schuldaflossingen, interestbetalingen en een ondernomen acquisitie van Riverstone (Annual Report Lucent Technologies 2006, p. F-25).

Nochtans was Lucent jarenlang voor de M&A allesbehalve een rendabele onderneming. De geconsolideerde jaarrekening van 2006 laat zien dat het overgedragen verlies in 2005 19,608 miljard dollar bedroeg. Nochtans had Lucent in 2005 een winst van 1,185 miljard dollar geboekt. Door de winst in 2006 bedroeg het overgedragen verlies in 2006 nog 19,081 miljard dollar. Lucent

Technologies had duidelijk al vele jaren voor de overname aanzienlijke verliezen geleden (Annual Report Lucent Technologies 2006, p. F-38).

Controleverslagen 2006

- In verband met de geconsolideerde jaarrekening van Alcatel-Lucent wordt er een goedkeurende verklaring gegeven: *"In our opinion, such consolidated financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of Alcatel-Lucent and subsidiaries at December 31, 2006, and the consolidated results of their operations and their cash flows for the year ended December 31, 2006, in conformity with International Financial Reporting Standards ("IFRS") as adopted by the European Union (cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 16)."* Er wordt gewezen op de verschillen in IFRS regelgeving en US GAAP, die onder andere een effect hebben op het bepalen van het netto verlies⁸⁸. De jaarrekening geeft een getrouw beeld naar het oordeel van de auditoren.

Verder werd er ook een goedkeurende verklaring gegeven in verband met de interne controle over de financiële rapportering. De audit vond plaats conform de regels van het P.C.A.O.B. Beursgenoteerde ondernemingen in Amerika moeten naast de controle van de jaarrekening ook de interne controle over de financiële verslaggeving laten controleren.

- Het controleverslag van Lucent Technologies gaat uiteraard over de financiële verslaggeving van de onderneming. Het boekjaar eindigt op 30 september 2006 dus de M&A met Alcatel heeft op dat moment nog niet plaatsgevonden. Alarmsignalen in verband met de M&A zullen bijgevolg niet aangehaald worden aangezien de M&A nog niet plaatsvond en omdat Lucent de overgenomen partij zal worden. De aandeelhouders ontvangen een goede prijs voor de aandelen (cfr. De enorme goodwill van 8,051 miljard euro).

De geïntegreerde audit levert zowel een goedkeurende verklaring op voor de jaarrekening als voor het verslag in verband met de interne controle over de financiële verslaggeving. De auditoren vinden het nodig kort de aandacht te vestigen op de M&A met Alcatel. Ze verwijzen naar *Note 2* in de jaarrekening. Uiteraard vormt deze verwijzing geen alarm signaal (Annual Report Lucent Technologies 2006, p. F-35 t.e.m. F-36).

Alcatel-Lucent - 2007

De herstructureringskosten in 2007 bedroegen 856 miljoen euro, maar veel belangrijker was het tweede verlies van het boekjaar op rij. Na 2006 werd er ook in 2007 een verlies geleden. Het verlies in 2007 steeg enorm ten opzichte van het vorige boekjaar, namelijk naar 3,477 miljard euro (conform de IFRS regelgeving). In 2007 geraakte Alcatel-Lucent achter op schema in verband met de uitvoering van de integratie van Lucent en de bijhorende kostenbesparingen: *"the challenge inherent in the combination of global business enterprises of the size and scope of historical Alcatel and Lucent have been more complex than expected* (Annual Report Alcatel-Lucent 2007, p. 11)."

⁸⁸ De verstrekte gegevens door het management worden volgens de auditoren voldoende toegelicht. Alle verstrekte informatie in verband met de verschillen tussen IFRS en US GAAP en de bijhorende effecten op de resultaten van Alcatel vindt men terug in *Note 38 - Summary of differences between accounting principles followed by Alcatel-Lucent and U.S. GAAP* (Annual Report Alcatel-Lucent 2006, p. F-113 t.e.m. F-123).

Verder wordt erop gewezen dat, gezien de hoog competitieve industrie en de problemen met de M&A, Alcatel-Lucent schade kan oplopen door de concurrentiebewegingen.

Het dividend voor 2007 werd geschrapt.

De omzet steeg ten opzichte van 2006 met 44,9% naar 17,8 miljard euro. Op het eerste zicht lijkt dit veel, maar in 2006 bevatte de jaarrekening slechts één maand van gecombineerde omzet. De jaarrekening van 2007 bevat de gecombineerde omzet voor 12 maanden (Annual Report Alcatel-Lucent 2007, p. 58). De stijging is bijgevolg helemaal niet zo groot.

De kosten voor herstructurering bedroegen 856 miljoen euro in 2007. Nochtans werden in 2006 al miljoenen aan herstructureringskosten gespendeerd. Van het totaal van 856 miljoen herstructureringskosten in 2007 staat 623 miljoen euro in voor nieuwe herstructureringsplannen en aanpassingen aan eerdere plannen. Dit wijst andermaal op de integratieplannen waarmee Alcatel-Lucent te maken kreeg (Annual Report Alcatel-Lucent 2007, p. 60).

De macro-economische omgeving zorgt eveneens voor pessimisme. Gezien de moeilijkheden waarmee Alcatel-Lucent intern te maken heeft, is een economische crisis niet bepaald een leuk gegeven.

De kaspositie verslechtert in 2007. De daling omvat een netto cash afname van 493 miljoen euro. Op het einde van het boekjaar 2007 bedraagt de omvang van cash en cash equivalents toch nog altijd 4,377 miljard euro wat een aanzienlijke buffer is.

De *impairment losses* lopen hoog op: 2,832 miljard euro. Deze kosten waren voornamelijk te wijten aan de afwaarderingen ten aanzien van de *CDMA* en *EVDO businesses* (Annual Report Alcatel-Lucent 2007, p. 166). Belangrijke bedrijfsonderdelen presteren slecht. De slechte prestaties en de bijhorende afwaarderingen hebben een negatieve impact op Alcatel-Lucent.

Het bedrijf kreeg in 2007 dus af te rekenen met grote problemen. De problemen reflecteerden zich in de jaarrekening van Alcatel-Lucent. De vraag is echter of de auditoren alarmsignalen zullen aantonen en of er betekenisvolle onzekerheden worden vermeld in verband met de toekomst van Alcatel-Lucent.

Controleverslag 2007

Net zoals in het boekjaar 2006 wordt er in 2007 een goedkeurende verklaring afgeleverd door de auditoren. Nochtans heeft de onderneming aanzienlijke verliezen geleden. De auditoren zijn van oordeel dat de bedrijfscontinuïteit gewaarborgd blijft. Voornamelijk de sterke kaspositie is een positief element ten aanzien van de geleden verliezen. Een extra paragraaf vermeldt de verplichte melding van de auditor in verband met een wijziging in waarderingmethoden. Deze uitleg in verband met pensioenkosten heeft echter geen directe betrekking op de M&A problemen (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 17*).

Verder wordt er een goedkeurende verklaring afgeleverd in verband met het verslag over de interne controle van de financiële verslaggeving.

Alcatel-Lucent - 2008

Gebaseerd op de IFRS regelgeving rapporteert Alcatel-Lucent een omzet van 16,984 miljard euro. Een daling ten aanzien van het boekjaar 2007. In 2008 bedroegen de herstructureringskosten 562 miljoen euro⁸⁹. Volgend op het rampjaar 2007 is het nettoverlies in 2008 nog groter, namelijk 5,173 miljard euro. De problemen zijn nog lang niet van de baan en samen met het ontslag van C.E.O. Russo wordt een nieuwe strategische focus ontwikkelt. Deze moet de winstgevendheid en de gezondheid van de onderneming terug aanzienlijk verbeteren (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p.6, p. 11 en p. 56).

Er wordt gewezen op de economische crisis en het effect op het spenderen van de consument. De telecommunicatie industrie leed hierdoor extra veel. Gezien de hoge cash behoefte die verbonden is met de industrie en de geleden verliezen ontstaat meer en meer de mogelijkheid dat externe middelen moeten gezocht worden om de operaties verder te ontplooien (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p. 11-12).

Impairment losses lopen verder op. Alleen al voor boekjaar 2008 bedragen deze *losses* 4,7 miljard euro. Voornamelijk is het te wijten aan de *CDMA*, *Optics* en *Mobile Access businesses*, het stroomlijnen van de portfolio en het aanpassen van de toekomstige vooruitzichten. De *impairment losses* hebben uiteraard een zware negatieve impact op de bedrijfsoperaties en –resultaten (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p. 13).

Er wordt rekening gehouden met mogelijke mankementen aan de nieuwe producten. Veel tijd en geld werden geïnvesteerd in functie van het productgamma. Dit moet toekomstige baten opleveren. Toch moet men ook rekening houden met het risico dat later defecten en problemen optreden in verband met de producten van Alcatel-Lucent. Een andere risicofactor waar Alcatel-Lucent meer en meer rekening mee moet houden is het afnemende klantenbestand. 40% van de omzet wordt behaald bij de tien grootste klanten. Bij verlies van één van dergelijke klanten wordt de situatie van Alcatel-Lucent aanzienlijk negatief beïnvloed.

Een vooruitblik op het boekjaar 2009 creëert de hoop dat betere tijden in aantocht zijn. De markt van telecommunicatie is volgens het jaarverslag terug aan het groeien. Maar de wereldwijde economie blijft ook zijn invloed uitoefenen. Men verwacht dat de economie de groeiende telecommunicatiemarkt zal uitbalanceren. Gebrek aan krediet en de wereldwijde recessie blijven naar alle verwachting sterk aanwezig. Daarenboven mag men niet vergeten dat de industrie zeer competitief blijft waardoor men constant moet blijven opereren onder grote druk.

⁸⁹ De herstructureringskosten omvatten een afschrijving op activa van 35 miljoen euro, 38 miljoen euro monetaire kosten, maar vooral 489 miljoen euro in verband met nieuwe herstructureringsplannen en aanpassingen aan vorige plannen (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p. 58).

De balanspost *cash en cash equivalents* heeft gedurende het boekjaar zwaar geleden. Toch staat er op het einde van het boekjaar nog steeds een totaal van 3,687 miljard euro aan cash en cash equivalents op de balans.

De cash flows vanuit bedrijfsoperaties stijgen terug ten opzichte van het vorige boekjaar.

De overgedragen verliezen zijn ondertussen een zeer opvallende passivapost geworden. Met een totaal aan 8,820 miljard euro heeft deze balanspost een enorm negatief effect op het eigen vermogen van de onderneming (Annual Report Alcatel-Lucent 2008, p. 154). Ondanks het overgedragen verlies blijft het eigen vermogen van de onderneming positief, namelijk 5,224 miljard euro op een balanstotaal van 27,311 miljard euro.

Controleverslag 2008

Ondanks de slechte resultaten, voor het derde jaar op rij, wordt er toch een goedkeurende verklaring afgeleverd. De enige bijkomende informatie handelt over de verandering in boekhoudmethoden conform de IFRS. De auditoren zijn nog steeds van oordeel dat de bedrijfscontinuïteit gewaarborgd is (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 18*). Er worden geen meldingen gedaan van de moeilijkheden. Nochtans bevat de jaarrekening en het jaarverslag veel informatie in verband met de situatie van Alcatel-Lucent. Toch wordt er geen aandacht aan besteed in het controleverslag. De resultaten vallen al drie opeenvolgende jaren tegen en de balans vertoont een groot overgedragen verlies. In het geval van Alcatel-Lucent is de situatie nog niet levensbedreigend. Zowel de balanspost cash als het eigen vermogen noteren nog steeds miljardenbedragen. Beide balansposten zijn toch sterke indicatoren in verband met de huidige gezondheid van de onderneming.

Verder voorzien de auditoren een goedkeurende verklaring voor het verslag over de interne controle in verband met de financiële rapportering.

Alcatel-Lucent - 2009

Hoewel er verbetering verwacht werd, daalde ook in 2009 het omzetcijfer. De verwachte groei vertaalde zich dus (nog) niet in een stijgend omzetcijfer. De omzet bedroeg 15,157 miljard euro conform de IFRS regelgeving. Nog altijd werden er zware herstructureringskosten geboekt. In 2009 bedroegen deze kosten 605 miljoen euro waarvan 368 miljoen instond voor nieuwe herstructureringsplannen en aanpassingen aan vorige plannen (Annual Report Alcatel-Lucent 2009, p. 56). Hoewel er in het tweede kwartaal een bescheiden winst werd geboekt, werd er doorheen het boekjaar een globaal verlies geleden van 504 miljoen euro. In verband met het nettoverlies dat toewijsbaar is aan de aandeelhouders van de moedervenootschap werd een bedrag van 524 miljoen euro genoteerd (Annual Report Alcatel-Lucent 2009, p. 6).

Controleverslag 2009

Er wordt een unqualified report afgeleverd door de auditoren. Zowel de jaarrekening als het verslag in verband met de interne controle over de financiële verslaggeving krijgen een goedkeurende verklaring (cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 19).

Nuancering van de problemen

De boekjaren 2007, 2008 en 2009 gaven inzage in slechte bedrijfsresultaten. Cultuur- en integratieproblemen lagen voornamelijk aan de basis. Ook macro-economische elementen beïnvloedden de resultaten, zoals de economische crisis, de moordende concurrentie en de daling in het spenderen van de consumenten in telecommunicatie.

Desondanks heeft Alcatel-Lucent zich nooit in levensbedreigende situaties bevonden. Het eigen vermogen bleef jaar na jaar sterk positief. De auditoren kunnen zich enkel uitspreken over historische financiële gegevens. Deze werden jaar na jaar op een getrouwe wijze gepresenteerd. De historische gegevens die wezen op slechte resultaten werden nooit als betekenisvol beoordeeld in het opzicht dat Alcatel-Lucent niet zou kunnen voortbestaan als *going concern*. Toelichting hieromtrent was bijgevolg niet aan de orde, naargelang het oordeel van de auditoren. In verband met de juiste keuze van Alcatel om een M&A aan te gaan met Lucent wordt niets over gezegd door de auditoren omdat zij vanuit hun deontologie zich niet mogen inlaten met uitspraken over opportuiniteitsbeslissingen. Op basis van het Belgische Wetboek van Vennootschappen zou de waardering als *going concern* door de Raad van Bestuur moeten gemotiveerd worden. Die verplichting geldt wanneer de onderneming kampt met aanzienlijke overgedragen verliezen of wanneer de onderneming twee opeenvolgende jaren het boekjaar afsluit met een verlies. De IFRS regelgeving stelt deze eis echter niet.

4.2.6 Case 6: Hypo Real Estate en Depfa Bank

4.2.6.1 De reden van het falen

De Hypo Real Estate Groep (*HRE Groep*) is een Duitse holdingmaatschappij die meerdere *real estate financing banks* omvat. De HRE Groep geldt als de tweede grootste hypotheekverstrekker in Duitsland (Demeester en Verrycken, 2008). In oktober 2007 nam de HRE Groep Depfa Bank over, een *public finance* en *real estate finance* bedrijf gevestigd in Ierland, maar van oorsprong een Duitse onderneming gespecialiseerd in hypotheekleningen. De overnameprijs bedroeg 5,7 miljard euro⁹⁰. Daardoor omschrijft de HRE Groep zich als een specialistbank in vastgoed en publieke financiering⁹¹.

⁹⁰ In het persbericht van de Hypo Real Estate Groep van 23 juli 2007 staat het volgende: The whole transaction is valued at approx. EUR 5.7 billion. The purchase price will be financed with equity, hybrid instruments and cash. The company will pay DEPFA Bank shareholders an amount of EUR 6.80 and 0.189 new shares of Hypo Real Estate Holding AG for each share in DEPFA Bank. Zie: http://www.hyporealestate.com/eng/pdf/20070723_Ad_hoc_DEPFA_final_english.pdf.

⁹¹ Zie: <http://www.hyporealestate.com/eng/depfa.php>.

