

# Het beëindigen van overnamecontracten door de koper in crisistijd

Mr. S.S.D. Nizamoeddin \*

## Inleiding

De economische crisis, die in 2008 insloeg als een bom, heeft een grote impact gehad op de wereldeconomie en de financiële markten. De gevolgen daarvan zijn in de overnamepraktijk nog altijd goed merkbaar; acquisitiefinancieringen kunnen spaaklopen of de waarde van een targetvennootschap kan sterk zijn verminderd. Voor een koper kunnen deze verslechterde economische omstandigheden reden zijn om de precontractuele onderhandelingen in het kader van een overnametransactie af te breken,<sup>1</sup> of in geval van een reeds gesloten overnamecontract dit te wijzigen dan wel te beëindigen.

Het beëindigen van een overnamecontract kan verstrekkende gevolgen hebben en leiden tot gecompliceerde ongedaanmakingsverplichtingen voor partijen. Dit relatief zware middel zal daarom pas door de koper worden aangewend als heronderhandelingen over de koopprijs of wijziging van de overeenkomst geen soelaas bieden. In de praktijk zal de koper echter beperkt zijn in zijn mogelijkheden het overnamecontract te beëindigen. Zo bevatten verreweg de meeste overnamecontracten bepalingen waarin de mogelijkheid tot ontbinding van de overeenkomst<sup>2</sup> en (vernietiging daarvan via) een beroep op dwaling<sup>3</sup> (rechtsgeldig) wordt uitgesloten. Op die manier zal de koper dan ook geen beëindiging van het overnamecontract kunnen bewerkstelligen in verband met de huidige (uitzonderlijke) economische omstandigheden. De vraag die vervolgens rijst, is of een koper wellicht op een andere manier een *escape* kan creëren. Kan bijvoorbeeld een beroep op het dwingendrechtelijke artikel 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden) de koper enige uitkomst bieden, of doet de koper er beter aan een zogenoemde *material adverse change*-clausule in het

overnamecontract op te nemen? In deze bijdrage zal eerst de mogelijkheid om het overnamecontract op grond van onvoorziene omstandigheden te beëindigen worden besproken, daarna zal de *material adverse change*-clausule de revue passeren.

## Verslechterde economie als onvoorziene omstandigheid?

Artikel 6:258 BW geeft de rechter de mogelijkheid in te grijpen als zich na de totstandkoming van de overeenkomst 'onvoorziene omstandigheden' voordoen. Dit kan door de overeenkomst (gedeeltelijk) te ontbinden of de rechtsgevolgen daarvan te wijzigen, eventueel onder door de rechter te stellen voorwaarden (art. 6:260 lid 1 BW). Aan de wijziging of ontbinding kan tevens terugwerkende kracht worden verleend.

Van onvoorziene omstandigheden (*imprévision*) in de zin van artikel 6:258 BW is sprake als het omstandigheden betreft die op het moment van het tot stand komen van de overeenkomst nog geheel in de toekomst lagen (voor omstandigheden die tevens het heden betreffen, zie het leerstuk van dwaling).<sup>4</sup> Het gaat dus om omstandigheden die niet uitdrukkelijk in de overeenkomst zijn voorzien of stilzwijgend zijn verdisconteerd (de uitleg hiervan geschiedt aan de hand van de Haviltex-norm<sup>5,6</sup>). Verder moeten die onvoorziene omstandigheden van dien aard zijn dat de wederpartij naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid ongewijzigde instandhouding van het overnamecontract niet mag verwachten. Zo wordt artikel 6:258 BW onder meer toegepast indien sprake is van een zodanig ernstige verstoring in de waardeverhouding tussen de wederzijdse prestaties bij wederkerige overeenkomsten dat het evenwicht tussen prestatie en tegenprestatie geheel is verbroken, of in gevallen waarin ongewijzigde nakoming van de overeenkomst voor een partij ernstig bezwaarlijk is geworden.<sup>7,8</sup>

\* Mr. S.S.D. Nizamoeddin is werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff.

