

De onderzoeksplicht bij de koop van aandelen

Het dwalingsleerstuk is een uitvloeisel van de leer dat in beginsel alleen rechtshandelingen die berusten op een bewuste en vrij gevormde wil, rechtsgevolg mogen hebben.¹ In geval van een onjuiste voorstelling van zaken kan daarom de koper (en minder vaak de verkoper) onder bepaalde omstandigheden de overeenkomst vernietigen door middel van een beroep op dwaling. De verhouding tussen onderzoeks- en mededelingsplicht is vaak bepalend voor het antwoord op de vraag of het beroep op dwaling kans van slagen heeft. Met andere woorden: aan wie is de dwaling te wijten? Had de dwalende de onjuiste voorstelling van zaken kunnen voorkomen door meer onderzoek te doen? Of had zijn wederpartij hem van het punt waarover hij dwaalde, moeten informeren? Ten aanzien van dwaling bij overeenkomsten in de consumentensfeer heeft de Hoge Raad een aantal regels geformuleerd. Zijn deze regels onverkort van toepassing op de dwaling in het kader van een aandelentransactie? Brengt het feit dat de in de Nederlandse overnamepraktijk Angelsaksische opvattingen een steeds grotere rol gaan spelen, mee dat ook de Angelsaksische leer van *negligent misrepresentation* invloed krijgt op de toepassing van artikel 6:228 BW in geval van aandelentransacties? Aan de hand van jurisprudentie onderzoek ik de vraag of de algemene dwalingsleer nog kan worden toegepast op aandelentransacties, of dat in dat geval aan een andere norm moet worden getoetst.

Algemene leer dwaling en mededelingsplicht

Voor een geslaagd beroep op dwaling is op grond van artikel 6:228 lid 1 BW vereist dat de overeenkomst op grond van een onjuiste voorstelling van zaken is aangegaan en dat de dwalende de overeenkomst bij een juiste voorstelling van zaken niet of niet onder dezelfde voorwaarden zou zijn aangegaan. Daarnaast dient aan een van de volgende voorwaarden te zijn voldaan:

1. de dwaling is te wijten aan een inlichting van de wederpartij, tenzij deze mocht aannemen dat de overeenkomst ook zonder deze inlichting zou worden gesloten;
2. de wederpartij had, in verband met hetgeen zij omtrent de dwaling wist of behoorde te weten, de dwalende behoren in te lichten; of
3. de wederpartij is bij het sluiten van de overeenkomst van dezelfde onjuiste veronderstelling als de dwalende uitgegaan, tenzij zij ook bij een juiste voorstelling van zaken niet had behoeven te begrijpen dat de dwalende daardoor van het sluiten van de overeenkomst zou worden afgehouden.

1. J.M. Smits, *Dwaling en niet-nakoming bij overeenkomsten: parallellen en verschillen*, Serie studiepockets privaatrecht, Deventer: Tjeenk Wilink, Deventer 1999, p. 4.

De onder 2 genoemde situatie levert spanning op met betrekking tot de verhouding onderzoeks- en mededelingsplicht. In deze situatie wordt een beroep gedaan op het inlevingsvermogen van de wederpartij: zij moet begrijpen welke eigenschappen van de zaak voor de ander van doorslaggevend belang zijn, en moet, indien de ander omtrent een van deze eigenschappen dwaalt, hem uit de droom helpen.

Lid 2 van artikel 6:228 BW bepaalt vervolgens dat een overeenkomst niet met een beroep op dwaling kan worden vernietigd, indien de dwaling een uitsluitend toekomstige omstandigheid betreft, of indien de dwaling, gezien de aard van de overeenkomst, de in het verkeer geldende opvattingen of de omstandigheden van het geval, voor rekening van de dwalende dient te blijven.

