Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

MR. R.A.I. SNETHLAGE

‘Controlled Auctions’

Enige kanttekeningen

In deze bijdrage bespreek ik twee bekende thema’s uit de fusie- en overnamepraktijk, te weten (I) de effecten van de precontractuele goede trouw en (II) het Hoog Catharijne-effect, waarbij ik mij afvraag of bedoelde effecten in een *controlled auction* adequaat onder controle kunnen worden gehouden.

Natuurlijk zijn er nog veel meer interessante onderwerpen die in het kader van controlled auctions aan de orde zouden kunnen komen, zoals bijvoorbeeld de vraag of de WTE een rol speelt bij het in een *controlled auction* uitlokken van biedingen op een onderneming,[1] of het probleem van het vaststellen wanneer de fase is aangebroken, waarin moet worden voldaan aan de medezeggenschapsregels en de SER-fusiegedragsregels.[2] De mij gegunde ruimte in dit *Dossier* noopt echter tot het maken van een keuze.

Controlled Auctions

De in dit kader bedoelde *controlled auction* is de procedure die *corporate financiers* hanteren om een onderneming tegen de beste condities te verkopen. De bedoeling van de opzet van de veilingprocedure is – naast het realiseren van de beste prijs – gedurende het proces steeds *in control* te blijven. De veilingprocedure verloopt veelal langs de volgende hoofdlijnen:

– de *corporate financier* stelt een *information memorandum* samen, waarin een profiel wordt geschetst van de te verkopen onderneming, de reden van de voorgenomen verkoop wordt uiteengezet en gegevens van financiële en juridische aard met betrekking tot de onderneming zijn opgenomen;
– er wordt een selectie gemaakt van gegadigden. Deze worden benaderd met de vraag of men geïnteresseerd is;
– geïnteresseerden ontvangen een *procedurebrief*, waarin wordt beschreven hoe de *controlled auction* is vormgegeven: degenen die akkoord gaan met de voorgestelde procedure ontvangen een ‘geheimhoudingsovereenkomst’ en, nadat deze is aangegaan, het *information memorandum*. De procedurebrief omvat als regel een belangrijk voorbehoud ten behoeve van de verkoper, te weten het beding dat de procedure zonder opgaaf van redenen door verkoper kan worden gewijzigd of beëindigd;
– vóór een in de procedurebrief vastgesteld tijdstip dient een indicatief bod (‘*non binding offer*’) te worden uitgebracht (of te worden aangegeven dat van het bieden wordt afgezien).

In de procedurebrief ligt vast welke onderwerpen in de indicatieve bieding moeten worden behandeld, zoals, naast de hoogte van het bod, ook de voorwaarden die daaraan worden verbonden, de strategische visie van de bieder met betrekking tot de over te nemen onderneming enzovoorts. Op deze manier hoopt de verkoper de indicatieve biedingen onderling vergelijkbaar te maken:

– de indicatieve biedingen worden vergeleken en een beperkt aantal van de bieders wordt geselecteerd voor de volgende ronde, die veelal bestaat uit:
  • een *dataroom review*;
  • ontmoeting met het management van de onderneming in een *Q&A session*, waarna
– een definitief bod moet worden uitgebracht, opnieuw uiterlijk vóór een in de procedurebrief vastgelegde deadline. Dit definitieve bod dient alle voorwaarden, aannames en uitgangspunten te beschrijven en wordt het *binding offer* genoemd. ‘*Binding*’ is deze bieding overigens slechts indien aan de bedongen voorwaarden is voldaan. Deze voorwaarden worden vaak zo geformuleerd dat de bieder toch nog veel slagen om de arm houdt. Steeds vaker wordt in dit stadium van de bieder ook verwacht dat hij een zo volledig mogelijk commentaar geeft op een – vaak bij de uitgang van de *dataroom* meegegeven – concept voor de overnameovereenkomst;
– volgens de overeengekomen procedure dient verkoper op basis van de *binding offers* een keuze te maken en is het de bedoeling dat op exclusieve

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

basis met één gegadigde wordt voortonderhandeld (al dan niet na het aangaan van een *letter of intent*). Meer dan eens komt het in dit stadium voor dat – in afwijking van de procedurebrief – er nog enige tijd met meerdere partijen wordt gesproken, alvorens exclusiviteit wordt verleend.

De precontractuele goede trouw

De beginselen van redelijkheid en billijkheid beheersen de rechtsverhouding gedurende de onderhandelingen, de zogenaamde precontractuele fase. Onderhandelingen kunnen in een zodanig vergevorderd stadium komen dat het afbreken daarvan in de gegeven omstandigheden in strijd met de redelijkheid en billijkheid is. Dit zal (onder meer) het geval zijn indien er sprake is van een gerechtvaardigd vertrouwen dat bij dooronderhandelen een overeenkomst zou kunnen worden gesloten.