De HRE Groep raakte voornamelijk in de problemen via de dochteronderneming Depfa Bank. Zo wordt er op 6 oktober 2008 gemeld, op de website van Analist.be: *"Depfa heeft de afgelopen jaren veel leningen verstrekt aan overheidsinstellingen. In totaal zal dit honderden miljarden euro's betreffen. Depfa geeft kredieten aan klanten die betrouwbaar zijn (de overheid) voor een lange termijn en dekt die kredieten door zelf geld te lenen op de kortlopende kredietenmarkt. Hier ligt dus meteen het probleem van de Depfa Bank. Banken lenen in deze tijd elkaar niet graag geld uit, helemaal niet als een bank langlopende leningen bijna helemaal financiert met kortlopend, wat hierbij dus het geval is bij de Hypo Real Estate Groep en Depfa (De Analist, 2008)."*

Aangezien de HRE Groep een speler is op de markt van de kredietverstrekking en de interbankenmarkt cruciaal was voor de herfinanciering van de activiteiten, kwam de HRE groep in de problemen toen de **interbankenmarkt stagneerde**. Het wantrouwen tussen de banken was ondertussen zo groot dat banken onderling geen geld meer aan elkaar wilden uitlenen (Demeester en Verrycken, 2008).

De wereldwijde **kredietcrisis** bracht de HRE Groep bijgevolg op de rand van het faillissement. Ze kon echter op de valreep gered worden doordat de Duitse overheid en branchegenoten hen een kredietlijn ter beschikking stelde voor de herfinanciering van de activiteiten van 35 miljard euro (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 37; De Analist, 2008; Demeester en Verrycken, 2008).

Opdat de kredietlijn zou worden verkregen, werd er de voorwaarde gesteld dat HRE de goodwill op haar participatie in Depfa Bank afwaardeerde. Hieruit volgt dat de enorme afwaardering het resultaat voor de groep significant zou beïnvloeden.

Het dividend in 2008 werd eveneens geschrapt.

Toch blijven de verliezen oplopen. Het reddingspakket ter hoogte van 35 miljard euro is rond oktober 2008 onvoldoende geworden. Op zeer korte termijn heeft de HRE Groep nood aan 20 miljard euro voor herfinanciering en voor de lange termijn nog een additionele 50 miljard euro (NRC, 2008). Het bankroet voor HRE komt weer dichterbij, maar de Duitse regering zal garant staan voor de spaartegoeden.

De verkregen kredietlijn wordt opgetrokken naar een totaal van 50 miljard euro. Daarnaast maakt de HRE Groep ook gebruik van het stabiliseringsfonds dat opgericht werd door de Duitse regering met het oog op de versteviging van het eigen vermogen van de Duitse banken en het garant staan voor de (inter)bancaire kredieten (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 37; De Analist, 2008; Hankel, 2009; NRC, 2008).

In 2008 heeft de HRE Groep een verlies geleden van 5,5 miljard euro, onder andere te wijten aan de afwaardering van de overnamegoodwill op de Depfa Bank. Hoewel in 2009 de kredietcrisis stilaan begon weg te drijven, bleef de Groep in financiële moeilijkheden verkeren. De Groep kondigde zelf al aan dat ook voor de boekjaren 2009 en 2010 er geen winst moest verwacht worden.

De Duitse overheid heeft in 2009 de HRE Groep volledig genationaliseerd (De Analist, 2009; Hankel, 2009).

4.2.6.2 Het oordeel van de auditor

De deal met Depfa Bank werd volledig afgerond op 2 oktober 2007. De problemen volgden direct en grepen de HRE Groep eveneens in de boekjaren 2008 en 2009 bij de keel. De Groep verwacht zelfs pas winst vanaf het boekjaar 2012. Aangezien het boekjaar 2010 nog niet voorbij is, worden enkel de jaarrekeningen van 2007, 2008 en 2009 onderzocht. Vervolgens komen de controleverslagen van desbetreffende boekjaren aan bod om eventuele signalen op te merken die de auditor gegeven kan hebben.

HRE Groep - 2007

In het boekjaar 2007 wordt een winst geboekt van 457 miljoen euro. Een lichte daling ten opzichte van het boekjaar 2006, toen er een winst geboekt werd van 542 miljoen euro.

Het persbericht van 23 juli 2007 meldde een overnameprijs van 5,7 miljard euro. In de geconsolideerde jaarrekening is de waarde van de overgenomen activa van Depfa, conform de *fair value* waardering van de IFRS regelgeving, 3,013 miljard euro. Een goodwill werd betaald ter hoogte van 2,213 miljard euro zodat de totale overnameprijs komt op 5,226 miljard euro (Annual Report Hypo Real Estate 2007, p. 108). Ten opzichte van het boekjaar 2006 en mede dankzij de overname stijgt het balanstotaal van 161,593 miljard euro naar 400,174 miljard euro. Voornamelijk balansposten zoals *cash reserve* (+10,006 miljard euro), *loans to other banks* (+33,965 miljard euro), *loans to customers* (+131,571 miljard euro) en *liabilities to other banks* (+86,632 miljard euro) vallen op. (Annual Report Hypo Real Estate 2007, p. 99) Enerzijds is een goede cashpositie cruciaal in tijden van crisis. De stijging is vooral te danken aan de *cash flows* uit de groepsoperaties. De kredietverlening aan en van banken anderzijds is problematisch tijdens de kredietcrisis die zwaar zal toeslaan in 2007 en 2008. Er heerst een grote druk om aflossingen en interestbetalingen te voldoen bij de andere banken. De banken aan wie HRE krediet verleende komen zelf ook in de moeilijkheden waardoor er grote onzekerheid ontstaat dat men het geld en de bijhorende interestopbrengsten ooit zal ontvangen.

In 2007 bedroeg het *net interest income* 1,105 miljard euro ten opzichte van 804 miljoen euro in 2006. De volumes in lenen en ontlenen namen toe en dit heeft een positieve weerslag op de ontvangen en betaalde interesten in 2007 (Annual Report Hypo Real Estate 2007, Note 29, p. 124).

Het probleem in verband met Depfa Bank⁹² komt tot uiting in de jaarrekening. Een stijging van 33,965 miljard euro in de toegestane kredieten. De stijging brengt het totaal van de leningen op

⁹² Depfa geeft kredieten aan klanten die betrouwbaar zijn voor een lange termijn en dekt die kredieten door zelf geld te lenen op de kortlopende kredietenmarkt. De kredietmarkt stagneert echter vanaf eind 2007 - begin 2008 waardoor het verkrijgen van kortlopende kredieten in de toekomst (2008-2009) moeilijk zal worden en de lange termijn kredieten niet meer kunnen worden ingedekt. Zie: 4.2.6.1 *De reden van het falen*.

51,975 miljard euro. Hiervan is slechts 2,519 miljard euro opeisbaar *on demand*. Verder is er wel 15,195 miljard euro opeisbaar binnen de drie maanden, maar toch is 28,227 miljard euro slechts opeisbaar over meer dan één jaar. Van de lange termijn kredieten van meer dan 1 jaar, is 16,040 miljard euro slechts opeisbaar na vijf jaar. Dit terwijl de Depfa Bank en HRE Groep zelf geld leenden ter herfinanciering van de activiteiten. De *liabilities to other banks* stegen van 24,609 miljard euro in het boekjaar 2006 naar 111,241 miljard in het boekjaar 2007. Van deze omvang in het boekjaar 2007 was 104,641 miljard euro opeisbaar binnen één jaar. 1,046 miljard euro was opeisbaar *on demand* en 75,219 miljard euro binnen de drie maanden. (Annual Report Hypo Real Estate 2007, Note 44 en 56, p. 130 en p. 138). Deze manier van lenen en ontlene zal, zoals eerder gesteld, stilvallen in 2008 en 2009.

Voornameijk met de overname van Depfa Bank stegen de leningen aan klanten enorm. Depfa Bank is meer gespecialiseerd in *public financing*. Hierdoor bedragen de *loans to customers* eind 2007 exact 213,173 miljard euro ten opzichte van 81,602 miljard in 2006 toen de deal met Depfa er nog niet was.

Controleverslag 2007

De auditor verleent een goedkeurende verklaring voor de geconsolideerde jaarrekening over het boekjaar 2007. Expliciet wordt er vermeld dat er geen voorbehoud moet gemaakt worden. In het controleverslag staat het volgende: "(...) *give a true and fair view of the net assets, Financial position and results of operations of the Hypo Real Estate Group (...)*."(cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 20).

Ook het verslag van het Management Board is consistent met de informatie in de geconsolideerde jaarrekening en geeft naar het oordeel van de auditor een getrouw beeld van de financiële positie van de Groep (cfr. 4.2.7 Overzichtstabel, figuur 20).

De auditor is van oordeel dat de dreigende marktomstandigheden, die iedereen bekend zijn, niet vermeld moeten worden. De impact van de economische crisis is niet duidelijk te voorspellen, de resultaten van de HRE Groep zijn in het boekjaar 2007 goed. De auditor dient zich uit te spreken over de getrouwheid van de historische gegevens en de bijhorende toelichtingen daarbij in de jaarrekening en het jaarverslag. Een uitspraak in verband met toekomstige verwachtingen is niet aan de orde.

HRE Groep - 2008

Het jaarverslag wijst op de wereldwijde macro-economische problemen. De gebeurtenissen in 2008 zorgden hoofdzakelijk voor een enorme uitdaging op de financiële markten waartoe de HRE Groep behoort. Daardoor rees de noodzaak van staatsinterventies. Steun van de Staat, de Centrale Bank en commerciële banken was absoluut nodig in 2008 om de kop boven water te houden.

Een nieuwe strategie voor de Groep drong zich op. De HRE Groep was jarenlang een Business-to-Business kredietinstelling zonder enig branchen netwerk, waardoor het geen *eigen* customer deposits had. De HRE Groep was afhankelijk van de interbankenmarkt in functie van de herfinanciering van de activiteiten. De interbankenmarkt stagneerde echter in 2008 door de economische crisis. Het voortbestaan van de Groep kwam ernstig in het gedrang. In de toekomst zou men niet meer enkel vertrouwen op herfinanciering via de interbankenmarkt (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 33).

De Depfa Bank werd getroffen door een groot tekort aan liquide middelen waardoor de steun van de overheid en andere banken noodzakelijk was. Dit had zijn effect op het voortbestaan van de hele Groep. Vandaar dat het Management Board in december 2008 een plan opstelde met een strategische heroriëntatie en herstructurering (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 37).

Net zoals de case in verband met Fortis, moet ook de Hypo Real Estate Groep enorme afwaarderingen boeken op de *CDO-portofeuilles*⁹³. Eind 2008 bedroeg de waarde van de *US CDO's* nog 250 miljoen euro. Dit was nog slechts 17% van de nominale waarde. De waarde van de Europese *CDO's* bedroeg nog 710 miljoen euro wat overeenkwam met 57% van de nominale waarde (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 98).

Ondanks de slechte resultaten, de benodigde steunmaatregelen en de blijvende negatieve marktfactoren verwacht de Groep zich toch te kunnen handhaven door de verbeteringen die eind 2008 werden doorgevoerd in verband met het risicomanagement van de onderneming (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 119).

De geconsolideerde jaarrekening vertoont eind 2008 een monsterverlies van 5,461 miljard euro. Eveneens verslechtert de kaspositie van de Groep. De *cash reserves* dalen met 8,941 miljard euro naar 1,713 miljard euro op het einde van het boekjaar. De ontleningen aan banken en klanten blijven op ongeveer hetzelfde peil als in het boekjaar 2007. De *liabilities* ten opzichte van leningen bij andere banken stijgen wel, mede door de verkregen steunmaatregelen. De geringe overgedragen winst is op het einde van 2008 verdwenen van de balans (Annual Report Hypo Real Estate 2008, p. 129).

Note 2 in de geconsolideerde jaarrekening laat uitschijnen dat de Groep enkel als *going concern* kan beschouwd worden in de assumptie dat voldoende vermogen verschaft zal worden aan de Groep om te voldoen aan reguleringsvereisten in verband met kapitaal. Eveneens is er nood aan externe liquide middelen om het voortbestaan van de Groep te garanderen. Herstructureringsplannen zijn nodig.

⁹³ *C.D.O.* staat voor Collateralized Debt Obligation. Het zijn een soort van covered bonds, obligaties met een onderpand. Als onderpand gelden vaak vorderingen in de vorm van een bundel hypotheke.

Opmerkelijk is toch nog de stijging in *net interest income*. Zowel de *income* als de *expenses* stegen ten opzichte van boekjaar 2007, maar uiteindelijk was het resultaat toch positief, namelijk een *net interest income* van 1,633 miljard euro (Annual Report Hypo Real Estate 2008, Note 32, p. 154).

De invloed van de economische crisis vertaalt zich in de boeken van 2008 onder andere via *provisions for losses on loans and advances*. Deze post in de resultatenrekening heeft een groot negatief effect op het resultaat van de Groep. In 2007 werd deze post nog positief beïnvloed door een terugname van 61 miljoen euro. In 2008 echter moeten er waardeverminderingen geboekt worden ter hoogte van 1,656 miljard euro (Annual Report Hypo Real Estate 2008, Note 39, p. 155).

Wellicht de grootste impact op het resultaat komt van de afwaardering van overnamegoodwill en de afwaardering op immateriële vaste activa van de Depfa Bank. Globaal kwam de afwaardering neer op een kost van 2,482 miljard euro, uiteraard direct ten laste genomen van het boekjaar 2008 conform de IFRS regelgeving. Wegens het ineensinken van de interbankenmarkt, voornamelijk te wijten aan het failliet van de bank Lehman Brothers, konden dezelfde veronderstellingen in verband met de samenwerking met Depfa niet volgehouden worden. De enorme afwaardering was een bittere noodzaak (Annual Report Hypo Real Estate 2008, Note 41, p. 156).

Controleverslag 2008

De geconsolideerde jaarrekening geeft, naar het oordeel van de auditor, een getrouw beeld van het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de groep. Het verslag van het Management Board is volgens de auditor consistent met de jaarrekening en geeft een passende kijk op de financiële positie van de Groep (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 21*).

Zonder afbraak aan de goedkeurende verklaring wordt er toch een toelichtende paragraaf toegevoegd. Er wordt gewezen op de passages in het verslag van het Management Board en Note 2 van de jaarrekening in verband met de risico's die het voortbestaan van de Groep bedreigen. Het controleverslag vermeldt als volgt: "(...) *as a going concern is dependent on the assumption that sufficient equity will be provided to Hypo Real Estate Holding AG and their significant subsidiaries to fulfil regulatory capital requirements as well as to avoid a situation of sustained over-indebtedness. External liquidity support is necessary (...)*" Verder worden de zes punten van Note 2 aangehaald die absoluut zullen moeten plaatsvinden in het volgende boekjaar opdat de Groep kan blijven voortbestaan als een going concern.

HRE Groep - 2009

Het jaarverslag begint terug met de verwijzing naar de aanhoudende financiële crisis op wereldschaal. Er wordt gewezen op het feit dat het *income statement* van 2009 de specifieke en extreem moeilijke situatie van de HRE Groep reflecteert. Er wordt vervolgens gewezen op de algemene verwachting dat in 2010 het economische klimaat zich zal herstellen. Economische groei, specifiek voor Duitsland wordt geschat op 0,5%. Toch moet er geen winst verwacht worden tot en met het boekjaar 2012 volgens de Groep.

Het verlies liep in 2009 wederom op tot in de miljarden, namelijk 2,236 miljard euro. De *net interest income* liet een lichte daling optekenen, maar nog steeds oogde de balans positief, namelijk 1,396 miljard euro. Het verliescijfer is voornamelijk te wijten aan verdere afwaarderingen op leningen. Deze *provisions for losses on loans and advances* bedroegen 2,091 miljard euro (Annual Report Hypo Real Estate 2009, p. 112).

Het Management Board besliste om de jaarrekening op te stellen in de assumptie dat de Groep als *going concern* kan blijven opereren. In Note 2 wordt er wel gewezen op het feit dat de Management Board er zich van bewust is dat er nog tal van risico's zijn die de going concern assumpties negatief kunnen beïnvloeden. Dezelfde vereisten als in 2008 worden in 2009 herhaald opdat de HRE Groep als *going concern* kan blijven bestaan.