Of de wederpartij een mededelingsplicht heeft, is telkens afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder de deskundigheid van partijen, het al dan niet bestaan van een vertrouwensrelatie tussen partijen en de complexiteit van de zaak.² Naarmate een partij op het gebied van de overeenkomst meer deskundig is, rust op haar een grotere verantwoordelijkheid en dus eerder een mededelingsplicht. Dit geldt evenzeer in het geval dat een partij zich laat bijstaan door een deskundige of zelfs een team van deskundigen, zoals bij koopovereenkomsten van aandelen vaak het geval is. Daarnaast geldt dat het bestaan van een vertrouwensrelatie de mededelingsplicht van de verkoper vergroot. Ten slotte zal op de verkoper een grotere mededelingsplicht rusten naarmate de te verkopen zaak ingewikkelder is of aan ingewikkelde regelgeving is onderworpen. Bij ieder beroep op dwaling zullen daarom de bijzondere omstandigheden van het geval nauwkeurig moeten worden vastgesteld.³

In de jurisprudentie is de regel ontwikkeld dat een partij die haar mededelingsplicht bij het totstandkomen van de overeenkomst heeft geschonden, zich ter afwering van een beroep op dwaling in redelijkheid niet op het standpunt kan stellen dat de wederpartij haar onderzoeksplicht heeft geschonden en daardoor het ontstaan van dwaling aan zichzelf heeft te wijten.⁴ Kortom: in het Nederlandse recht prevaleert de mededelingsplicht in het algemeen boven de onderzoeksplicht.

2. M.M. van Rossum, *De schadevergoedingsplicht bij dwaling en de negligent misrepresentation*, WPNR (1989) 5928, p. 497-502.

3. HR 10 april 1998, NJ 1998, 666 m.nt. WMK (Offringa/Vink).

4. HR 30 november 1973, NJ 1974, 97 m.nt. GJS (Van der Beek/Van Dartel); HR 21 december 1990, NJ 1991, 251 (Van Geest/Nederlof); HR 10 april 1998, NJ 1998, 666 m.nt. WMK.

Engelse leer dwaling

Het Engelse recht kent een regeling die overeenstemming vertoont met onze rechtsfiguur van dwaling: de *negligent misrepresentation*. Van *negligent misrepresentation* is sprake wanneer ten gevolge van een onjuiste verklaring van de wederpartij – die weliswaar niet opzettelijk is afgelegd, maar wel voortvloeit uit onachtzaamheid – de contractspartij een overeenkomst aangaat. In dat geval kan de dwalende de overeenkomst vernietigen. Een voorwaarde is dan wel dat de verklaring van de wederpartij van wezenlijke aard is.⁵ Een verschil tussen de dwaling en de *negligent misrepresentation* is dat in het Engelse recht minder snel een spreekplicht wordt aangenomen dan in het Nederlandse recht. In Engeland geldt het principe van *non-disclosure*. Dit principe houdt in dat de wetenschap van wezenlijke feiten die van invloed kunnen zijn op het al dan niet sluiten van de overeenkomst, op zichzelf geen reden is om een spreekplicht aan te nemen, bij schending waarvan de overeenkomst vernietigd kan worden.⁶ Een verkoper heeft in beginsel pas een spreekplicht wanneer de koper hem om specifieke informatie vraagt:

‘It is therefore up to the purchaser to do what he can, by investigation (the due diligence exercise) and contractual provision, to ensure that the target company owns those assets which it is thought to possess and that it has no liabilities apart from those of which the purchaser is aware.’⁷

Met andere woorden: de verkoper heeft niet de plicht om na te gaan welke eigenschappen van de target company voor de koper van essentieel belang zijn, en de koper op de eventuele afwezigheid van die eigenschappen te wijzen. Dit in tegenstelling tot hetgeen de verkoper naar Nederlands recht verplicht is op grond van artikel 6:228 lid 1 sub b BW, op grond waarvan een overeenkomst die onder invloed van dwaling gesloten is, vernietigd kan worden indien de wederpartij in verband met hetgeen zij omtrent de dwaling wist of behoorde te weten, de dwalende had behoren in te lichten. Dit verschil brengt mee dat de Engelse koper minder mogelijkheden heeft om met een beroep op dwaling onder het door hem gesloten contract uit te komen. Vandaar dat de Engelse koper, om zijn risico zo veel mogelijk te beperken, zich bij grote transacties laat bijstaan door een due-diligence-team, dat de boeken en de assets van de target company onderzoekt en daarnaast informatie probeert in te winnen door het gericht stellen van vragen aan het management van de target company. Aansluitend probeert de koper zo veel mogelijk garanties te bedingen, zodat hij bij onwelkome verrassingen zijn schade op de verkoper kan verhalen wegens *breach of contract*.