1. Zie hierover o.a. HR 31 mei 1991, NJ 1991, 647 (Vogelaar/Skil), HR 14 juni 1996, NJ 1997, 481 (De Ruitertij/MBO), HR 12 augustus 2005, NJ 2005, 467 (CBB/JPO), in combinatie met Rb. Den Haag 3 juni 2009, LJN BJ3251, JOR 2009, 245 m.nt. Bartels.  
2. G.T.M.J. Raaijmakers, Ontbinding van aandelentransacties, O&F 2003, nr. 57, p. 12-15.  
3. C.T. van der Weij, Dwaling en bedrog bij het sluiten van overnameovereenkomsten, Vennootschap & Onderneming 2008, p. 49-53 en C.E. du Perron & T.H.M. van Wechem, Het uitsluiten van het beroep op dwaling in overnameovereenkomsten: een acceptabele of een onacceptabele boilerplate?, Vermogensrechtelijke Analyses 2004, nr. 1, p. 4-18.

4. HR 20 februari 1998, NJ 1998, 493 (Brijlant Schreuders/ABP) en HR 24 december 2004, LJN AR3642.  
5. HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 (Haviltex).  
6. Zie over de taalkundige uitleg van handelscontracten o.a. HR 19 januari 2007, LJN AZ3178, JOR 2007, 166 (Meyer Europe/PontMeyer) en HR 29 juni 2007, LJN BA4909, JOR 2007, 198 (Derksen/Homburg).  
7. HR 12 juni 1987, NJ 1988, 150 m.nt. E.A.A. Luijten (Kriek/Smit).  
8. Toelichting-Meijers, Parl. Gesch. Boek 6, MvA II, p. 969 en 975.

Aan de strikte eisen van artikel 6:258 BW zal niet snel zijn voldaan, omdat redelijkheid en billijkheid in beginsel verlangen dat afspraken worden nagekomen en dat afwijking daarvan alleen bij hoge uitzondering is toegestaan. Een rechter zal dan ook bij het honoreren van een beroep op artikel 6:258 BW dezelfde terughoudendheid moeten betrachten als uit de bewoordingen van artikel 6:248 lid 2 BW voortvloeit.<sup>9</sup> Bovendien geldt op grond van artikel 6:258 lid 2 BW dat de wijziging of ontbinding niet wordt uitgesproken als de omstandigheden krachtens de aard van de overeenkomst of de in het verkeer geldende opvattingen voor rekening komen van degene die zich erop beroept. Kan gelet hierop artikel 6:258 BW de koper die vanwege de economische crisis van het overnamecontract af wil, dan wel de gewenste remedie bieden?

Een uitweg voor de koper via een succesvol beroep op een *imprévision* lijkt geenszins vanzelfsprekend. Voor zover de rechter niet oordeelt dat de huidige economische situatie in het overnamecontract moet worden geacht te zijn verdisconteerd, zal hij ook in alle overige gevallen een beroep op artikel 6:258 BW niet snel honoreren. Hoewel concrete jurisprudentie op dit gebied met betrekking tot overnamecontracten ontbreekt, kan niettemin uit de hierna te bespreken rechtspraak over het leerstuk van onvoorziene omstandigheden het volgende worden gedistilleerd.