De cash reserve dikte terug aan, maar slechts met een stijging van 111 miljoen euro tot een totaal van 1,824 miljard euro. De verplichtingen aan andere banken werden verder afgeboekt net zoals andere banken ook voldeden in hun verplichtingen ten opzichte van de HRE Groep. Net zoals de HRE Groep kregen wereldwijd meerdere banken overheidssteun en garanties waardoor ook zij hun verplichtingen terug meer en meer konden nakomen. Dit neemt niet weg dat er toch aanzienlijke afwaarderingen plaatsvonden op leningen waardoor het resultaat in 2009 nog steeds zwaar negatief was (Annual Report Hypo Real Estate 2009, Note 44/46/58, p. 140 en 149). Eind 2009 lijkt de financiële markt zich eindelijk te stabiliseren.

Controleverslag 2009

De geconsolideerde jaarrekening geeft, naar het oordeel van de auditor, een getrouw beeld van het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de groep. Het verslag van het Management Board is volgens de auditor consistent met de jaarrekening en geeft een passende kijk op de financiële positie van de Groep (cfr. 4.2.7 *Overzichtstabel, figuur 22*).

Dezelfde toelichting wordt gegeven als in het boekjaar 2008. De positie van de HRE Groep is nog steeds twijfelachtig, waardoor de holding als *going concern* afhangt van meerdere voorwaarden. De auditor trekt er terecht de aandacht op. Hiervoor verwijst hij naar *Note 2* van de geconsolideerde jaarrekening en het verslag van het Management Board.

4.2.7 Overzichtstabel

Case 1 - Consortium "Fortis, RBS en Banco Santander": overname van ABN Amro.

<u>Overname</u> : oktober 2007
<u>Problemen</u> : oktober 2008
<u>Redenen van het falen</u> : <ul style="list-style-type: none"> - een te hoge overnameprijs betaald door het consortium; - externe factoren, namelijk het ongunstige macro-economische klimaat; - en, in het geval van Fortis, een ontoereikende communicatiepolitiek.
<u>Alarmsignalen</u> : Er worden GEEN alarmsignalen aangehaald in de controleverslagen.
<u>Controleverslagen</u> : <p>Figuur 4. Controleverslag 2007, Fortis Holding</p> <p>Accountantsverklaring</p> <p>Aan de algemene vergaderingen der aandeelhouders van Fortis SA/NV en Fortis N.V.</p> <p>Verklaring betreffende de geconsolideerde jaarrekening</p> <p>Wij hebben de in dit verslag opgenomen geconsolideerde jaarrekening gecontroleerd waarbij Fortis SA/NV en Fortis N.V. samen met hun dochtervennootschappen ('Fortis') opgenomen zijn, die bestaat uit de geconsolideerde balans per 31 december 2007, de geconsolideerde resultatenrekening, het geconsolideerde overzicht van wijzigingen in het eigen vermogen en het geconsolideerde kasstroomoverzicht over het boekjaar afgesloten op die datum, alsmede een overzicht van de belangrijkste grondslagen voor de financiële verslaggeving en overige toelichtingen.</p> <p>Verantwoordelijkheid van de leiding over de geconsolideerde jaarrekening</p> <p>De leiding is verantwoordelijk voor het opmaken van de geconsolideerde jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven in overeenstemming met International Financial Reporting Standards, zoals aanvaard binnen de Europese Unie, alsmede voor het opstellen van het jaaroverzicht in overeenstemming het Wetboek van Vennootschappen in België en het Burgerlijk Wetboek in Nederland. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren, en in stand houden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de geconsolideerde jaarrekening van vermogen en resultaat zodanig dat deze die geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten, bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor de financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.</p>

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de geconsolideerde jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht overeenkomstig Internationale Controlestandaarden. Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle zodanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de geconsolideerde jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de geconsolideerde jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die beoordeling neemt de accountant in aanmerking het voor het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de geconsolideerde jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn maar die niet tot doel hebben een oordeel te geven over de effectiviteit van het interne beheersingssysteem van de entiteit. Tevens omvat een controle onder meer een evaluatie van de aanvaardbaarheid van de toegepaste grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van door de leiding gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de geconsolideerde jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Oordeel

Naar ons oordeel geeft de geconsolideerde jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Fortis per 31 december 2007, en van het resultaat en de kasstromen over 2007, in overeenstemming met International Financial Reporting Standards, zoals aanvaard binnen de Europese Unie.

Verklaring betreffende andere wettelijke voorschriften en voorschriften van regelgevende instanties

Op grond van de wettelijke verplichtingen in België en Nederland (paragraaf 2:393 lid 5 e van het burgerlijk wetboek), melden wij dat het jaaroverzicht, voorzover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de geconsolideerde jaarrekening, zoals vereist door het Wetboek van Vennootschappen in België en in artikel 2:391 lid 4 van het Burgerlijk Wetboek in Nederland.

Amstelveen, 6 maart 2008

Brussels, 6 maart 2008

KPMG Accountants N.V.
Vertegenwoordigd door S.J. Kroon RA

PricewaterhouseCoopers
Bedrijfsrevisoren B.C.V.B
Vertegenwoordigd door Y. Vandenplas en L. Discry

Figuur 5. Controleverslag 2007, Fortis N.V./S.A. (enkelvoudige jaarrekening, België)

(zie volgende pagina)

**VERSLAG VAN DE COMMISSARIS AAN DE ALGEMENE VERGADERING DER
AANDEELHOUDERS VAN DE VENNOOTSCHAP FORTIS BANK NV OVER DE
JAARREKENING OVER HET BOEKJAAR AFGESLOTEN OP
31 DECEMBER 2007**

Overeenkomstig de wettelijke en statutaire bepalingen, brengen wij U verslag uit in het kader van ons mandaat van commissaris. Dit verslag omvat ons oordeel over de jaarrekening evenals de vereiste bijkomende vermeldingen.

Verklaring over de jaarrekening zonder voorbehoud

Wij hebben de controle uitgevoerd van de jaarrekening van Fortis Bank NV over het boekjaar afgesloten op 31 december 2007, opgesteld op basis van het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel, met een balanstotaal van EUR (000) 537.690.582 en waarvan de resultatenrekening afsluit met een verlies van het boekjaar van EUR (000) 1.605.822.

Het opstellen van de jaarrekening valt onder de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur. Deze verantwoordelijkheid omvat: het opzetten, implementeren en in stand houden van een interne controle met betrekking tot de opstelling en de getrouwe weergave van de jaarrekening die geen afwijkingen bevat van materieel belang als gevolg van fraude of van fouten, alsook het kiezen en toepassen van geschikte waarderingsregels en het maken van boekhoudkundige ramingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Het is onze verantwoordelijkheid een oordeel te geven over deze jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle uitgevoerd overeenkomstig de wettelijke bepalingen en volgens de in België geldende controlenormen, zoals uitgevaardigd door het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Deze controlenormen vereisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen bevat van materieel belang.

Overeenkomstig deze normen, hebben wij controlewerkzaamheden uitgevoerd ter staving van de in de jaarrekening opgenomen bedragen en inlichtingen. De keuze van de uitgevoerde werkzaamheden is afhankelijk van onze beoordeling en van de inschatting van het risico op materiële afwijkingen in de jaarrekening als gevolg van fraude of van fouten. Bij het maken van die risico-inschatting, hebben wij rekening gehouden met de interne controle van de vennootschap met betrekking tot de opstelling en de getrouwe weergave van de jaarrekening om controleprocedures vast te leggen die geschikt zijn in de gegeven omstandigheden, maar niet om een oordeel te geven over de doeltreffendheid van die interne controle. Wij hebben tevens een beoordeling gemaakt van het passende karakter van de waarderingsregels, de redelijkheid van de door de vennootschap gemaakte boekhoudkundige ramingen en de voorstelling van de jaarrekening in haar geheel. Ten slotte hebben wij van de Raad van Bestuur en de verantwoordelijken van de vennootschap de voor onze controle noodzakelijke verduidelijkingen en inlichtingen bekomen. Wij zijn van mening dat de door ons verkregen informatie een redelijke basis vormt voor het uitbrengen van ons oordeel.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening afgesloten op 31 december 2007 een getrouw beeld van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de vennootschap, in overeenstemming met het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel.

Bijkomende vermeldingen

Het opstellen en de inhoud van het jaarverslag, alsook het naleven door de vennootschap van het Wetboek van vennootschappen en van de statuten, vallen onder de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur.

Het is onze verantwoordelijkheid om in ons verslag de volgende bijkomende vermeldingen op te nemen die niet van aard zijn om de draagwijdte van onze verklaring over de jaarrekening te wijzigen:

- Het jaarverslag behandelt de door de wet vereiste inlichtingen en stemt overeen met de jaarrekening. Wij kunnen ons echter niet uitspreken over de beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de vennootschap wordt geconfronteerd, alsook van haar positie, haar voorzienbare evolutie of de aanmerkelijke invloed van bepaalde feiten op haar toekomstige ontwikkeling. Wij kunnen evenwel bevestigen dat de verstrekte gegevens geen onmiskenbare inconsistenties vertonen met de informatie waarover wij beschikken in het kader van ons mandaat.
- Onverminderd formele aspecten van ondergeschikt belang, werd de boekhouding gevoerd overeenkomstig de in België van toepassing zijnde wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften.
- Wij hebben geen kennis gekregen van verrichtingen of beslissingen die in overtreding met de statuten of het Wetboek van vennootschappen zijn gedaan of genomen. De verwerking van het resultaat die aan de Algemene Vergadering wordt voorgesteld, stemt overeen met de wettelijke en statutaire bepalingen.

Brussel, 19 maart 2008

PricewaterhouseCoopers
Bedrijfsrevisoren BCVBA

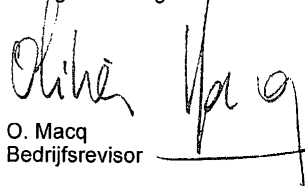
De commissaris
vertegenwoordigd door



L. Discry
Bedrijfsrevisor

Klynveld Peat Marwick Goerdeler
Bedrijfsrevisoren BCVBA

De commissaris
vertegenwoordigd door



O. Macq
Bedrijfsrevisor

Figuur 6. Controleverslag Fortis N.V. (enkelvoudige jaarrekening, Nederland)

Accountantsverklaring

Verklaring betreffende de enkelvoudige jaarrekening

Wij hebben de enkelvoudige jaarrekening 2007 van Fortis N.V. bestaande uit de balans per 31 december 2007 en de resultatenrekening over 2007 met toelichting gecontroleerd.

Verantwoordelijkheid van de leiding van de vennootschap

De leiding van de vennootschap is verantwoordelijk voor het opmaken van de enkelvoudige jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het jaarverslag, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren en in stand houden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de enkelvoudige jaarrekening van vermogen en resultaat, zodanig dat deze geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de enkelvoudige jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht. Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle dusdanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de enkelvoudige jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de enkelvoudige jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die oordeelsvorming neemt de accountant in aanmerking het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de enkelvoudige jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn maar die niet tot doel hebben een oordeel te geven over de effectiviteit van het interne beheersingssysteem van de vennootschap. Tevens omvat een controle onder meer een evaluatie van de aanvaardbaarheid van de toegepaste grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van schattingen die de leiding van de vennootschap heeft gemaakt, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de enkelvoudige jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Oordeel

Naar ons oordeel geeft de enkelvoudige jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van Fortis N.V. per 31 december 2007 en van het resultaat over 2007 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

Verklaring betreffende andere wettelijke voorschriften en/of voorschriften van regelgevende instanties

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 BW melden wij dat het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de enkelvoudige jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amstelveen, 6 maart 2008

KPMG ACCOUNTANTS N.V.

S.J. Kroon RA

Figur 7. Controleverlag 2007, Banco Santander**Deloitte.**

Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1
Torre Picasso
28020 Madrid
España

Tel.: +34 915 14 50 00
Fax: +34 915 14 51 80
+34 915 56 74 30
www.deloitte.es

Translation of a report originally issued in Spanish based on our work performed in accordance with generally accepted auditing standards in Spain and of consolidated financial statements originally issued in Spanish and prepared in accordance with IFRSs as adopted by the European Union (Notes 1-b and 57). In the event of a discrepancy, the Spanish-language version prevails

AUDITORS' REPORT ON CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS

To the Shareholders of Banco Santander, S.A.:

1. We have audited the consolidated financial statements of Banco Santander, S.A. ("the Bank") and of the companies composing, together with the Bank, the Santander Group ("the Group"), which consist of the consolidated balance sheet at 31 December 2007 and the related consolidated income statement, consolidated statement of recognised income and expense, consolidated cash flow statement and notes to the consolidated financial statements for the year then ended. The preparation of these consolidated financial statements is the responsibility of the Bank's directors. Our responsibility is to express an opinion on the consolidated financial statements taken as a whole based on our audit work performed in accordance with generally accepted auditing standards in Spain, which require examination, by means of selective tests, of the evidence supporting the consolidated financial statements and evaluation of their presentation, of the accounting policies applied and of the estimates made.
2. As required by Spanish corporate and commercial law, for comparison purposes the Bank's directors present, in addition to the 2007 figures for each item in the consolidated financial statements, the figures for 2006. Additionally, also for comparison purposes, the Group presents the consolidated financial statements for the year ended 31 December 2005. Our opinion refers only to the consolidated financial statements for 2007. On 26 March 2007 and 27 March 2006, we issued our auditors' reports on the 2006 and 2005 consolidated financial statements, in which we expressed unqualified opinions.
3. In our opinion, the accompanying consolidated financial statements for 2007 present fairly, in all material respects, the consolidated equity and consolidated financial position of the Santander Group at 31 December 2007 and the consolidated results of its operations, the changes in consolidated recognised income and expense and its consolidated cash flows for the year then ended, and contain the required information, sufficient for their proper interpretation and comprehension, in conformity with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union, which were applied on a basis consistent with that used in the preparation of the consolidated financial statements for prior years presented for comparison purposes.
4. The accompanying directors' report for 2007 contains the explanations which the Bank's directors consider appropriate about the Group's situation, the evolution of its business and other matters, but is not an integral part of the consolidated financial statements. We have checked that the accounting information in the directors' report is consistent with that contained in the consolidated financial statements for 2007. Our work as auditors was confined to checking the directors' report with the aforementioned scope, and did not include a review of any information other than that drawn from the accounting records of the Group entities.

DELOITTE, S.L.
Registered in ROAC under no. S0692


Germán de la Fuente
24 March 2008

Figur 8. Controleverlag 2007, Royal Bank of Scotland

Independent auditors' report to the members of The Royal Bank of Scotland Group plc

We have audited the financial statements of The Royal Bank of Scotland Group plc ("the company") and its subsidiaries (together "the Group") for the year ended 31 December 2007 which comprise the accounting policies, the balance sheets as at 31 December 2007 and 2006, the consolidated income statements, the cash flow statements, the statements of recognised income and expense for each of the three years in the period ended 31 December 2007 and the related Notes 1 to 43. These financial statements have been prepared under the accounting policies set out therein. We have also audited the information in the part of the directors' remuneration report that is described as having been audited.

This report is made solely to the company's members, as a body, in accordance with section 235 of the Companies Act 1985. Our audit work has been undertaken so that we might state to the company's members those matters we are required to state to them in an auditors' report and for no other purpose. To the fullest extent permitted by law, we do not accept or assume responsibility to anyone other than the company and the company's members as a body, for our audit work, for this report, or for the opinions we have formed.

Respective responsibilities of directors and auditors

The directors' responsibilities for preparing the annual report, the directors' remuneration report and the financial statements in accordance with applicable law and International Financial Reporting Standards (IFRS), as adopted by the European Union, are set out in the statement of directors' responsibilities.

Our responsibility is to audit the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited in accordance with relevant legal and regulatory requirements and International Standards on Auditing (UK and Ireland).

We report to you our opinion as to whether the financial statements give a true and fair view and whether the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited have been properly prepared in accordance with the Companies Act 1985, and as regards the Group's consolidated financial statements, Article 4 of the IAS Regulation. We also report to you whether in our opinion, the information given in the directors' report is consistent with the financial statements. The information given in the directors' report includes that specific information presented in the Business review that is cross referred from the business review section of the directors' report.

In addition we report to you if, in our opinion, the company has not kept proper accounting records, we have not received all the information and explanations we require for our audit, or if information specified by law regarding directors' remuneration and other transactions is not disclosed.

We review whether the corporate governance statement reflects the company's compliance with the nine provisions of the 2006 Combined Code specified for our review by the Listing Rules of the Financial Services Authority, and we report if it does not.