5. M.M. van Rossum, a.w.

6. Bell versus Lever Brothers Ltd, 1932, AC 747.

7. Ronald D. Fox, *Due Diligence, Disclosures and Warranties in the Corporate Acquisitions Practice*, Londen: Graham and Trotman 1988, p. 137.

Jurisprudentie

Hoog Catharijne

In het Hoog Catharijne-arrest⁸ heeft de Hoge Raad zich uitgesproken over de verhouding tussen onderzoeks- en mededelingsplicht in het kader van een beroep op wanprestatie bij een koopovereenkomst van aandelen. De vraag was of de verkopers hadden voldaan aan hun garantieverplichting om ervoor in te staan dat (1) de target company Hoog Catharijne B.V. (hierna: HC) alle informatie had verstrekt die van belang was voor de kopers (hierna: ABP c.s.) ter zake van de beoordeling van de waarde van de ingebrachte onderneming, en (2) of zij volledige informatie had verschaft over de voorwaarden en overeenkomsten die van toepassing waren op het erfpacht/opstalrecht. Deze vraag moest worden beantwoord omdat ABP c.s. pas na het sluiten van de koopovereenkomst bekend werden met het bestaan van twee leningsovereenkomsten, waarop door HC werd afgelost door een verhoging van de af te dragen canonverplichtingen. ABP c.s. wilden het bedrag dat met de aflossingen was gemoeid, op de verkopers verhalen en deden daartoe een beroep op de door de verkopers afgegeven garantie, stellende dat HC niet aan haar mededelingsplicht had voldaan. Het hof overwoog dat de reikwijdte van de verplichting van HC om aan ABP c.s. alle informatie te verschaffen mede werd bepaald door hetgeen HC in de gegeven omstandigheden aan onderzoeksinspanningen van de kant van ABP c.s. mocht verwachten. Hierbij achtte het Hof (r.o. 4.8.1):

‘(...) met name van belang (i) de omstandigheid dat een op initiatief van ABP c.s. tot stand gekomen deskundige werkgroep een onderzoek in het archief en de administratie van HC had ingesteld en naar aanleiding daarvan het zogenaamde Groene Boek had samengesteld, zodat HC mocht verwachten dat ABP c.s. na bestudering van dit Groene Boek zouden aangeven of en op welke punten zij behoefte aan nadere informatie hadden; (ii) de omstandigheid dat HC niet wist dat ABP c.s. de kleine leningen over het hoofd hadden gezien, aangezien zij niet wist of en in hoeverre ABP c.s. een onderzoek hadden ingesteld naar het erfpachtsysteem en de toekomstige canonverplichtingen naar aanleiding van de beschouwingen daaromtrent in de – in het Groene Boek opgenomen – voordracht aan de gemeenteraad van Utrecht; en (iii) de omstandigheid dat HC evenmin wist (a) welk gewicht ABP c.s. hechtten aan een meer gedetailleerde kennis van de toekomstige canonverplichtingen, (b) op welke wijze ABP c.s. tot een waardebeoordeling van het complex waren gekomen, en (c) dat daarbij door ABP c.s. te lage toekomstige canonverplichtingen in aanmerking waren genomen.’

8. HR 22 december 1995, NJ 1996, 300.

De Hoge Raad bekrachtigde dit arrest. De omstandigheid dat ABP c.s. geen kennis droegen van het bestaan van de leningen, kwam daarom voor hun eigen rekening.