Het in strijd met de goede trouw ontijdig afbreken van de onderhandelingen maakt de spelbreker schadeplichtig of kan grond zijn voor een vordering in kort geding tot voortonderhandelen.

Over deze materie is veel geprocedeerd[3] en geschreven[4]. Steeds ging het over onderhandelingen tussen *twee* partijen.

In *controlled auctions* komen, behalve de verkoper in spe, meerdere geïnteresseerde partijen aan bod en is de situatie navenant gecompliceerder. Verkoper komt in een rechtsverhouding, die door de goede trouw wordt beheerst, te verkeren met ieder van de gegadigden die de procedurebrief c.q. geheimhoudingsovereenkomst heeft getekend. Of gesproken moet worden van een *precontractuele* goede trouw is een kwestie van semantiek: de hiervoor aangehaalde jurisprudentie is naar mijn mening jegens iedere gegadigde van toepassing. De kunst is om één van de effecten van de redelijkheid en billijkheid, te weten een precontractuele binding, *onder controle* te houden.

In de eerste fase van de *controlled auction*, die ik zou willen definiëren als de fase die loopt tot en met het uitbrengen van het *binding offer*, ontstaan bijna nooit problemen. Partijen, bijgestaan door hun adviseurs, weten en accepteren dat verkoper jegens geen enkele gegadigde enige (precontractuele) binding kan aanvaarden.

Het risico dat er jegens meerdere partijen een precontractuele binding ontstaat, zal zich met name voordoen in de daaropvolgende tweede fase van de *auction*.

Steeds vaker krijgen de geïnteresseerde bieders bij het verlaten van de *dataroom* een door de (adviseur van) verkoper opgesteld conceptovernamecontract mee. Het is de bedoeling dat men dan bij het uitbrengen van het *binding offer* tevens eventueel commentaar geeft op het concept, vergezeld van suggesties voor alternatieve bepalingen.

Volgens de procedurebrief, die in die fase vaak al enige maanden geleden werd voorgelegd en aanvaard, zou na het uitbrengen van de *binding offers* één partij worden geselecteerd, met wie op exclusieve basis getracht zou worden de transactie uit te onderhandelen.

Weliswaar bevat diezelfde procedurebrief meestal ook een bepaling waarin verkoper zich het recht voorbehoudt om op ieder moment de procedure te wijzigen of deze zelfs te beëindigen, maar eenmaal aanbeland in de fase na het uitbrengen van een *binding offer* is die procedurebrief, gelijk gezegd, vaak maanden oud. Nu wordt het spannend. Verkoper heeft de *binding offers* binnen en tracht een keuze te maken.

Een voorbeeld: partij A biedt weliswaar een hogere koopprijs, maar vraagt veel zekerheden voor het verhaal van eventuele garantieclaims. Voorts wordt een gedeelte van de geboden koopsom afhankelijk gemaakt van het resultaat in het lopende boekjaar.

Partij B biedt net iets minder, heeft geen behoefte aan zekerheid – althans zegt daar in het bod niets over – en maakt het geboden bedrag niet afhankelijk van een nog te realiseren resultaat. Wel is er uitvoerig commentaar op het concept voor de overnameovereenkomst. Verkoper besluit nog geen exclusiviteit te verlenen, maar in plaats daarvan met beide partijen in nader overleg te treden met betrekking tot de uitgebrachte *binding offers*.

Formeel had verkoper zich daartoe het recht voorbehouden. De precontractuele goede trouw-val staat nu wagenwijd open. Wanneer verkoper in die fase geen transparantie betracht door op dat moment duidelijk te maken dat in afwijking van de procedure nog geen exclusiviteit kan worden verleend, loopt hij in de val. Voordat hij er erg in heeft, is hij in onderhandeling met meer partijen. In lijn met eerder aangehaalde jurisprudentie kan dan immers, bij gebreke van transparantie over de mate waarin wordt afgeweken van de in de procedurebrief beschreven stappen, sprake zijn van een gerechtvaardigd vertrouwen dat de onderhandelingen tot definitieve overeenstem-

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

ming zullen leiden. Indien dat het geval is, verliest verkoper de controle over de *auction*.

Mijns inziens is het derhalve noodzakelijk – en voldoende – om in dat stadium duidelijk te maken dat er nog niet op exclusieve basis wordt doorgesproken. In de procedurebrief had verkoper zich dat recht voorbehouden en de aard van de uitgebrachte biedingen kan nu eenmaal aanleiding zijn te wachten met het verlenen van exclusiviteit.