The Listing Rules do not require us to consider whether the Board or management's statements on internal control cover all risks and controls, or form an opinion on the effectiveness of the Group's corporate governance procedures or its risk and control procedures.

We read the other information contained in the Annual Report and Accounts 2007 as described in the contents section, including the unaudited part of the directors' remuneration report, and consider whether it is consistent with the audited financial statements. We consider the implications for our report if we become aware of any apparent misstatements or material inconsistencies with the financial statements. Our responsibilities do not extend to any further information outside the Annual Report and Accounts 2007.

Basis of audit opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (UK and Ireland) issued by the Auditing Practices Board and with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States). An audit includes examination, on a test basis, of evidence relevant to the amounts and disclosures in the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited. It also includes an assessment of the significant estimates and judgements made by the directors in the preparation of the financial statements, and of whether the accounting policies are appropriate to the circumstances of the company and the Group, consistently applied and adequately disclosed.

We planned and performed our audit so as to obtain all the information and explanations which we considered necessary in order to provide us with sufficient evidence to give reasonable assurance that the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited are free from material misstatement, whether caused by fraud or other irregularity or error. In forming our opinion, we also evaluated the overall adequacy of the presentation of information in the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited.

UK opinion

In our opinion:

- the Group financial statements give a true and fair view, in accordance with IFRS as adopted by the European Union, of the state of the Group's affairs as at 31 December 2007 and of its profit and cash flows for the year then ended;
- the company financial statements give a true and fair view, in accordance with IFRS as adopted by the European Union as applied in accordance with the provisions of the companies Act 1985, of the state of affairs of the company as at 31 December 2007;
- the financial statements and the part of the directors' remuneration report described as having been audited have been properly prepared in accordance with the Companies Act 1985 and, as regards the Group financial statements, Article 4 of the IAS Regulation; and
- the information given in the directors' report is consistent with the financial statements.

Separate opinion in relation to IFRS

As explained in the accounting policies, the Group, in addition to complying with its legal obligation to comply with IFRS as adopted by the European Union, has also complied with IFRS as issued by the International Accounting Standards Board (IASB).

In our opinion the financial statements give a true and fair view in accordance with IFRS, of the state of the Group's affairs as at 31 December 2007 and of its profit and cash flows for the year then ended.

We have also audited, in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States), the Group's internal control over financial reporting as at 31 December 2007, based on the criteria established in Internal Control-Integrated Framework issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Management excluded from its assessment the internal control over financial reporting of ABN AMRO Holding N.V. and its subsidiaries which was acquired on 17 October 2007. Accordingly, our audit did not include the internal control over financial reporting in ABN AMRO Holding N.V. and its subsidiaries. ABN AMRO Holdings N.V. represented 40.7% of the Group's total assets, a negligible proportion of the shareholders' total equity, 7.7% of the Group's total income and 0.2% of the Group's profit after tax as of and for the year ended 31 December 2007.

Our report dated 27 February 2008 which will be included in the Annual Report on Form 20-F for the year ended 31 December 2007 to be filed with the Securities and Exchange Commission, expressed an unqualified opinion on the effectiveness of the Group's internal control over financial reporting of the Group excluding ABN AMRO Holding N.V. and its subsidiaries.

Deloitte & Touche LLP
Chartered Accountants and Registered Auditors
Edinburgh, United Kingdom
27 February 2008

Figuur 9. Controleverslag 2007, ABN Amro

(zie volgende pagina)

Aan de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur van ABN AMRO Holding N.V.

Accountantsverklaring

Verklaring betreffende de jaarrekening

Wij hebben de jaarrekening 2007 van ABN AMRO Holding N.V. te Amsterdam gecontroleerd (zoals opgenomen op pagina 103 tot en met 243). De jaarrekening omvat de geconsolideerde en de vennootschappelijke jaarrekening. De geconsolideerde jaarrekening bestaat uit de geconsolideerde balans per 31 december 2007 de winst- en verliesrekening, het mutatieoverzicht eigen vermogen en het kasstroomoverzicht over 2007 alsmede een overzicht van de belangrijkste grondslagen voor financiële verslaggeving en overige toelichtingen. De vennootschappelijke jaarrekening bestaat uit de vennootschappelijke balans per 31 december 2007, de vennootschappelijke winst- en verliesrekening en het vennootschappelijk mutatieoverzicht eigen vermogen over 2007 met de toelichting.

Verantwoordelijkheid van het bestuur

Het bestuur van de vennootschap is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie, met International Financial Reporting Standards zoals gepubliceerd door de International Accounting Standards Board en met Titel 9 Boek 2 BW, alsmede voor het opstellen van de overige paragrafen van het jaarverslag in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren en instandhouden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat, zodanig dat deze geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht. Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle zodanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die beoordeling neemt de accountant in aanmerking het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn. Tevens omvat een controle onder meer een evaluatie van de aanvaardbaarheid van de toegepaste grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van schattingen die het bestuur van de vennootschap heeft gemaakt, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Oordeel betreffende de geconsolideerde jaarrekening

Naar ons oordeel geeft de geconsolideerde jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van ABN AMRO Holding N.V. per 31 december 2007 en van het resultaat en de kasstromen over 2007 in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie, met International Financial Reporting Standards zoals uitgegeven door de International Accounting Standards Board, en met Titel 9 Boek 2 BW.

Oordeel betreffende de vennootschappelijke jaarrekening

Naar ons oordeel geeft de vennootschappelijke jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van ABN AMRO Holding N.V. per 31 december 2007 en van het resultaat over 2007 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

Verklaring betreffende andere wettelijke voorschriften en/of voorschriften van regelgevende instanties

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder e BW melden wij dat het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Verklaring betreffende de interne beheersing van de financiële verslaggeving

Tevens hebben wij in overeenstemming met de standaarden van de Public Company Accounting Oversight Board (United States) de interne beheersing van de financiële verslaggeving van ABN AMRO Holding N.V. per 31 december 2007 gecontroleerd op basis van criteria zoals die zijn vastgesteld in 'Internal Control - Integrated Framework', uitgegeven door het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Op 25 maart 2008 hebben wij daarbij een goedkeurende accountantsverklaring verstrekt.

Amsterdam, 25 maart 2008

Ernst & Young Accountants

namens deze

w.g. J.J. Nooitgedagt RA

Case 2 - Real Software: overname van Tava Technologies.

<u>Overname:</u> april 1999
<u>Problemen:</u> eind 1999 tot en met 2001
<u>Redenen van het falen:</u> <ul style="list-style-type: none"> - het onderschatten van de due diligence; - de misperceptie van de Amerikaanse markt (tegenvallende verkoop en extra kosten); - en creatief boekhouden (afboeken van een ongerechtvaardigde consolidatiegoodwill).
<u>Alarmsignalen:</u> <ul style="list-style-type: none"> - geen alarmsignalen in verband met de (overschatte) waarde van Tava Technologies; - geen alarmsignalen in verband met de kapitalisatie van heroriëntatiekosten; - wel een toelichtende paragraaf in verband met de slechte financiële positie van Real Software in het jaar 2000.
<u>Controleverslagen:</u>

Figuur 10. Controleverslag 1999, Real Software

BTW	429.037.235
-----	-------------

VOL. 34

VERSLAG VAN DE COMMISSARISSEN

VERSLAG VAN DE COMMISSARIS-REVISOR OVER HET BOEKJAAR AFGESLOTEN OP 31 DECEMBER 1999

GERICHT TOT DE ALGEMENE VERGADERING VAN AANDEELHOUDERS DD 28 MAART 2000 VAN REAL SOFTWARE NV

 Overeenkomstig de wettelijke en statutaire bepalingen, brengen wij u verslag uit over de uitvoering van de controleopdracht die ons werd toevertrouwd.

Wij hebben de controle uitgevoerd van de jaarrekening, opgesteld onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur van de vennootschap, over het boekjaar 1999, afgesloten op 31 december 1999, met een balans totaal van 14.440.938 ('000) BRF en waarvan de resultatenrekening afsluit met een winst van het boekjaar van 117.164 ('000) BRF. Wij hebben eveneens de bijkomende specifieke controles uitgevoerd die door de wet zijn vereist.

Verklaring over de jaarrekening zonder voorbehoud

Onze controles werden verricht overeenkomstig de normen van het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Deze beroepsnormen eisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat, rekening houdend met de Belgische wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften met betrekking tot de jaarrekening.

Overeenkomstig deze normen hebben wij rekening gehouden met de administratieve en boekhoudkundige organisatie van de vennootschap, alsook met de procedures van interne controle. De verantwoordelijken van de vennootschap hebben onze vragen naar opheldering of inlichtingen duidelijk beantwoord. Wij hebben op basis van steekproeven de verantwoordiging onderzocht van de bedragen opgenomen in de jaarrekening. Wij hebben de waarderingsregels, de betekenisvolle boekhoudkundige ramingen die de onderneming maakte en de vaststelling van de jaarrekening in haar geheel beoordeeld.

Wij zijn van mening dat deze werkzaamheden een redelijke basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

Naar ons oordeel, rekening houdend met de toepasselijke wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften, geeft de jaarrekening afgesloten op 31 december 1999 een getrouw beeld van het vermogen, van de financiële toestand en van de resultaten van de vennootschap en wordt een passende verantwoording gegeven in de toelichting.

Bijkomende verklaringen (en inlichtingen)

Wij vullen ons verslag aan met de volgende bijkomende verklaringen (en inlichtingen) die niet van aard zijn om de draagwijdte van onze verklaring over de jaarrekening wijzigen :

- * Het jaarverslag bevat de door de wet vereiste inlichtingen en stemt overeen met de jaarrekening
- * Onverminderd formele aspecten van ondergeschikt belang, wordt de boekhouding gevoerd en de jaarrekening opgesteld overeenkomstig de in België toepasselijke wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften.
- * Wij hebben geen enkele verrichting vastgesteld of beslissing meede te delen die in overtreding met de statuten of de vennootschapswet zou zijn gedaan of opgenomen. De resultaatverwerking die aan de algemene vergadering wordt voorgesteld, stemt overeen met de wettelijke en statutaire bepalingen.

Antwerpen, 13 maart 2000
 Ernst & Young Bedrijfsrevisoren BCV (B 160)
 vertegenwoordigd door
 E. DE IEMBRÉ
 Vennoot



Figuur 11. Controleverslag 2000, Real Software

(zie volgende pagina)

**VERSLAG VAN DE COMMISSARISREVISOR
OVER DE GECONSOLIDEERDE JAARREKENING OVER HET BOEKJAAR AFGESLOTEN OP
31 DECEMBER 2000 GERICHT TOT DE ALGEMENE VERGADERING VAN AANDEELHOUDERS
VAN REAL SOFTWARE NV**

Overeenkomstig de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen, brengen wij u verslag uit over de uitvoering van de controleopdracht die ons werd toevertrouwd.

Wij hebben de controle uitgevoerd van de geconsolideerde jaarrekening, opgesteld onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur van de vennootschap, over het boekjaar 2000, afgesloten op 31 december 2000, met een balansstaat van 10.767.965 BEF (in duizenden) en waarvan de resultatenrekening afsluit met een verlies van het boekjaar van 11.671.858 BEF (in duizenden). Wij hebben eveneens de controle van het geconsolideerde jaarverslag uitgevoerd.

Verklaring over de geconsolideerde jaarrekening met toelichtende paragraaf

Onze controles werden verricht overeenkomstig de normen van het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Deze beroepsnormen eisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de geconsolideerde jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat, rekening houdend met de Belgische wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften.

Overeenkomstig deze normen hebben wij rekening gehouden met de administratieve en boekhoudkundige organisatie van de groep, alsook met de procedures van interne controle. Wij hebben de voor onze controles vereiste ophelderingen en inlichtingen verkregen. Wij hebben op basis van steekproeven de verantwoording onderzocht van de bedragen opgenomen in de geconsolideerde jaarrekening. Wij hebben de waarderingsregels, de consolidatiegrondslagen, de betekenisvolle boekhoudkundige ramingen die de onderneming maakte en de voorstelling van de geconsolideerde jaarrekening in haar geheel beoordeeld. Wij zijn van mening dat deze werkzaamheden een redelijke basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

Niettegenstaande de vennootschap aanzienlijke verliezen heeft geleden die de financiële toestand van de groep aantastten, is de jaarrekening opgesteld in de veronderstelling van verderzetting van de activiteiten van de onderneming. Deze veronderstelling is slechts verantwoord in de mate dat de onderhandelingen tot schulderschikking tussen de banken en de vennootschap positief verlopen en in de mate dat er een herstelplan wordt uitgewerkt dat een positieve invloed zal hebben op de eigenvermogenssituatie van de groep.

Naar ons oordeel geeft de geconsolideerde jaarrekening afgesloten op 31 december 2000, rekening houdend met het hiervoor geformuleerde voorbehoud en toelichting, een getrouw beeld van het vermogen, van de financiële toestand en van de resultaten van het geconsolideerd geheel in overeenstemming met de in België toepasselijke wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften, en wordt een passende verantwoording gegeven in de toelichting.

Bijkomende verklaring (en inlichtingen)

Het geconsolideerde jaarverslag bevat de door de wet vereiste gegevens en stemt overeen met de geconsolideerde jaarrekening.

Antwerpen, 2 april 2001
Ernst & Young Bedrijfsrevisoren BCV (B 160)
vertegenwoordigd door

Erik De Lembre
Vennoot

Case 3 - TomTom: overname van Tele Atlas.

<u>Overname</u> : november 2007
<u>Problemen</u> : 2007 tot en met het heden
<u>Reden van het falen</u> : <ul style="list-style-type: none"> - een te hoge overnameprijs betaald door TomTom; - en externe factoren, namelijk het ongunstige macro-economische klimaat.
<u>Alarmsignalen</u> : Er worden GEEN alarmsignalen aangehaald in de controleverslagen.
<u>Controleverslagen</u> :

Figuur 12. Controleverslag 2007, TomTom**AUDITOR'S REPORT TO THE FINANCIAL STATEMENTS****AUDITOR'S REPORT**

To the Shareholders and Supervisory Board of TomTom NV

Report on the financial statements

We have audited the accompanying financial statements 2007 of TomTom NV, Amsterdam. The financial statements consist of the consolidated financial statements and the company financial statements. The consolidated financial statements comprise the consolidated balance sheet as at December 31, 2007, profit and loss account, statement of changes in equity and cash flow statement for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes. The company financial statements comprise the company balance sheet as at December 31, 2007, the company profit and loss account for the year then ended, and the notes.

Management's responsibility

Management is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements, in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union and with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code, as well as for the preparation of the report of the management board, in accordance with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of the financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on the financial statements based on our audit. We conducted our audit in accordance with Dutch law. This law requires that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the financial statements. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the financial statements in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the financial statements.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion with respect to the consolidated financial statements

In our opinion, the consolidated financial statements give a true and fair view of the financial position of TomTom NV as at December 31, 2007, and of its result and its cash flow for the year then ended in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union and with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code.

Opinion with respect to the company financial statements

In our opinion, the company financial statements give a true and fair view of the financial position of TomTom NV as at December 31, 2007, and of its result for the year then ended in accordance with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code.

Report on other legal and regulatory requirements

Pursuant to the legal requirement under 2:393 sub 5 part e of the Netherlands Civil Code, we report, to the extent of our competence, that the Report of the Management Board is consistent with the financial statements as required by 2:391 sub 4 of the Netherlands Civil Code.

Deloitte Accountants BV
Amsterdam, 21 February 2008
A. Sandler

Figuur 13. Controleverslag 2008, TomTom**AUDITOR'S REPORT TO THE FINANCIAL STATEMENTS****AUDITOR'S REPORT**

To the Shareholders and Supervisory Board of TomTom NV

Report on the Financial Statements

We have audited the accompanying Financial Statements 2008 of TomTom NV, Amsterdam. The Financial Statements consist of the consolidated Financial Statements and the company Financial Statements. The consolidated Financial Statements comprise the consolidated balance sheet as at 31 December 2008, profit and loss account, statement of changes in equity and cash flow statement for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes. The company Financial Statements comprise the company balance sheet as at 31 December 2008, the company profit and loss account for the year then ended and the notes.