In deze uitspraak hebben hof en Hoge Raad rekening gehouden met het feit dat de koper een due-diligence-onderzoek had laten verrichten. De conclusie van de Hoge Raad is dat op de verkopers geen mededelingsplicht rustte ten aanzien van het erfpachtsysteem. Als gevolg van het instellen van het due-diligence-onderzoek mocht de verkoper verwachten dat de koper zelf om nadere informatie zou vragen. Kortom: een grotere onderzoeksplicht voor de koper. Dit doet denken aan het Engelse systeem, waarin de verkoper pas inlichtingen hoeft te verschaffen wanneer de koper daarom vraagt. Voor dat systeem is zeker wat te zeggen. Met name bij grote, ingewikkelde aandelentransacties is het voor de verkoper moeilijk vast te stellen wat voor de koper van essentieel belang is. Veel makkelijker is het om de koper zelf te laten bepalen wat voor hem essentieel is en vervolgens te onderzoeken of de target company die essentiële eigenschappen ook daadwerkelijk bezit. Daarnaast kan de koper proberen garanties af te dwingen ten aanzien van eigenschappen waarvan hij niet zeker is of de target company ze ook daadwerkelijk bezit. Door dit te doen creëert de koper voor zichzelf, naast de mogelijkheid van een beroep op dwaling, de mogelijkheid om zijn risico te beperken door middel van een beroep op wanprestatie.

*L.E. Beheermaatschappij/Stijnman*⁹

In het arrest *L.E. Beheermaatschappij/Stijnman* moest de Hoge Raad beoordelen of een beroep op vernietiging wegens dwaling in het kader van een aandelenovereenkomst gegrond was. De koper van aandelen stelde dat hij bij de koop weliswaar op de hoogte was van het bestaan van een stamrechtsovereenkomst tussen de target company en haar (voormalig) aandeelhouder (hierna: de verkoper), maar niet wist dat de target company op grond van die stamrechtsovereenkomst ook na 1 januari 1989 nog verplicht was om jaarlijks het door de verkoper ingebrachte bedrag met rente te verhogen. Hij stelde dat hij de overeenkomst mede had gesloten onder invloed van een door de verkoper gewekte onjuiste voorstelling van zaken, omdat de verkoper hem had meegedeeld dat na 1 januari 1989 (vlak na de totstandkoming van de koopovereenkomst) geen rente meer over de stamrechtsovereenkomst betaald zou hoeven worden. Het hof overwoog dat *L.E. Beheer* wist dat de verkoper een stamrechtsovereenkomst had en het daarom op haar weg had gelegen inzage te verlangen in de van die overeenkomst opgemaakte akte, dan wel bij de verkoper over de inhoud van die overeenkomst te informeren. Nu *L.E. Beheer* dat heeft nagelaten, moet haar beroep op dwaling volgens het hof als ongegrond worden verworpen.

9. HR 16 juni 2000, NJ 2001, 559.

De Hoge Raad vernietigde het arrest van het hof, omdat het hof de stelling dat de verkoper aan *L.E. Beheer* had meegedeeld dat na 1 januari 1989 geen rente meer verschuldigd zou zijn, niet in zijn oordeel had betrokken. Hiermee heeft het hof miskend dat *L.E. Beheer* mocht afgaan op de juistheid van de mededelingen van de verkoper. De Hoge Raad overwoog:

‘Wanneer een partij voor de totstandkoming van de overeenkomst aan de wederpartij bepaalde inlichtingen had behoren te geven om te voorkomen dat de wederpartij zich omtrent de betreffende punten een onjuiste voorstelling zou maken, zal in het algemeen de goede trouw zich ertegen verzetten dat de eerstgenoemde partij ter afwering van een beroep op dwaling aanvoert dat de wederpartij het ontstaan van dwaling aan zichzelf heeft te wijten. In die regel ligt besloten dat het enkele feit dat een partij haar onderzoeksplicht naar bepaalde relevante gegevens verzaakt, niet uitsluit dat de andere partij terzake van diezelfde gegevens een mededelingsplicht heeft.’