De zojuist beschreven situatie is niet alleen theoretisch denkbaar, maar komt in de praktijk toch meer dan eens voor, vooral omdat de juridisch noodzakelijke transparantie in die fase onderhandelingstechnisch niet altijd gewenst is. In de laatste fase zal een bieder zich niet aan het lijntje willen laten houden en daarom steeds trachten de verkoper kleur te laten bekennen, dat wil zeggen exclusiviteit te laten verlenen, alvorens verder te willen praten. Anderzijds wil hij het lijntje niet laten breken. Verkoper wil pas kleur bekennen wanneer hij zeker is te onderhandelen met de partij die de beste condities biedt. De verleiding blijkt dan groot om nog even met twee partijen door te praten zonder eerder bedoelde transparantie. Eerst gaat het dan alleen om een toelichting op het gebodene, maar al gauw wordt er onderhandeld.

De vraag die vervolgens aan de orde komt is of indien in die fase de hier bedoelde transparantie wel wordt betracht, er vervolgens desondanks niet toch jegens meerdere bieders een precontractuele binding kan ontstaan.

Het antwoord op die vraag hangt zoals altijd af van de concrete omstandigheden van het geval. Is er bijvoorbeeld misschien al sprake van 'aanbod en aanvaarding' met betrekking tot alle belangrijke onderwerpen uit het concept overnamecontract?

'Hoog Catharijne' in de *dataroom*

Een steeds terugkerend thema in overnameonderhandelingen betreft wat men wel noemt het 'Hoog Catharijne-effect' van een due diligence onderzoek.[5] In de overnamepraktijk wordt aan het Hoog Catharijne-arrest echter een verder strekkende betekenis toegekend dan het arrest eigenlijk verdient.

Vaak wordt met het Hoog Catharijne-effect bedoeld dat een koper, indien hij een due diligence onderzoek heeft verricht, geen enkele claim onder de garantieverklaringen van verkoper meer kan baseren op feiten en omstandigheden die hem tijdens het due diligence onderzoek ter beschikking zijn gesteld. In die uitleg zou de informatie die verkoper aan koper ter beschikking heeft gesteld ten behoeve van een due diligence, bijvoorbeeld in de *dataroom* tijdens een *controlled auction*, als gevolg van het Hoog Catharijne-effect, volledig als *disclosed* onder de garanties hebben te gelden.

Wat was er in het Hoog Catharijne-arrest ook alweer aan de hand?

Het ging om de overname van het Hoog Catharijne-project in Utrecht. De transactie vond plaats door overname van de activa en passiva waaruit het project bestond. De Gemeente Utrecht had meerdere geldleningen verstrekt in het kader van de ontwikkeling van de infrastructuur ten behoeve van het project. Deze leningen zouden worden terugbetaald via de te betalen canon, waarvan de definitieve hoogte toen nog moest worden vastgesteld. Met betrekking tot één lening was koper met zoveel woorden geïnformeerd, ook over de wijze van terugbetalen. Verkoper garandeerde onder meer dat hij koper volledig had geïnformeerd en gaf een balansgarantie. Bij het vaststellen van de definitieve canonverplichtingen werd koper geconfronteerd met terugbetalingsverplichtingen uit hoofde van twee andere leningen, waarvan koper zei niet op de hoogte te zijn. Koper hield verkoper daarvoor aansprakelijk, in de eerste plaats omdat verkoper koper niet expliciet had geïnformeerd over deze geldleningen en in de tweede plaats omdat de betreffende verplichtingen ten onrechte niet in de balans zouden zijn voorzien.

Koper kreeg geen gelijk. Voor wat betreft de vermeende schending van de balansgarantie omdat canonverplichtingen niet behoren te worden voorzien in de balans en voor wat betreft de vermeende schending van de informatieverschaffingsgarantie omdat de ten tijde van het onderzoek ter beschikking staande informatie wel degelijk aanknopingspunten bevatte voor de constatering dat financieringen via de canon zouden worden versleuteld. Nu er door een deskundig team een onderzoek was verricht, woog de verantwoordelijkheid voor de kwaliteit en de volledigheid van dat onderzoek zwaarder dan de mededelingsplicht van de verkoper. Het ging, samenvattend, om de uitleg van garantieverklaringen aan de hand van specifieke omstandigheden.

Wat was er nu gebeurd, indien verkoper contractueel met zoveel woorden de afwezigheid van andere verplichtingen uit geldlening dan de op dat moment bij koper bekende financiering had gegarandeerd? Had verkoper zich dan kunnen verweren door te verwijzen naar de indirecte informatie met betrekking

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

tot deze geldleningen in de due diligence informatie? Mijns inziens gaat het Hoog Catharijne-effect *niet* zo ver, simpelweg omdat er, naarmate de gekozen contractuele formulering van garantieverklaringen explicieter is, minder ruimte is – of behoefte bestaat – om bepalingen uit te leggen.