Management's responsibility

Management is responsible for the preparation and fair presentation of the Financial Statements, in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union and with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code, as well as for the preparation of the management board report, in accordance with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of the Financial Statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on the Financial Statements based on our audit. We conducted our audit in accordance with Dutch law. This law requires that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the Financial Statements are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Financial Statements. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the Financial Statements, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Financial Statements in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the Financial Statements.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion with respect to the consolidated Financial Statements

In our opinion, the consolidated Financial Statements give a true and fair view of the financial position of TomTom NV as at 31 December 2008, and of its result and its cash flow for the year then ended in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union and with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code.

Opinion with respect to the company Financial Statements

In our opinion, the company Financial Statements give a true and fair view of the financial position of TomTom NV as at 31 December 2008, and of its result for the year then ended in accordance with Part 9 of Book 2 of the Netherlands Civil Code.

Report on other legal and regulatory requirements

Pursuant to the legal requirement under 2:393 sub 5 part f of the Netherlands Civil Code, we report, to the extent of our competence, that the Report of the Management Board is consistent with the Financial Statements as required by 2:391 sub 4 of the Netherlands Civil Code.

Amsterdam 23 February 2009
Deloitte Accountants BV

Signed by
A. Sandler

Case 4 - Swissair: gedeeltelijke overname van Sabena.

<u>Overname (gedeeltelijk):</u> 1995
<u>Problemen:</u> 2000 en 2001
<u>Reden van het falen:</u> <ul style="list-style-type: none">- een falende corporate governance;- externe factoren, namelijk de terugval van de luchtvaartindustrie.
<u>Alarmsignalen:</u> <ul style="list-style-type: none">- geen alarmsignalen bij het controleverslag van Sabena voor het boekjaar 1999;- wel een toelichtende paragraaf in het controleverslag van Sabena en de Sabena Groep voor het boekjaar 2000, verwijzend naar de slechte financiële positie;- en hoogstwaarschijnlijk geen alarmsignalen door de auditoren van Swissair.
<u>Controleverslagen:</u> Figuur 14. Controleverslag 2000, Sabena <i>(zie volgende pagina)</i>

**Verslag van het college van commissarissen over de jaarrekening voorgelegd aan de
Algemene Vergadering van de Naamloze Vennootschap
Sabena**

Boekjaar afgesloten op 31 december 2000

Overeenkomstig de wettelijke en statutaire bepalingen, brengen wij u verslag uit over de uitvoering van de controleopdracht die ons werd toevertrouwd.

Wij hebben de controle uitgevoerd van de jaarrekening over het boekjaar, afgesloten op 31 december 2000, met een balanstotaal van BEF 61.647.187.643 en waarvan de resultatenrekening afsluit met een verlies van het boekjaar van BEF 11.944.607.056. Deze jaarrekening is opgesteld onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur van de vennootschap. Wij hebben eveneens de bijkomende specifieke controles uitgevoerd die door de wet zijn vereist.

Verklaring over de jaarrekening, zonder voorbehoud, met toelichtende paragraaf

Onze controles werden verricht overeenkomstig de normen van het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Deze beroepsnormen eisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat, rekening houdend met de Belgische wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften met betrekking tot de jaarrekening.

Overeenkomstig deze normen hebben wij rekening gehouden met de administratieve en boekhoudkundige organisatie van de vennootschap, alsook met de procedures van interne controle. Wij hebben van de verantwoordelijken van de vennootschap de voor onze controles vereiste ophelderingen en inlichtingen verkregen. Wij hebben op basis van steekproeven de verantwoording onderzocht van de bedragen opgenomen in de jaarrekening. Wij hebben de waarderingsregels, de betekenisvolle boekhoudkundige ramingen die de onderneming maakte en de voorstelling van de jaarrekening in haar geheel beoordeeld. Wij zijn van mening dat deze werkzaamheden een redelijke basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

Naar ons oordeel, rekening houdend met de toepasselijke wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften, geeft de jaarrekening afgesloten op 31 december 2000, een getrouw beeld van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de vennootschap en wordt een passende verantwoording gegeven in de toelichting.

Niettegenstaande de vennootschap aanzienlijke verliezen heeft geleden die de financiële toestand van de vennootschap aantasten, is de jaarrekening opgesteld in de veronderstelling van verderzetting van de activiteiten van de onderneming. Deze veronderstelling is slechts verantwoord in de mate dat de vennootschap verder op de financiële steun van haar aandeelhouders kan rekenen of beroep kan doen op andere financiële bronnen en is eveneens onder de voorwaarde dat het herstructureringsplan "Blue Sky" volledig en zonder vertraging gerealiseerd wordt. Zonder de hierboven vermelde verklaring zonder voorbehoud in het gedrang te brengen, vestigen wij de aandacht op het jaarverslag, waarin de Raad van Bestuur, overeenkomstig de Belgische wettelijke verplichtingen, de toepassing van de waarderingsregels in de veronderstelling van continuïteit verantwoordt. Er werden geen aanpassingen gedaan met betrekking op de waardering of de classificatie van bepaalde balansposten die noodzakelijk zouden kunnen blijken indien de vennootschap niet meer in staat zou zijn haar activiteiten verder te zetten.

Bijkomende verklaringen

Overeenkomstig de controlenormen verstrekken wij volgende bijkomende verklaringen. Deze zijn niet van aard om de draagwijdte van onze verklaring over de jaarrekening te wijzigen.

- Het jaarverslag bevat de door de wet vereiste inlichtingen en is in overeenstemming met de jaarrekening.
- De resultaatbestemming die u wordt voorgesteld is in overeenstemming met de statuten en de vennootschapswet.
- Wij hebben geen kennis van verrichtingen of beslissingen die een inbreuk vormen op de statuten of op de vennootschapswet.
- Onverminderd formele aspecten van ondergeschikt belang, wordt de boekhouding gevoerd en werd de jaarrekening opgesteld overeenkomstig de wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften die daarop van toepassing zijn in België.
- Artikel 633 van het vennootschapsrecht is van toepassing. De Raad van Bestuur voldoet aan de gestelde formaliteiten.

Brussel, 28 maart 2001

Klynveld Peat Marwick Goerdeler
Bedrijfsrevisoren
vertegenwoordigd door P.P. Berger

Het college van Commissarissen

M. Delbrouck
Bedrijfsrevisor

Figuur 15. Controleverslag 2000, Sabena Groep (geconsolideerd)**Verslag van het college van Commissarissen over de geconsolideerde jaarrekening van de Sabena groep voorgelegd aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders****Boekjaar afgesloten op 31 december 2000**

Overeenkomstig de wettelijke en statutaire bepalingen, brengen wij u verslag uit over de uitvoering van de controleopdracht die ons werd toevertrouwd.

Wij hebben de controle uitgevoerd van de geconsolideerde jaarrekening over het boekjaar, afgesloten op 31 december 2000, met een balans totaal van BEF 95.138.392.990 en waarvan de resultatenrekening afsluit met een verlies van het boekjaar van BEF 13.031.295.064. Deze geconsolideerde jaarrekening is opgesteld volgens de "International Accounting Standards" zoals uitgevaardigd door het "International Accounting Standards Committee", onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur van de vennootschap. Wij hebben eveneens de bijkomende specifieke controles uitgevoerd die door de wet zijn vereist.

Verklaring over de geconsolideerde jaarrekening, met toelichtende paragraaf

Onze controles werden verricht overeenkomstig de "International Standards on auditing" zoals uitgevaardigd door "The International Federation of Accountants". Deze beroepsnormen eisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de geconsolideerde jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat, rekening houdend met de "International Accounting Standards" zoals uitgevaardigd door het "International Standards Committee" in verband met de geconsolideerde jaarrekeningen

Overeenkomstig deze normen hebben wij rekening gehouden met de administratieve en boekhoudkundige organisatie van de vennootschap, alsook met de procedures van interne controle. Wij hebben van de verantwoordelijken van de vennootschap de voor onze controles vereiste ophelderingen en inlichtingen verkregen. Wij hebben op basis van steekproeven de verantwoording onderzocht van de bedragen opgenomen in de geconsolideerde jaarrekening. Wij hebben de waarderingsregels, de betekenisvolle boekhoudkundige ramingen die de onderneming maakte en de voorstelling van de geconsolideerde jaarrekening in haar geheel beoordeeld. Wij zijn van mening dat deze werkzaamheden een redelijke basis vormen voor het uithrengen van ons oordeel.

Naar ons oordeel, geeft de geconsolideerde jaarrekening van de Sabena groep afgesloten op 31 december 2000, een getrouw beeld van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de groep, in overeenstemming met de "International Accounting Standards" zoals uitgevaardigd door het "International Accounting standards Committee".

Niettegenstaande de groep aanzienlijke verliezen heeft geleden die de financiële toestand van de groep aantasten, is de jaarrekening opgesteld in de veronderstelling van verderzetting van de activiteiten van de groep. Deze veronderstelling is slechts verantwoord in de mate dat de groep verder op de financiële steun van haar aandeelhouders kan rekenen of beroep kan doen op andere financiële bronnen en is eveneens onder de voorwaarde dat het herstructureringsplan "Blue Sky" volledig en zonder vertraging gerealiseerd wordt. Zonder de hierboven vermelde verklaring zonder voorbehoud in het gedrang te brengen, vestigen wij de aandacht op het jaarverslag, waarin de Raad van Bestuur, overeenkomstig de Belgische wettelijke verplichtingen, de toepassing van de waarderingsregels in de veronderstelling van continuïteit verantwoordt. Er werden geen aanpassingen gedaan met betrekking op de waardering of de classificatie van bepaalde balansposten die noodzakelijk zouden kunnen blijken indien de groep niet meer in staat zou zijn haar activiteiten verder te zetten.

Bijkomende verklaringen

Overeenkomstig de controlenormen verstrekken wij volgende bijkomende verklaringen. Deze zijn niet van aard om de draagwijdte van onze verklaring over de jaarrekening te wijzigen.

- Op basis van een speciale vrijstelling bekomen van het Ministerie van Economische Zaken, werd de geconsolideerde jaarrekening, afgesloten per 31 december 2000, opgemaakt volgens de "International Accounting Standards" zoals uitgevaardigd door het "International Accounting Standards Committee". De bepalingen van de Zevende Richtlijn werden correct toegepast.
- Het jaarverslag bevat de door de wet vereiste inlichtingen en is in overeenstemming met de geconsolideerde jaarrekening.

Brussel, 28 maart 2001

Klynveld Peat Marwick Goerdeler
Bedrijfsrevisoren
vertegenwoordigd door P.P. Berger

Het college van Commissarissen

M. Delbrouck
Bedrijfsrevisor

Case 5 - M&A tussen Alcatel en Lucent.

<u>Overname:</u> 2006
<u>Problemen:</u> 2007, 2008 en 2009
<u>Reden van het falen:</u> <ul style="list-style-type: none"> - een cultural clash; - een moeilijke integratie; - en de druk van de concurrentie.
<u>Alarmsignalen:</u> Er worden GEEN alarmsignalen aangehaald in de controleverslagen.
<u>Controleverslagen:</u> <p>Figuur 16. Controleverslag 2006, Alcatel-Lucent</p> <p>Alcatel-Lucent and Subsidiaries Report of Independent Registered Public Accounting Firms</p> <p>To the Shareholders and the Board of Directors of Alcatel-Lucent:</p> <p>We have audited the accompanying consolidated balance sheet of Alcatel-Lucent and subsidiaries (the "Group") as of December 31, 2006, and the related consolidated statements of income, changes in shareholders' equity, and cash flows for the year ended December 31, 2006 (all expressed in millions of euros). These consolidated financial statements are the responsibility of Alcatel-Lucent's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.</p> <p>We conducted our audit in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States). Those standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the consolidated financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements, assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.</p> <p>In our opinion, such consolidated financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of Alcatel-Lucent and subsidiaries at December 31, 2006, and the consolidated results of their operations and their cash flows for the year ended December 31, 2006, in conformity with International Financial Reporting Standards ("IFRS") as adopted by the European Union.</p> <p>IFRS as adopted by the European Union vary in certain significant respects from accounting principles generally accepted in the United States of America. The application of the latter would have affected the determination of net loss for the year ended December 31, 2006 and the determination of equity and financial position at December 31, 2006, to the extent summarized in Notes 38 to 41.</p> <p>We have also audited, in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States), the effectiveness of the Group's internal control over financial reporting as of December 31, 2006, based on the criteria established in <i>Internal Control – Integrated Framework</i> issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission and our report dated April 6, 2007 expressed an unqualified opinion thereon.</p> <p style="text-align: center;">/s/ Deloitte & Associés</p> <p style="text-align: center;">/s/ Ernst & Young et Autres Represented by Jean-Yves Jegourel</p> <p style="text-align: center;">Neuilly-sur-Seine, France April 6, 2007</p> <hr/> <p>Figuur 17. Controleverslag 2007, Alcatel-Lucent</p> <p><i>(zie volgende pagina)</i></p>

2007-2006 REPORT OF INDEPENDENT REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS

To the Shareholders and the Board of Directors of Alcatel-Lucent:

We have audited the accompanying consolidated balance sheets of Alcatel-Lucent and subsidiaries (the "Group") as of December 31, 2007 and 2006, and the related consolidated statements of income, recognized income and expense, changes in shareholders' equity, and cash flows for each of the two years in the period ended December 31, 2007 (all expressed in millions of euros). These consolidated financial statements are the responsibility of the Group's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audits.

We conducted our audits in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States). Those standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the consolidated financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements, assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation. We believe that our audits provide a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, such consolidated financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of Alcatel-Lucent and subsidiaries at December 31, 2007 and 2006, and the consolidated results of their operations and their cash flows for each of the two years in the period ended December 31, 2007, in conformity with International Financial Reporting Standards as issued by the International Accounting Standards Board.

As discussed in note 4 to the consolidated financial statements, the Group has changed its accounting method of actuarial gains and losses resulting from defined benefit post employment pension plans to adopt the option offered by the amendment to International Accounting Standard No. 19 "Employee Benefits – Actuarial gains and losses, group plans and disclosures" with retrospective effect as of January 1, 2005.

We have also audited, in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States), Alcatel-Lucent's internal control over financial reporting as of December 31, 2007, based on the criteria established in *Internal Control – Integrated Framework* issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission and our report dated March 31, 2008 expressed an unqualified opinion thereon.

/s/ Deloitte & Associés

/s/ Ernst & Young et Autres

Jean-Yves Jégourel

Neuilly-sur-Seine, France

March 31, 2008

Figur 18. Controleverslag 2008, Alcatel-Lucent

REPORT OF INDEPENDENT REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS

To the Shareholders and the Board of Directors of Alcatel-Lucent

We have audited the accompanying consolidated balance sheets of Alcatel-Lucent and subsidiaries (the "Group") as of December 31, 2008, 2007 and 2006, and the related consolidated statements of income, recognized income and expense, changes in shareholders' equity, and cash flows for each of the three years in the period ended December 31, 2008. These consolidated financial statements are the responsibility of the Group's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audits.

We conducted our audits in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States). Those standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements, assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statements presentation. We believe that our audits provide a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the consolidated financial statements referred to above present fairly, in all material respects, the consolidated financial position of Alcatel-Lucent and subsidiaries as of December 31, 2008, 2007 and 2006, and the consolidated results of their operations and their cash flows for each of the three years in the period ended December 31, 2008, in conformity with International Financial Reporting Standards as issued by the International Accounting Standards Board.

As discussed in Note 1 to the consolidated financial statements, the Group has elected to early apply International Financial Reporting Standard ("IFRS") No.8, *Operating Segments* as of January 1, 2008, with retrospective effect to January 1, 2006.

As discussed in Note 4 to the consolidated financial statements, the Group has changed its method of accounting for the measurement of defined benefit asset in accordance with International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) Interpretation No. 14, *Interpretation of IAS 19 – The Limit on Defined Benefit Asset, Minimum Funding Requirements and their Interaction*, as of January 1, 2008 with retrospective effect to January 1, 2006.

We have also audited, in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States), Alcatel-Lucent's internal control over financial reporting as of December 31, 2008, based on the criteria established in *Internal Control – Integrated Framework* issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission and our report dated March 23, 2009 expressed an unqualified opinion thereon.

/s/ ERNST & YOUNG et Autres
Represented by Jean-Yves Jégourel

/s/ DELOITTE & ASSOCIÉS

Neuilly-sur-Seine, France, March 23, 2009.