Onderzoeks- en mededelingsplicht kunnen elkaar dus overlappen. De Hoge Raad heeft het arrest voor verdere behandeling verwezen naar het hof te Amsterdam.

In zijn conclusie bij het hiervoor genoemde arrest wijst Langemijer erop dat de algemene regel (zoals geformuleerd onder 1) die in de rechtspraak is ontwikkeld, is gebaseerd op ‘overeenkomsten in de consumentensfeer’. Toch lijkt de Hoge Raad die regel ook bij koopovereenkomsten van aandelen toe te passen. Bij consumentenovereenkomsten is vaak te overzien welke informatie voor de wederpartij van belang kan zijn en daarom niet verzwegen mag worden. Bij koopovereenkomsten van aandelen is dit vaak anders, omdat in beginsel alle van de onderneming deel uitmakende rechten en verplichtingen van belang zijn voor het sluiten van de overeenkomst. Om dit probleem te ondervangen wordt ook in de Nederlandse praktijk veelal gebruikgemaakt van garanties en vindt voorafgaand aan de onderhandelingen een due-diligence-onderzoek plaats. Het is daarom de vraag of de dwalingsleer die ontwikkeld is naar aanleiding van consumentenovereenkomsten, onverkort op koopovereenkomsten van aandelen kan worden toegepast.

VBI/Interchem

In een onlangs gewezen arrest heeft de Hoge Raad zich opnieuw over de verhouding tussen onderzoeks- en mededelingsplicht in het kader van een beroep op dwaling bij een aandelenovereenkomst uitgesproken.¹⁰ Ook hier had de koper voorafgaand aan de totstandkoming van de koopovereenkomst informatie ingewonnen door het verrichten van een – beperkt – due-diligence-onderzoek. Uit dit onderzoek bleek dat de informatie die een van de verkopers voor het

10. HR 10 oktober 2003, LJN-nummer AI0306.

sluiten van de voorovereenkomst aan de koper had verstrekt, op een aantal belangrijke punten niet correct was. Na heronderhandelingen die in een halvering van de koopprijs resulteerden, was de koper bereid door te gaan met de transactie. Er werden geen garanties door de verkopers meer gegeven. De koper stelde dat een van de verkopers zijn mededelingsplicht heeft geschonden, nu achteraf was gebleken dat de financiële situatie van de overgenomen vennootschap nog veel slechter was dan hij bij het aangaan van de overeenkomst had gedacht.

Het hof heeft overwogen (r.o. 4.3):

‘(...) de koper heeft bewust het risico genomen dat de waarde van de vennootschap (nog verder) kon tegenvallen; hoewel zij wist dat de door een van de verkopers verstrekte informatie op zijn minst onvolledig was, heeft zij aan het doorgaan van de transactie geen voorwaarden verbonden, bijvoorbeeld door het bedingen van een onbepaald due diligence onderzoek of van de bij overnametransacties gebruikelijke garanties. Zij heeft in tegendeel de reeds in de voorovereenkomst bedongen garanties laten vallen. Evenals de rechtbank is het hof dan ook van oordeel dat de gestelde dwaling van VBI [de koper, MvO] voor haar rekening dient te blijven, zodat haar geen beroep op dwaling toekomt. Onder de geschetste omstandigheden komt VBI ook geen beroep toe op de schending van een mededelingsplicht.’

VBI stelt tegen het arrest van het hof cassatie in, maar de Hoge Raad verwerpt het beroep.

Het hof is in de hiervoor genoemde uitspraak door toepassing van de algemene dwalingsleer tot het oordeel gekomen dat in dit geval de koper geen beroep op dwaling toekwam. Het beroep op dwaling strandde op grond van de omstandigheden van het geval, met name het feit dat de koop werd gesloten tegen een opvallend lage prijs. Volgens het hof had VBI bewust het risico genomen dat de waarde van de target company kon tegenvallen, doordat zij bewust had afgezien van het krijgen van volledige informatie of van verdere garanties, en in plaats daarvan een lagere koopprijs had bedongen. Zoals Timmerman in zijn conclusie stelt: de dwalingskans is in de overeenkomst verdisconteerd.