Terug naar de *controlled auction*. Een verkoper in een *controlled auction* moet van de gelegenheid gebruikmaken en zorgen dat hij ook het Hoog Catharijne-effect onder controle krijgt en houdt. Dit kan hij doen door de *dataroom* te vullen met al die informatie die hij zelf bij een acquisitie ook zou willen zien, waarbij hij aanbiedt al die aanvullende informatie te verschaffen waar door de gegadigde om wordt gevraagd.[6] Reeds in de procedurebrief en niet pas in de latere, in fase twee overeen te komen *letter of intent*, legt verkoper vast dat hij te zijner tijd bereid is de gebruikelijke garanties te geven, met dien verstande dat deze garanties juist zullen zijn, behoudens voorzover uit de door verkoper aan koper ter beschikking te stellen informatie – waaronder, maar niet beperkt tot, de *dataroom*informatie – het tegendeel blijkt. Voorts neemt hij ook in het concept voor de overnameovereenkomst op dat de garantieverklaringen juist zijn, behoudens voorzover uit de verschafte *dataroom*informatie het tegendeel (kan) blijken. Een koper zal er op zijn beurt bij het formuleren van het *binding offer* verstandig aan doen toch te bedingen dat, ondanks het verrichte onderzoek, de juistheid van de garantieverklaringen onverkort voor rekening en risico dient te blijven van verkoper.

Wie in de daaropvolgende discussie aan het langste eind trekt, hangt onder meer af van de onderhandelingspositie van partijen. Steeds vaker rolt als compromis uit de bus dat verkoper 'ondanks' het verrichte onderzoek verantwoordelijk en aansprakelijk blijft voor de juistheid van de garantieverklaringen welke aansprakelijkheid dan bovendien wordt gelimiteerd, waartegenover koper verklaart dat hij op dat moment geen weet heeft van concrete garantieschendingen.

Conclusie

Door een voorgenomen verkoop te organiseren als een *controlled auction*, bereikt verkoper dat hij niet alleen de hoogste waarde realiseert, maar bovendien dat hij ook het verkoopproces juridisch kan controleren.

De precontractuele goede trouw blijft onder controle, dat wil zeggen ongewenste precontractuele binding jegens meer partijen kan worden vermeden, door in alle stadia de juiste voorbehouden te stipuleren (c.q. te herhalen). Volledige openheid jegens iedere betrokkene over de mate waarin van de aanvankelijk in de procedurebrief vastgestelde veilingprocedure wordt afgeweken is daarbij voorwaarde. Ook het Hoog Catharijne-effect, dat overigens een minder verstrekkende betekenis heeft dan in de praktijk meer dan eens ten onrechte wordt aangenomen, kan onder controle blijven, door in een zo vroeg mogelijk stadium, dat wil zeggen reeds in de procedurebrief, vast te leggen welk effect de informatieverschaffing door verkoper zal hebben op de strekking en reikwijdte van de te zijner tijd door verkoper te geven garantieverklaringen.

Mr. R.A.I. Snethlage is partner bij Landwell advocaten en notarissen, sectie Ondernemingsrecht.

1 Zie onder meer C.M. Grundmann-van de Krol, *De veilingfusie in het licht van WTE 1995*. Lustrumbundel 1997, Vereniging voor Effectenrecht, Vennootschaps- en Rechtspersonen, deel 58, Kluwer, en J. Mouthaan, 'Artikel 3 lid 1 van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 en de controlled auction', in: *V&O* 1997, p. 91 e.v.

2 Zie 'Veilingfusie en Medezeggenschapsrechten' van Loman in *Ondernemingsrecht* 1999/1.

3 Zie bijvoorbeeld HR 18 juni 1982, *NJ* 1983/723 Plas (Valburg); HR 23 oktober 1987, *NJ* 1983/1017 VSH-Sheel; HR 31 mei 1991, *NJ* 1991/647 Vogelaar-Schil; HR 14 mei 1993, *NJ* 1993446 Elektro-Ehrbecker.

4 Zie bijvoorbeeld A.E. Driessen, 'Afgebroken onderhandelingen', in: *V&O* 1996/11; M. van Hooydonk, 'Onderhandelen met een voorbehoud', in: *V&O* 1996/1; H.J. de Kluiver, 'Onderhandelen en Privaatrecht' (serie *Recht en Praktijk* Kluwer); B. Wessels, 'Bonafide Onderhandelen', in: *NTBR* 1996/6.

5 Zie mr. W.W. de Nijs Bik, '(Due) Diligence', in: *TVVS* 1996/8.

6 Ik laat hier gemakshalve buiten beschouwing het feit dat bepaalde concurrentiegevoelige informatie veelal pas in een later stadium voor onderzoek wordt vrijgegeven.