Figuur 19. Controleverslag 2009, Alcatel-Lucent

CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS AT DECEMBER 31, 2009
REPORT OF INDEPENDENT REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS

REPORT OF INDEPENDENT REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS

To the Shareholders and the Board of Directors:

We have audited the accompanying consolidated statements of financial position of Alcatel-Lucent and subsidiaries, (the "Group") as of December 31, 2009, 2008 and 2007, and the related consolidated statements of income, comprehensive income, changes in equity, and cash flows for each of the three years in the period ended December 31, 2009. These financial statements are the responsibility of the Group's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audits.

We conducted our audits in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States). Those standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation. We believe that our audits provide a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the consolidated financial statements referred to above present fairly, in all material respects, the consolidated financial position of the Group as of December 31, 2009, 2008 and 2007, and the consolidated results of their operations and their cash flows for each of the three years in the period ended December 31, 2009, in conformity with International Financial Reporting Standards ("IFRS") as issued by the International Accounting Standards Board.

We have also audited, in accordance with the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States), the Group's internal control over financial reporting as of December 31, 2009, based on the criteria established in *Internal Control – Integrated Framework* by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission and our report dated March 22, 2010 expressed an unqualified opinion thereon.

s/ ERNST & YOUNG et Autres
Represented by Jean-Yves Jégourel

s/ DELOITTE & ASSOCIES

Neuilly-sur-Seine, March 22, 2010

Case 6 - Hypo Real Estate Groep: overname van Depfa Bank.

<u>Overname:</u> oktober 2007
<u>Problemen:</u> 2007, 2008 en 2009
<u>Reden van het falen:</u> <ul style="list-style-type: none"> - externe factoren, namelijk het ongunstige macro-economische klimaat; - en het onderschatten van de due diligence waardoor er later <i>lijken uit de kast vielen</i>.
<u>Alarmsignalen:</u> <ul style="list-style-type: none"> - geen alarmsignalen in het controleverslag 2007; - wel een toelichtende paragraaf in 2008 in verband met de HRE Groep als <i>going concern</i>; - en eveneens een toelichtende paragraaf in 2009 in verband met de <i>going concern</i> assumptie.
<u>Controleverslagen:</u>

Figuur 20. Controleverslag 2007, Hypo Real Estate Groep

We have audited the consolidated financial statements prepared by the Hypo Real Estate Holding AG, Munich, comprising the balance sheet, the income statement, statement of changes in equity, cash flow statement and the notes to the consolidated financial statements, together with the group management report for the business year from 1 January 2007 to 31 December 2007. The preparation of the consolidated financial statements and the group management report in accordance with IFRSs, as adopted by the EU, and the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315 a Abs. 1 HGB [Handelsgesetzbuch "German Commercial Code"] are the responsibility of the company's Management Board. Our responsibility is to express an opinion on the consolidated financial statements and on the group management report based on our audit.

We conducted our audit of the consolidated financial statements in accordance with § [Article] 317 HGB [Handelsgesetzbuch "German Commercial Code"] and German generally accepted standards for the audit of financial statements promulgated by the Institut der Wirtschaftsprüfer [Institute of Public Auditors in Germany] (IDW). Those standards require that we plan and perform the audit such that misstatements materially affecting the presentation of the net assets, financial position and results of operations in the consolidated financial statements in accordance with the applicable financial reporting framework and in the group management report are detected with reasonable assurance. Knowledge of the business activities and the economic and legal environment of the Group and expectations as to possible misstatements are taken into account in the determination of audit procedures. The effectiveness of the accounting-related internal control system and the evidence supporting the disclosures in the consolidated financial statements

and the group management report are examined primarily on a test basis within the framework of the audit. The audit includes assessing the annual financial statements of those entities included in consolidation, the determination of entities to be included in consolidation, the accounting and consolidation principles used and significant estimates made by the Management Board, as well as evaluating the overall presentation of the consolidated financial statements and group management report. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

Our audit has not led to any reservations.

In our opinion, based on the findings of our audit, the consolidated financial statements comply with IFRSs, as adopted by the EU, the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315 a Abs. 1 HGB and give a true and fair view of the net assets, financial position and results of operations of the Hypo Real Estate Group in accordance with these requirements. The group management report is consistent with the consolidated financial statements and as a whole provides a suitable view of the Group's position and suitably presents the opportunities and risks of future development.

Munich, 25 March 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Bors
Wirtschaftsprüfer

Techet
Wirtschaftsprüfer

Figuur 21. Controleverslag 2008, Hypo Real Estate Groep

(zie volgende pagina)

We have audited the consolidated financial statements prepared by Hypo Real Estate Holding AG, Munich, comprising the balance sheet, the income statement, statement of changes in equity, cash flow statement and the notes to the consolidated financial statements, together with the Group Management Report for the business year from 1 January to 31 December 2008. The preparation of the consolidated financial statements and the Group Management Report in accordance with IFRS, as adopted by the EU, and the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315a (1) HGB (Handelsgesetzbuch "German Commercial Code") are the responsibility of the Company's management. Our responsibility is to express an opinion on the consolidated financial statements and on the Group Management Report based on our audit.

We conducted our audit of the consolidated financial statements in accordance with § 317 HGB (Handelsgesetzbuch "German Commercial Code") and German generally accepted standards for the audit of financial statements promulgated by the Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW, Institute of Public Auditors in Germany). Those standards require that we plan and perform the audit such that misstatements materially affecting the presentation of the net assets, financial position and results of operations in the consolidated financial statements in accordance with the applicable financial reporting framework and in the Group Management Report are detected with reasonable assurance. Knowledge of the business activities and the economic and legal environment of the Group and expectations as to possible misstatements are taken into account in the determination of audit procedures. The effectiveness of the accounting-related internal control system and the evidence supporting the disclosures in the consolidated financial statements and the Group Management Report are examined primarily on a test basis within the framework of the audit. The audit includes assessing the annual financial statements of those entities included in consolidation, the determination of entities to be included in consolidation, the accounting and consolidation principles used and significant estimates made by the Management Board, as well as evaluating the overall presentation of the consolidated financial statements and Group Management Report. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

Our audit has not led to any reservations.

In our opinion, based on the findings of our audit, the consolidated financial statements comply with IFRS, as adopted by the EU, the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315a (1) HGB and give a true and fair view of the net assets, financial position and results of operations of the Hypo Real Estate Group in

accordance with these requirements. The Group Management Report is consistent with the consolidated financial statements and as a whole provides a suitable view of the Group's position and suitably presents the opportunities and risks of future development.

Without qualifying our opinion we refer to the passages in the Group Management Report concerning "Risk threatening the existence" ("Bestandsgefährdende Risiken") as well as in the notes under number two. There it is mentioned that the continuance of Hypo Real Estate Holding AG as a going concern is dependent on the assumption that sufficient equity will be provided to Hypo Real Estate Holding AG and their significant subsidiaries to fulfil regulatory capital requirements as well as to avoid a situation of sustained over-indebtedness. External liquidity support is necessary to avert insolvency due to illiquidity of the significant subsidiaries or Hypo Real Estate Holding AG itself. Such liquidity support must be available until Hypo Real Estate Holding AG and its significant subsidiaries are capable of raising sufficient liquidity via the money and capital market by themselves and the described restructuring plans are implemented as scheduled.

In order to ensure the continuance of Hypo Real Estate Holding AG and its significant subsidiaries as a going concern it is thus necessary that

- the German Finanzmarktstabilisierungsfonds provides sufficient support in the form of equity,
- the German Finanzmarktstabilisierungsfonds and the Deutsche Bundesbank maintain their liquidity support and, if necessary, provide further liquidity assistance,
- refinancing with sustainable conditions via the money and capital markets occurs,
- the restructuring plans will be implemented as scheduled
- the responsible authorities do not take regulatory actions, and
- no legal caveats (especially EU legal action) will be successfully enforced.

Munich, 9 April 2009

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
(formerly KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)

Dieter
Wirtschaftsprüfer

Wlodek
Wirtschaftsprüfer

Figur 22. Controleverslag 2009, Hypo Real Estate Groep

We have audited the consolidated financial statements prepared by Hypo Real Estate Holding AG, Munich – the balance sheet, the income statement, the statement of comprehensive income, statement of changes in equity, cash flow statement and notes to the consolidated financial statements – together with the group management report for the business year from 1 January to 31 December 2009. The preparation of the consolidated financial statements and the group management report in accordance with IFRSs, as adopted by the EU, and the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315a Abs. 1 HGB [Handelsgesetzbuch "German Commercial Code"] are the responsibility of the parent company's management. Our responsibility is to express an opinion on the consolidated financial statements and on the group management report based on our audit.

We conducted our audit of the consolidated financial statements in accordance with § 317 HGB [Handelsgesetzbuch „German Commercial Code“] and German generally accepted standards for the audit of financial statements promulgated by the Institut der Wirtschaftsprüfer [Institute of Public Auditors in Germany] (IDW). Those standards require that we plan and perform the audit such that misstatements materially affecting the presentation of the net assets, financial position and results of operations in the consolidated financial statements in accordance with the applicable financial reporting framework and in the group management report are detected with reasonable assurance. Knowledge of the business activities and the economic and legal environment of the Group and expectations as to possible misstatements are taken into account in the determination of audit procedures. The effectiveness of the accounting-related internal control system and the evidence supporting the disclosures in the consolidated financial statements and the group management report are examined primarily on a test basis within the framework of the audit. The audit includes assessing the annual financial statements of those entities included in consolidation, the determination of entities to be included in consolidation, the accounting and consolidation principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the consolidated financial statements and group management report. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

Our audit has not led to any reservations.

In our opinion, based on the findings of our audit, the consolidated financial statements comply with IFRSs, as adopted by the EU, the additional requirements of German commercial law pursuant to § 315a Abs. 1 HGB and give a true and fair view of the net assets, financial position and results of operations of the Hypo Real Estate Group in accordance with these requirements. The group manage-

ment report is consistent with the consolidated financial statements and as a whole provides a suitable view of the Group's position and suitably presents the opportunities and risks of future development.

Without qualifying our opinion we refer to the passages in the group management report concerning "Risks threatening the existence" ["Bestandsgefährdende Risiken"] as well as in the condensed notes under number one. There it is mentioned that the future existence of the Hypo Real Estate Holding AG as a going concern is dependent on the assumption that sufficient equity will be provided to the Hypo Real Estate Holding AG and its significant subsidiaries to fulfil regulatory capital requirements as well as to avoid a situation of sustained over-indebtedness. External liquidity support is necessary to avert insolvency due to illiquidity of the significant subsidiaries of the Hypo Real Estate Holding AG or the Hypo Real Estate Holding AG itself. These liquidity supports must be available until the Hypo Real Estate Holding AG and its significant subsidiaries are capable to raise sufficient liquidity on the money and capital market by themselves, and until the agreed restructuring arrangements are implemented and the equity capital increase is performed as scheduled.

To ensure the future existence of the Hypo Real Estate Holding AG and its significant subsidiaries as a going concern it is thus particularly necessary that

- the German Finanzmarktstabilisierungsfonds provides sufficient support in form of equity capital,
- the German Finanzmarktstabilisierungsfonds and the Deutsche Bundesbank maintain their liquidity support and, if necessary, provide further liquidity assistance,
- refinancing with sustainable conditions on the money and capital market occurs,
- the restructuring arrangements will be implemented as scheduled
- the appropriate authorities do not take regulatory actions, and
- no legal reservations (especially EU legal actions) will be successfully enforced.

Munich, 12 March 2010

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dielauner	Wöchens
Wirtschaftsprüfer	Wirtschaftsprüfer
[German Public Auditor]	[German Public Auditor]

4.2.8 Besluit in verband met de praktijkcases

Zoals aangehaald in deel 3 van de eindverhandeling is de auditor gebonden aan strikte regels in verband met het controleverslag. In een dergelijk controleverslag bestaat er geen mogelijkheid om zich uit te spreken over opportuniteitsbeslissingen die de onderneming van plan is uit te voeren of al uitvoerde. Bijgevolg kan men verwachten dat in de controleverslagen geen meldingen staan die erop wijzen dat een auditor de M&A al dan niet een goede strategische zet vindt. Eveneens kan een auditor geen redenen aangeven in het controleverslag die wijzen op een moeizame integratie of andere problemen die gepaard gaan met de M&A. Enkel wanneer de problemen zich vertalen in slechte financiële cijfers, dan kan er een mogelijkheid ontstaan om er als bedrijfsrevisor de aandacht op te vestigen.

In de zes praktijkcases werden inderdaad nooit problemen in verband met *de M&A op zich* aangehaald door de bedrijfsrevisor. De enige alarmsignalen die gevonden werden, waren waarschuwingen in verband met de continuïteit van de overnemer. De overgenomen partij behoort na de M&A uiteraard tot het geconsolideerde geheel, vandaar dat de enkelvoudige jaarrekening van de overgenomen partij minder relevant was. De situatie van de overnemer is enkel nog relevant na de M&A. Vandaar dat de waarschuwingen van de auditor in verband met de continuïteitsproblemen enkel refereren naar de financiële moeilijkheden bij de overnemer (waar de overgenomen partij ondertussen ook toe behoort).

De zes cases behandelden allen vaakvoorkomende redenen die een M&A kunnen doen falen. In geen enkel geval werden die redenen vermeld in het controleverslag. In drie gevallen⁹⁴ zorgden de M&A problemen voor een slechte invloed op de financiële cijfers waardoor de overnemer in financiële moeilijkheden verkeerde. Deze financiële problemen werden telkens toegelicht in het verslag van de Raad van Bestuur en in de toelichting van de jaarrekening waardoor de bedrijfsrevisor ernaar kon verwijzen. Bijgevolg konden er in drie cases een toelichtende paragraaf, eventueel in meerdere probleemjaren, gevonden die kunnen dienen als een alarmsignaal in verband met de ondernomen M&A.

⁹⁴ De drie cases betreffen: Case 2 (Real Software – Tava Technologies), Case 4 (Sabena – Swissair) en Case 6 (Hypo Real Estate – Depfa Bank).

Lijst van de geraadpleegde bronnen

Algemeen Nederlands Persbureau (2006). *Accountant KPMG voor de rechter wegens Sabena*. Artikel online geraadpleegd 17 oktober 2009 op: www.curatoren.nl.

Amit, R. R. A.; Livnat, J. J. L. (1988). A concept of conglomerate diversification. *Journal of Management*, Vol. 14 (4), pp 593-604, 12p.

Annual Report ABN Amro 2008. *About ABN Amro: Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://www.abnamro.com>.

Annual Report Alcatel-Lucent 2006. *Alcatel-Lucent, About us, Investors and shareholders: Annual Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 10 april 2010 op: www.alcatel-lucent.com.

Annual Report Alcatel-Lucent 2007. *Alcatel-Lucent, About us, Investors and shareholders: Annual Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 10 april 2010 op: www.alcatel-lucent.com.

Annual Report Alcatel-Lucent 2008. *Alcatel-Lucent, About us, Investors and shareholders: Annual Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 10 april 2010 op: www.alcatel-lucent.com.

Annual Report Alcatel-Lucent 2009. *Alcatel-Lucent, About us, Investors and shareholders: Annual Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 10 april 2010 op: www.alcatel-lucent.com.

Annual Report Banco Santander 2007. *Economic and financial information*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://www.santander.com>.

Annual Report Fortis 2007. *Investor relations: jaarverslagen*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://www.holding.fortis.com>.

Annual Report Hypo Real Estate 2007. *Investor relations: Financial Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 11 april 2010 op: <http://www.hyporealestate.com/>.

Annual Report Hypo Real Estate 2008. *Investor relations: Financial Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 11 april 2010 op: <http://www.hyporealestate.com/>.

Annual Report Hypo Real Estate 2009. *Investor relations: Financial Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 11 april 2010 op: <http://www.hyporealestate.com/>.

Annual Report Lucent Technologies 2006. *Alcatel-Lucent, About us, Investors and shareholders: Annual Reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 10 april 2010 op: www.alcatel-lucent.com.

Annual Report Real Software 2000. *Financiële informatie: jaarverslagen*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://www.realdolmen.com>.

Annual Report RBS 2007. *Investors, Financial Results and events, annual reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://www.investors.rbs.com/>.