Conclusie

Ik heb onderzocht in hoeverre de algemene dwalingsleer kan worden toegepast in geval van een aandelentransactie. Uit het Hoog Catharijne-arrest blijkt dat wanneer de koper van aandelen een due-diligence-onderzoek heeft ingesteld, de verkoper onder bepaalde omstandigheden mag verwachten dat de koper zelf om aanvullende informatie vraagt, waardoor de nadruk komt te liggen op de onderzoeksplicht van de koper. In L.E. Beheer / Stijnman heeft de Hoge Raad bepaald dat onderzoeks- en mededelingsplicht elkaar kunnen overlappen. In de uitspraak VBI/Interchem ligt besloten dat het nalaten van bedingen van garanties en het achterwe-

ge laten van een due-diligence-onderzoek bij een aandelentransactie van invloed kunnen zijn voor de vraag of de dwaling voor rekening van de koper dient te blijven.

Tot op heden heeft de Hoge Raad zich niet uitdrukkelijk uitgesproken over de vraag of in het kader van dwaling bij aandelentransacties een andere norm moet worden toegepast dan bij consumentenovereenkomsten. Uit de zojuist aangehaalde arresten blijkt dat de Angelsaksische gebruiken met betrekking tot aandelentransacties, zoals het laten verrichten van een due-diligence-onderzoek, het bedingen van garanties en het gebruik van representations and warranties in de koopovereenkomst van aandelen, in het Nederlandse recht een steeds grotere rol spelen. Het hanteren van deze gebruiken kan bijvoorbeeld een grotere onderzoeksplicht van de koper meebrengen, zoals we hebben gezien bij de overname van het Hoog Catharijne-complex. Aan de andere kant kan het niet toepassen van deze gebruiken ertoe leiden dat de dwaling voor rekening van de koper dient te blijven, zoals het geval was in L.E. Beheer/Stijnman.

Het gevolg daarvan is dat deze gebruiken enerzijds de verhouding tussen mededelings- en onderzoeksplicht – die tot uitdrukking komt in lid 1 van artikel 6:226 BW – beïnvloeden, en anderzijds de in artikel 6:228 lid 2 BW genoemde in het verkeer geldende opvattingen inkleuren, die kunnen meebrengen dat de dwaling voor rekening van de dwalende dient te blijven. Door deze ‘anglisering’ van de geldende gebruiken bij koopovereenkomsten van aandelen is, net als bij de Engelse leer van *negligent misrepresentation*, steeds meer de nadruk komen te liggen op de onderzoeksplicht van de koper. Bij consumentenovereenkomsten prevaleert echter juist de mededelingsplicht.¹¹ Doordat de koper van aandelen bepaalde garanties bedingt, verschuift het risico van onwelkome verrassingen naar de verkoper. Daar staat tegenover dat de koper in ruil voor de verkregen garanties een hogere prijs zal moeten betalen. Hij koopt dus als het ware het risico af. Laat hij het bedingen van garanties achterwege, dan is het naar mijn idee niet onredelijk dat indien het risico zich verwezenlijkt, dit voor zijn rekening dient te blijven. Dit brengt niet automatisch mee dat de algemene dwalingsleer zoals geformuleerd onder 1 niet meer op de dwaling in het kader van een koopovereenkomst van aandelen zou kunnen worden toegepast. Een apart hoofdstuk? Nee. Slechts het invullen van een open norm.

Mr. M. van Oosten
NautaDutilh

11. HR 30 november 1973, NJ 1974, 97 m.nt. GJS (Van der Beek/ Van Dartel); HR 21 december 1990, NJ 1991, 251 (Van Geest/ Nederlof); HR 10 april 1998, NJ 1998, 666 m.nt. WMK; HR 16 juni 2000, NJ 2001, 559 m.nt. JH.