Annual Report Sabena 2000. *Enkelvoudige jaarrekening*. Opgevraagd bij de Nationale Bank van België.

Annual Report Sabena 2000b. *Geconsolideerde jaarrekening*. Opgevraagd bij de Nationale Bank van België.

Annual Report TomTom 2007. *Investor relations: reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://investors.tomtom.com/reports.cfm?year=2007>.

Annual Report TomTom 2008. *Investor relations: reports*. Jaarrekening online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: <http://investors.tomtom.com/reports.cfm?year=2008>.

Backhuijs, J. B.; Bosman, R. G.; Knoops, C. D. (2003). Het jaar 2002 verslagen: *onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen*. Kluwer. Nivra geschriften, vol. 73, 185p., p. 96-97.

BDO Atrio Bedrijfsrevisoren (2008). Gastcollege: *De rol van de bedrijfsrevisor*. Cursus Boekhouden en Jaarrekeningrecht. Universiteit Hasselt. Academiejaar 2008-2009.

Bhuyan, S. (2002). Impact of vertical mergers on industry profitability: An empirical evaluation. *Review of Industrial Organisation*, Vol. 20 (1), pp 61-79, 16p.

Brouwer, M. (2008). Horizontal mergers and efficiencies: theory and anti trust practice. *European Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (1), pp 11-26, 16p.

Buono, A.; Bowditch, J.; Lewis, J. (1985). When cultures collide: the anatomy of a merger. *Human Relations*, Vol. 37 (5), pp 477-500.

Byttebier, K. (1993). *Handboek het vijandige overnamebod*. Antwerpen: Uitgeverij Maklu. 876p.

Card, J. (2007). Growth by Acquisition. *Growing Business Online*, published online on <http://www.growingbusiness.co.uk/growth-by-acquisition.html>, 2p.

Cartwright, S.; Cooper, C. L. (1996). *Handboek: Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Integrating people and cultures*. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2nd Edition, 250p.

Cimilluca, D. (2007). Is Alcatel-Lucent a Deal From Hell? The Wall Street Journal, Deal Journal, 13 september 2007. Artikel online geraadpleegd op 10 april 2010, van de volgende website: <http://blogs.wsj.com/deals/2007/09/13/is-alcatel-lucent-a-deal-from-hell/tab/article/>.

Conway, A. C. Jr.; Rouse R. W. (2002). Protecting yourself: Due Diligence in Mergers and Acquisitions. Journal of Corporate Accounting & Finance, Vol. 13 (2), pp 17-22, 6p.

Corman, L. (1998). Left at the altar. *Why some mergers just don't make it*. CFO Magazine, 1 juni 1998. Artikel online geraadpleegd op 6 november 2009, van de volgende website: http://www.cfo.com/article.cfm/2987438/c_3046554?f=singlepage.

Coyle, B. (2000). Handboek Corporate Finance - Mergers and Acquisitions. Chicago: Glenlake Publishing Company / Fitzroy Dearborn Publishers. 124p.

Cozijnsen, B.; Dolmans, W. (2008). Handboek Organisatiecultuur: een instrument voor de OR? Alphen aan den Rijn: Uitgeverij Kluwer. 94p.

Davison, L. M. (2004). EU merger control and the compatibility test: a review of recent developments. Liverpool Law Review, Vol. 25 (3), pp 195-220, 26p.

Davy, J. A.; Kinicke, A.; Kilroy, J; Scheck, C. (1988). After the merger: Dealing with people's uncertainty. *Training and Development Journal*, November 1988, pp 57-61.

De accountant (2006). Fusies leveren weinig op. De accountant, 1 maart 2006, Vol. 112, p. 8. Artikel online geraadpleegd op 26 november 2009, van de volgende website: www.accountant.nl.

De Analist (2008). *Hypo Real Estate (update)*. Artikel van 6 oktober 2008, online geraadpleegd op 10 april 2010, van de volgende website: [http://www.analist.be/berichten/2008/10/06/2236/Hypo+Real+Estate+\(update\)](http://www.analist.be/berichten/2008/10/06/2236/Hypo+Real+Estate+(update)).

De Analist (2009). Nationalisatie Hypo Real Estate nabij. Artikel van 7 april 2009, online geraadpleegd op 10 april 2010, van de volgende website: <http://www.analist.be/berichten/2009/04/07/3263/Nationalisatie+Hypo+Real+Estate+nabij>.

De Standaard Online (2010). *RESULTATEN: Kellogg, Deutsche Bank, Banco Santander, Unilever en Sony*. Artikel van 4 februari 2010, online geraadpleegd op 7 april 2010, van de volgende website: http://www.standaard.be/artikel/detail.aspx?artikelid=DMF20100204_011.

De Telegraaf (2010). *Resultaten 2009 stemmen TomTom tevreden*. Artikel van 26 januari 2010.

Demeester, S.; Verrycken, R. (2008). *Bankenconsortium redt Hypo Real Estate*. Artikel van 29 september 2008, opgevraagd op 10 april 2010, van volgende website: http://www.tijd.be/nieuws/ondernemingen/financien/Bankenconsortium_redt_Hypo_Real_Estate.8082740-433.art.

Deneckere, R.; Davidson, C. (1985). Incentives to form coalitions with Bertrand Competition. *RAND Journal of Economics, The RAND corporation*, Vol. 16 (4), pp 473-486.

DePamphilis, D. M. (2007). *Handboek Mergers, acquisitions and other restructuring activities*. California: Uitgeverij Elsevier, Inc. 4de Editie, 740p.

Dion, C.; Lafforet, C.; Lahiri, G.; Allday, D.; Derain D. (2007). *Dangerous Liaisons: Mergers and acquisitions, the integration game*. Hay Group Research, published online on www.haygroup.com.

Dijkman, A. (2008). Fortis: ABN Amro terecht overgenomen. 18 augustus 2008, Elsevier Nederland. Artikel online geraadpleegd op 16 oktober 2009 op: www.elsevier.nl.

Dounis, N. P. (2008). The Auditor's role in mergers and acquisitions. *Internal Auditor*, June 2008, Vol. 65 (3), pp 61-63.

Epstein, M. J. (2004). The Drivers of Success in Post-Merger Integration. *Organizational Dynamics*, Vol. 33 (2), pp 174-189.

Epstein, M. J. (2005). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, Vol. 48, pp 37-46.

Europa-nu (2009). *Wie zijn de economische grootmachten in de wereld?* Geraadpleegd op 23 september 2009 op: <http://www.europa-nu.nl>.

Europese Commissie (2009). Competition Policy. *Delivering for consumers*. Tekst online geraadpleegd op 24 november 2009, van de volgende website: http://ec.europa.eu/competition/consumers/what_en.html.

Fan, J. P. H.; Goyal, V. K. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *The Journal of Business*, Vol. 79 (2), pp 877-902, 26p.

Ferguson, S. (2003). *Handboek Financial analysis of M&A integration*. New York: Uitgeverij The McGraw-Hill Companies, Inc. 358p., p. 10.

Fortis Holding (2008). Fortis en ABN Amro. Artikel online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: http://www.holding.fortis.com/nl/algemeen/fortis_en_abv_amro.asp.

Gabrielsen, T. S. (2003). Conglomerate Mergers: Verticale Mergers in Disguise? *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 10 (1), pp 1-16, 16p.

Gangolly, J. S.; Hussein, M. E.; Seow, G. S.; Tam, K. (2002). Harmonization of the auditor's report. *The International Journal of Accounting*, Vol. 37 (3), pp 327-346.

Gaughan, P. A. (2005 a). Failed merger: Failed Corporate Governance? *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 16 (2), pp. 3-7, 5p.

Gaughan, P. A. (2005 b). *Handboek Mergers: what can go wrong and how to prevent it*. New Jersey: Uitgeverij Wiley Publishers, Inc. 356p.

Geconsolideerde jaarrekening Real Software (2000). Opgevraagd op 8 april 2010, van de volgende website: [http://bib.kuleuven.be/ebib/data/jaarverslagen/RealSoftware_2000\(1\)nl.pdf](http://bib.kuleuven.be/ebib/data/jaarverslagen/RealSoftware_2000(1)nl.pdf).

Groenboek (1996). De rol, de positie en de aansprakelijkheid van de met de wettelijke controle belaste accountant in de Europese Unie. Opgevraagd op 30 september 2009, van de volgende website: http://europa.eu/documentation/official-docs/green-papers/index_nl.htm#1996.

Group A2-6 (2002). EVA™ at Swissair. *Management Accounting and Control*, INSEAD September 2002, 15p.

Haelterman, A. (2009). *Cursus Venootschapsbelasting*. Katholieke Universiteit Leuven. 15 oktober 2009. Academiejaar 2009-2010.

Haleblian, J.; Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioural perspective. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44 (1), pp 29-56.

Hankel, A. (2009). *Duitsland brengt bod uit op Hypo Real Estate*. Artikel van 9 april 2009, geraadpleegd op 10 april 2010, van de volgende website: <http://www.elsevier.nl/web/10230065/Dossiers/De-economische-crisis/Crisis-in-Europa/Duitsland-brengt-bod-uit-op-Hypo-Real-Estate.htm>.

Hunt, P. A. (2004). *Handboek Structuring mergers & acquisitions: a guide to creating shareholder value*. Uitgeverij Aspen Publishers, Inc. Second Edition, 744p., p. 6.

IFAC (2009). IAASB Clarity Center. Geraadpleegd op 30 september 2009, van de volgende website: <http://web.ifac.org/clarity-center/index>.

Institute of Chartered Accountants (2009). *Knowledge Guide to International Standards on Auditing*. Opgevraagd op 30 september 2009, van de volgende website: http://www.icaew.com/index.cfm/route/156349/icaew_ga/en/Library/Guides_and_publications/Knowledge_guides/Knowledge_Guide_to_International_Standards_on_Auditing_ISA.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (1998). *De verklaring over de jaarrekening met toelichtende paragraaf*. Periodieke berichten 1998, nr. 7. Opgevraagd op 21 juli 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/periodiekeberichten/berichten98073.aspx>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (1999). *De rol van de commissaris-revisor inzake halfjaarlijkse en jaarlijkse communiqués van beursgenoteerde vennootschappen*. IBR Jaarverslag 1999. Opgevraagd op 8 april 2010, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/jaarverslag1999/jaarverslag4-03.aspx>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2004). *Het gebruik van de toelichtende paragraaf in het controleverslag*. Periodieke berichten 2004, nr. 7. Opgevraagd op 21 juli 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/periodiekeberichten/berichten004703.aspx>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2005). *Het auditverslag: recente ontwikkelingen*. Periodieke berichten 2005, nr. 7. Opgevraagd op 30 september 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/periodiekeberichten/berichten005703.aspx>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2006 a). *De algemene controlenormen*. Opgevraagd op 10 maart 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/download.aspx?type=3&id=1252&file=6892>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2006 b). *Nieuwe controlenorm: Controle van het jaarverslag over de (geconsolideerde) jaarrekening*. Opgevraagd op 11 maart 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/download.aspx?type=3&id=3062&file=6531>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2007). *Hoe neem ik een onderneming over? Over het belang van overname-audits*. Opgevraagd op 24 november 2009, van de volgende website: <http://www.ibr-ire.be/ned/download.aspx?type=3&id=3265&file=7372>.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 a). *Het commissarisverslag*. Opgevraagd op 10 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_audit_verslag.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 b). *Toegang tot het beroep*. Opgevraagd op 8 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_toegang.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 c). *Rol van het Instituut*. Opgevraagd op 9 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_org.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 d). *De beroepsethiek van de bedrijfsrevisor*. Opgevraagd op 9 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_org_ethiek.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 e). *De bedrijfsrevisor, een onpartijdige deskundige*. Opgevraagd op 9 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_onpartijdig.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 f). *De wettelijke opdrachten van de bedrijfsrevisor*. Opgevraagd op 9 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_opdrachten.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 g). *De audit van de jaarrekening*. Opgevraagd op 8 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_audit.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2009 h). *Het mandaat van commissaris*. Opgevraagd op 10 maart 2009, van de volgende website: http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_audit_mandaat.aspx.

International Accounting Standards Board (2010). Technical summary IFRS 3 Business combinations. Opgevraagd op 6 april 2010, van de volgende website: <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/73E562FE-F581-4DD4-8365-B17E228955C9/0/IFRS3.pdf>.

Investopedia, a forbes digital company (2006). The basics of mergers and acquisitions. January 2006, published online on www.investopedia.com, 15p.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp 323-329.

Johnson, R. (2006). Why 80% of all acquisitions fail. *Supply House times*, April 2006, published online on www.supplyht.com, pp 90-91, 2p.

Kalse, E. (2008). Kredietcrisis in vijf stappen. *NRC Handelsblad*, september 2008. Opgevraagd op 7 april 2010, van volgende website: <http://www.nrc.nl/nieuwsthema/kredietcrisis/article1987320.ece>

Kasparova, I. (2007). Financing Mergers and Acquisitions: Specific Russian Characteristics. *Problems of Economic Transition*, Vol. 50 (5), pp 61-72, 12p.

Kinney, W. R.; Sylph, J. M.; Healy, K. (2009). Update on the IAASB's Activities 2008. *The Auditor's report*, Vol. 32 (2), Spring 2009.

Knilians, G. (2009). Mergers and Acquisitions: Best Practices for Successful Integration. *Employment Relations Today*, Vol. 35 (4), pp 39-46, 8p.

Knorr, A.; Arndt, A. (2003). *Swissair's Collapse: An economic analysis*. Institute for World Economics and International Management, Band 28, Universität Bremen, 26p.

Knyphausen-Aufsess, D. Z.; Koeppen, J.; Schweizer, L. (2007). Identifying synergies ahead of mergers and acquisitions. *International Journal of Financial Services Management*, Vol. 2 (4), pp 344-360, 17p.

Koninklijk Besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het wetboek van vennootschappen. Koninklijk Besluit geraadpleegd op 5 februari 2009, van de volgende website: http://www.juridat.be/cgi_loi/loi_N.pl?cn=2001013030.

Kwapong, O. A. (2005). Handboek MBA Concepts and Frameworks. Uitgeverij Songhai Group. 2^{de} editie, 312p.

Lafforet, C.; Wageman, R. (2009). Successful Mergers and Acquisitions: *Beyond the financial issues*. Leader to Leader, Volume 2009, Issue 53, pp 44-51.

Lanning G. B.; Simensky M. (2002). Handboek Intellectual property assets in mergers and acquisitions. New York: Uitgeverij Wiley Publishers, Inc. 456p.

Laveren, E.; Engelen, P.-J.; Limère, A.; Vandemaele, S. (2004). Handboek financieel beheer. Antwerpen: Uitgeverij Intersentia, 2^{de} druk, 723p.

Madura, J.; Ngo, T. (2008). Clustered synergies in the takeover market. *The Journal of Financial Research*, Vol. 31 (4), pp 333-356, 24p.

Marks, M. L.; Mirvis, P. H. (1997). Revisiting the Merger Syndrome: Crisis Management (Part 2). *Mergers and Acquisitions*, Vol. 32 (1), pp 34-40.

Marshall, L. (2000). Coaching for culture change. *Executive Excellence*, Vol. 17 (3), 15p.

Massie, P. (2007). Alcatel-Lucent Merger Problems Continue. Gerson Lehrman Group, working paper, 17 september 2007.

Matlack, C.; Schenker, J. L. (2008). Alcatel-Lucent's Troubled Marriage. *Bloomberg BusinessWeek*, Managing, 18 juni 2008. Artikel online geraadpleegd 10 april 2010, van de volgende website: http://www.businessweek.com/magazine/content/08_26/b4090056678890.htm.

Mercken, R. (2009). Cursus externe controle. Universiteit Hasselt. Academiejaar 2008-2009.

Meschi, P.-X.; Metais, E. (2006). International acquisition performance and experience: A resource-based view. *Evidence from French acquisitions in the United States (1988-2004)*. *Journal of International Management*, Vol. 12 (4), pp 430-448, 19p.

Miller, R. (2000). How culture affects mergers and acquisitions. *Industrial Management*, Vol. 42 (5), pp 22-26.

Moeller, S.; Brady, C. (2007). Handboek Intelligent M&A: Navigating the Mergers & Acquisitions Minefield. West Sussex: Uitgeverij John Wiley & Sons Ltd. 311p.

Muyldermans, J. (2009). Mergers & Acquisitions in a Tax Environment. *Capita Selecta & Case Study*. PricewaterhouseCoopers. Cursus Venootschapsbelasting. Katholieke Universiteit Leuven. Academiejaar 2009-2010.

Myers, S. C. (1984). Finance Theory and Financial Strategy. *Interfaces*, Vol. 14 (1), pp 126-137.

Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp 187-221.

Nelissen, G. (2003). Creatief boekhouden : het EPO van de ICT-sector. Publicatie opgevraagd op 8 april 2010, van de volgende website : [http://www.acw.be/downloads/degids/archief/Economie-fiscaal/Creatief%20boekhouden%20het%20EPO%20van%20de%20ICT-sector%20-%20Guido%20Nelissen%20\(juni%202003\).pdf](http://www.acw.be/downloads/degids/archief/Economie-fiscaal/Creatief%20boekhouden%20het%20EPO%20van%20de%20ICT-sector%20-%20Guido%20Nelissen%20(juni%202003).pdf).

NRC (2008). Chronologie hypotheek- en kredietcrisis. *NRC Handelsblad*, september 2008. Opgevraagd op 7 april 2010, van volgende website : <http://www.nrc.nl/nieuwsthema/kredietcrisis/article2002538.ece>.

Olatunji, O. R.; Uwalomwa, U. (2009). Psychological effects of mergers and acquisition on employees: case study of some selected banks in Nigeria. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, Vol. 5 (1), pp 102-115, 14p.

Penninckx, M. (2005). *Handboek Financieel Lexicon 2005*. Mechelen: Uitgeverij Kluwer. 664p., p. 566-567.

Pennock, M. J.; Haimes, Y. Y. (2002). Principles and guidelines for project risk management. *Systems Engineering*, Vol. 5 (2), pp 89-108, 20p.

Pratten, C. F. (1971). Economies of Scale in Manufacturing Industry. Cambridge University Press, *University of Cambridge Dept. of Applied Economics, Occasional Papers*, Vol. 28, 352p.

Price, M. P. (1998). Beyond traditional due diligence for mergers and acquisitions in the 21st century. Publication: *Review of Business*. Artikel online geraadpleegd op 6 november 2009, van de volgende website: www.allbusiness.com.

PricewaterhouseCoopers (2008). Speed of integration improves M&A success according to PwC M&A integration survey report 2008. Artikel online geraadpleegd op 26 november 2009, van de volgende website: <http://www.pwc.com/us/en/press-releases/speed-of-integration-improves-mergers-and-acquisitions-according-to-pwc-2008-mergers-and-acquisition-survey-report.jhtml>.

PricewaterhouseCoopers (2009). Legal due diligence, legal deal structuring & documentation. Tekst online geraadpleegd op 24 november 2009, van de volgende website: <http://www.pwc.com/be/nl/mergers-acquisitions/legal-due-diligence-legal-deal-structuring-documentation.jhtml>.

Quick, R.; Warming-Rasmussen, B. (2005). The impact of MAS on perceived auditor independence: some evidence from Denmark. *Accounting forum*, Vol. 29 (2), pp 137-168.

Realdolmen (2000 a). *Real Software zet strak groeiritmte verder in 1999, jaar van internationalisatie*. Real Software Group, Persbericht, 3 maart 2000. Persbericht online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: www.realdolmen.com.

Realdolmen (2000 b). *Real Enterprise Solutions, Amerikaanse dochter van de Real Software Group, bevestigt eerste positieve signalen na zware herstructurering*. Real Software Group, Persbericht, 19 mei 2000. Persbericht online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: www.realdolmen.com.

Realdolmen (2000 c). *Real Software opteert voor herclassificatie van VS-herstructureringskosten en bevestigt haar EBIT-marge 15,6%*. Real Software Group, Persbericht, 17 oktober 2000. Persbericht online geraadpleegd op 11 mei 2010 op: www.realdolmen.com.

Realdolmen (2007). *Interview Ashley Abdo: een Amerikaan aan het hoofd van Real Software*. De Tijd, 10 maart 2007. Artikel online geraadpleegd op 7 april 2010, van de volgende website: <http://www.realdolmen.com/WorkArea/downloadasset.aspx?id=2674>.

Rittenberg, L. E.; Schwieger, B. J.; Johnstone, K. M. (2008). *Auditing, A business Risk Approach*. Mason: Thomson South-Western, 6th Edition, 793p.

Rock, M. L.; Rock, R. H.; Sikora, M. J. (1994). *The mergers and acquisitions handbook*. Uitgeverij McGraw-Hill, Inc. 2de Editie, 551p.

Rosenbaum, J.; Pearl, J. (2009). *Handboek Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Uitgeverij Wiley Publishers, Inc. 304p.

Roux, D. *Interview* in verband met de rol van de auditor, 19 november 2009, Deloitte Hasselt.

Ruitenbergh, R. (2008). Alcatel-Lucent's Russo, Tchuruk to Quit; Loss Widens. *Bloomberg, News Worldwide*, 29 juli 2008. Artikel online geraadpleegd op 10 april 2010, van de volgende website: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&refer=home&sid=ayvOTUuhSGg8>.

Salant, S. W.; Switzer S.; Reynolds, R. J. (1983). Losses from horizontal merger: The effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash Equilibrium. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98 (2), pp 185-199.

Scherer, F. M.; Beckenstein, A.; Kaufer, E.; Murphy, D. R.; Bougeon-Massen, F. (1975). The Economics of Multi Plant Operation: An international comparisons study. Harvard University Press, Vol. 145, 448p.

Schill, M. J.; Doherty, P. (2000). Methods of Valuation for Mergers and Acquisition. Case Study, *Harvard Business School*, 21p.

Schimmelpennick, R. J. (2003). Vijfde openbaar verslag curator, ex artikel 73A FW. Amsterdam, 17 april 2003, 12p.

Schnezler, E. (2008). *6 stappen in risicomangement*, 13/8/2008. Artikel online geraadpleegd op 6 november 2009, van de volgende website: <http://financieel-management.nl/content/view/11024>.

Schorg, C. A.; Raiborn, C. A.; Massoud, M. F. (2004). Using a 'culture audit' to pick M&A winners. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 15 (4), pp 47-55, 9p.

Schweiger, D. M. (2002). M&A Integration: a Framework for Executives and Managers. Uitgever: *McGraw-Hill Companies*, Illustrated Edition 2002, 288p.

Securities and Exchange Commission (1999). *Tava Technologies inc.* Edgar, 8-K Report, 20 juli 1999. Rapport online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: www.sec.gov.

Sherman, A. J.; Welch, J. E. (2009). Due diligence in a new era of accountability. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 20 (6), pp 65-70, 6p.

Sinclair, K. A. (2003). Cultural Integration Process For Mergers And Acquisitions. Artikel online geraadpleegd op 26 november 2009, van de volgende website: <http://www.harrisconsult.com/files/cip.pdf>.

Singh, H.; Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 8 (4), pp 377-386.

Sundaresan, S. M. (2009). *Handboek Fixed Income Markets and their Derivatives*. California: Uitgeverij Elsevier, Inc. 3de Editie, 435p.

Terwee, S. (2008). Derivaten zijn een tijdbom. Wegener NieuwsMedia, oktober 2008. Opgevraagd op 7 april 2010, van de volgende website: <http://www.ed.nl/mening/3829297/Derivaten-zijn-een-tijdbom.ece>.

The New York Times (1999). *Company News: Real Software offers Tava Technologies \$190 million*. Artikel online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: <http://www.nytimes.com/1999/04/22/business/company-news-real-software-offers-tava-technologies-190-million.html>.

Trends (2008). *Fortis: van ontkenning tot ontnuchtering*. Artikel online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: www.trends.be.

Trends (2009). *Tele Atlas duwt TomTom fors in het rood*. Artikel online geraadpleegd op 16 oktober 2009, van de volgende website: www.trends.be.

University of Illinois, (2007). Mergers and acquisitions in property/casualty insurance. University of Illinois at Urbana-Champaign, *Department of Mathematics*. Artikel online geraadpleegd op 17 november 2009, van de volgende website: www.math.uiuc.edu/~gorvett/coffee/manda.pdf.

Van Boven, R. (2006). Wet van 13 januari 2006 tornt aan het jaarrekeningenrecht. *Accountancy & Tax*, 2006, nummer 1, pp 33-36, 4p.

Van Den Eynde, K. (2007). Goodwill en fusies in het kader van IFRS 3. Eindverhandeling Universiteit Hasselt, 79 pagina's.

Van der Horst, R.; Zondag, R.; Attel, B.; Richter, P. (2008). Fusies struikelen vaak over IT-integratie. Artikel online geraadpleegd op 10 september 2009, van de volgende website: http://www.computable.nl/artikel/ict_topics/beheer/2561009/1277800/fusies-struikelen-vaak-over-itintegratie.html.

Van Dick, R.; Ullrich, J.; Tissington, P. A. (2006). Working under a Black Cloud: How to Sustain Organizational Identification After a Merger. *British Journal of Management*, Vol. 17, pp 69-79.

Van Hulle, K.; Lybaert, N. (2005). Boekhoud- en jaarrekeningrecht. Brugge: Uitgeverij die Keure, 744p.

Van Noord, accountants en belastingadviseurs (2009). Bedrijfsadvies, *Wat is de waarde van uw onderneming?*. Artikel online geraadpleegd op 21 november 2009, van de volgende website: <http://www.noordacc.nl/Upload/File/Wat%20is%20de%20waarde%20van%20uw%20onderneming.pdf>.

Veninga, R. L. (1990). Strategies for managing the merger: Helping the staff to adjust. *Hospital topics*, Vol.68 (4), pp 11-16.

Virani, V. (2007). Mergers and Acquisitions – A case of system failure. *R.K. College of Business Management*, 5p.

Weir, C. M. (1993). Merger policy and competition: an analysis of the Monopolies and Merger Commission's decisions. *The Robert Gordon University, Applied Economics*, Vol. 25 (1), pp 57-66.

Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een Instituut van de Bedrijfsrevisoren en organisatie van het publiek toezicht op het beroep van bedrijfsrevisor (1953, gecoördineerd op 30 april 2007). Wet geraadpleegd op 5 februari 2009, van de volgende website: http://www.juridat.be/cgi_loi/loi_N.pl?cn=2007042184.

Wet van 13 januari 2006 tot wijziging van het Wetboek van de vennootschappen. Wet geraadpleegd op 6 februari, van de volgende website: http://www.juridat.be/cgi_loi/loi_N.pl?cn=2006011331.

Wet van 17 december 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen. Wet geraadpleegd op 29 november 2009, van de volgende website: http://www.juridat.be/cgi_loi/loi_N.pl?cn=2008121736.

Wetboek van Vennootschappen 7 mei 1999. Wetboek geraadpleegd op 6 februari 2009, van de volgende website: http://www.juridat.be/cgi_loi/loi_N.pl?cn=1999050769.

Wetboek van de Inkomstenbelastingen 1992. Artikel 215, *het tarief van de vennootschapsbelasting*. Codex Fiscaal Recht 2009-2010. Brugge, uitgever De Keure.

Williamson, O. E.; Masten, S. E. (1995). Transaction cost economics. The international library of critical writings in economics, *Aldershot*, Vol. 54, 695p.

Wyatt, P. (2009). Replacement cost and market value. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 27 (6), pp 593-602.

BIJLAGEN

Bijlage 1. Het eerste deel van het controleverslag

(Verklaring zonder voorbehoud)

"Verklaring over de jaarrekening zonder voorbehoud

Wij hebben de controle uitgevoerd van de jaarrekening over het boekjaar (in voorkomend geval: van ___ maanden) afgesloten op ___ 200X, opgesteld op basis van het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel, met een balanstotaal van € _____ en waarvan de resultatenrekening afsluit met een winst (verlies) van het boekjaar van € _____.

Het opstellen van de jaarrekening valt onder de verantwoordelijkheid van het bestuursorgaan. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het opzetten, implementeren en in stand houden van een interne controle met betrekking tot het opstellen en de getrouwe weergave van de jaarrekening die geen afwijkingen van materieel belang, als gevolg van fraude of van het maken van fouten, bevat; het kiezen en toepassen van geschikte waarderingsregels; en het maken van boekhoudkundige ramingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Het is onze verantwoordelijkheid een oordeel over deze jaarrekening tot uitdrukking te brengen op basis van onze controle. Wij hebben onze controle uitgevoerd overeenkomstig de wettelijke bepalingen en volgens de in België geldende controlenormen, zoals uitgevaardigd door het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Deze controlenormen vereisen dat onze controle zo wordt georganiseerd en uitgevoerd dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang, als gevolg van fraude of van het maken van fouten, bevat.

Overeenkomstig voornoemde controlenormen hebben wij rekening gehouden met de administratieve en boekhoudkundige organisatie van de vennootschap, alsook met haar procedures van interne controle. Wij hebben van de verantwoordelijken en van het bestuursorgaan van de vennootschap de voor onze controles vereiste ophelderingen en inlichtingen verkregen. Wij hebben op basis van steekproeven de verantwoording onderzocht van de bedragen opgenomen in de jaarrekening. Wij hebben de gegrondheid van de waarderingsregels, de redelijkheid van de betekenisvolle boekhoudkundige ramingen gemaakt door de vennootschap, alsook de voorstelling van de jaarrekening als geheel beoordeeld. Wij zijn van mening dat deze werkzaamheden een redelijke basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening afgesloten op ___ 200X een getrouw beeld van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de vennootschap, in overeenstemming met het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel".

Bron: Algemene Controlenorm 3.5.1 van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren, 2006 a).

Extra verlies in VS voor Real Software

*Van onze redacteur
Pascal Dendooven*

BRUSSEL — De overname van de Amerikaanse Real Software-dochter Tava door het Zweeds-Zwitsers concern ABB is onzeker geworden. Daardoor moet Real Software naar verwachting bijkomend twee miljard frank verlies boeken. Het eigen vermogen van het bedrijf wordt hierdoor negatief, wat betekent dat de aandeelhouders moeten beslissen hoe het verder moet. De nieuwe topman, Theo Dilissen, wil alvast doorgaan.

Real Software had gisteren een nare verrassing in petto voor de aandeelhouders die naar de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering waren afgezakt. De jaarrekeningen konden niet goedgekeurd worden, want de raad van bestuur van Real Software nam de beslis-

sing nieuwe rekeningen op te stellen.

Die zijn vooral van belang voor de moedermaatschappij. Real Software gaat de „restwaarde” van de Amerikaanse dochter Tava afboeken, waardoor de moedermaatschappij een negatief eigen vermogen krijgt van naar schatting ruim 1,5 miljard frank. Daardoor wordt de groep verplicht een herstelplan uit te werken en de aandeelhouders over een voortzetting van de activiteiten te laten stemmen.

De bijkomende afboeking is nodig omdat er ernstige twijfels bestaan over de haalbaarheid van het overnameakkoord met de industriële groep ABB. Volgens Theo Dilissen, sinds 1 februari *chief executive officer* van Real Software, doet ABB moeilijk over elementen waarvan het al weet had. „We kunnen dit niet zomaar aanvaarden”, zei Dilissen.

Als de overname van Tava door ABB afspringt, ziet Dilissen maar twee alternatieven: een faillissement van de Amerikaanse dochter of een gerechtelijk akkoord. „Dat laatste kost geld en we willen geen geld meer investeren in Tava”, zei Dilissen. Het Amerikaans avontuur zal Real Software naar schatting 10 tot 11 miljard frank gekost hebben.

De aandeelhouders moeten nu op 17 april opnieuw samenkomen om de gewijzigde jaarrekeningen van Real Software goed te keuren. Dilissen legde er gisteren de nadruk op dat de toekomst van Real Software niet afhangt van de Amerikaanse activiteiten. „We hebben een gezonde Europese basis van waaruit we ons kunnen herpakken. Voorwaarde is wel dat het personeel, klanten en banken ons trouw blijven. Dat is tot nu toe het geval.”

■ *Bladzijde 17: berichtgeving.*

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Alarmsignalen in het controleverslag aangaande foutgelopen fusies

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-accountancy en financiering**

Jaar: **2010**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Houben, Stef

Datum: **21/05/2010**