In een zaak die speelde voor de Rechtbank Arnhem<sup>10</sup> wees de voorzieningenrechter het beroep van een koper van vastgoed op artikel 6:258 BW (dat hij vanwege de economische crisis de financiering niet rond had kunnen krijgen) af en baseerde zich daarbij op het feit dat de koper geruime tijd voor het uitbreken van de economische crisis in de gelegenheid was geweest om de benodigde financiering te regelen. De vraag of het als gevolg van de economische crisis niet kunnen verkrijgen van een financiering voor een vastgoedtransactie een onvoorziene omstandigheid oplevert in de zin van artikel 6:258 BW, kwam tevens aan de orde in een zaak voor de Rechtbank Zwolle.<sup>11</sup> De rechtbank oordeelde in die zaak dat omstandigheden die de financiering van een vastgoedtransactie bemoeilijken naar de aard van de overeenkomst voor rekening van de koper komen en het beroep op onvoorziene omstandigheden daarom faalde. Ook aan een koper van vastgoed die werd geconfronteerd met een daling van de onroerendgoedprijzen als gevolg van de economische crisis, kwam naar het oordeel van de Rechtbank Zutphen<sup>12</sup> geen geslaagd beroep op onvoorziene omstandigheden toe. De rechtbank meende dat een dergelijke wijziging (al dan niet substantieel) niet viel aan te merken als een onvoorziene omstandigheid en dat naar de in het verkeer geldende opvattingen een daling van de onroerendgoedprijzen na sluiting van de koopovereenkomst in beginsel voor rekening van de koper diende te komen. Recentelijk nog kwam de

Rechtbank Dordrecht<sup>13</sup> tot een soortgelijk oordeel inzake een kwestie over een opzegging van een kredietovereenkomst:

‘Beoordeeld dient te worden of de door [gedaagde] aangevoerde gewijzigde economische situatie als onvoorziene omstandigheid in bovengenoemde zin valt aan te merken. Het is een feit van algemene bekendheid dat de economie in het algemeen aan schommelingen onderhevig is. Periodes van economische voorspoed worden vroeg of laat afgewisseld door economisch mindere tijden. Indien de economische situatie op een zeker moment verslechtert, kan dan ook niet worden gesproken van een werkelijk exceptionele situatie. Dit betekent dat een dergelijke wijziging niet is aan te merken als een onvoorziene omstandigheid in de zin van eerdergenoemde bepalingen, ook niet indien sprake is van substantiële wijzigingen. Bovendien dient een gewijzigde economische situatie krachtens de verkeersopvattingen te worden beschouwd als een ondernemersrisico, dat voor rekening van [gedaagde] komt. Het voorgaande brengt met zich dat het beroep op artikel 6:258 BW faalt. (...)’

Haaks op deze rechterlijke uitspraken staat het vonnis (in kort geding) van de Raad van Arbitrage voor de Bouw.<sup>14</sup> De Raad van Arbitrage voor de Bouw was in deze zaak van oordeel dat de gewijzigde marktomstandigheden en de prijsdaling van cement (als gevolg van de economische crisis), waar ten tijde van het sluiten van de (in zekere mate langdurige) overeenkomst nog geen aanwijzingen voor waren, wél kwalificeerden als onvoorziene omstandigheden.

Gezien deze huidige stand in de rechtspraak en de geschillenbeslechting kan dus geen eenduidig antwoord worden gegeven op de vraag welke factoren leiden tot een succesvol beroep op de economische crisis als onvoorziene omstandigheid; van specifieke omstandigheden van het geval lijkt afhankelijk te zijn of de economische crisis wordt beoordeeld als een onvoorziene omstandigheid. Kort en goed kan uit het voorgaande wel worden afgeleid dat, gelet op de strikte eisen van artikel 6:258 BW en de terughoudende opstelling van de rechter, het voor de koper erg lastig zal worden om het overnamecontract vanwege verslechterde economische omstandigheden via een beroep op onvoorziene omstandigheden te beëindigen. Een contractuele *escape* kan de koper in een dergelijke situatie wellicht meer soelaas bieden dan de wettelijke regeling.

### Een MAC-clausule als *escape*?

In de Europese overnamepraktijk wordt de risicoallocatie tussen partijen bij gewijzigde omstandigheden steeds vaker contractueel geregeld in plaats van dat partijen zich verlaten op het leerstuk van onvoorziene omstandigheden. Uit recente

9. Toelichting-Meijers, Parl. Gesch. Boek 6, MvA II, p. 969 en 974 en zie ook HR 27 april 1984, NJ 1984, 679.

10. Vزر. Rb. Arnhem 24 oktober 2008, LJN BG3630.

11. Rb. Zwolle 18 maart 2009, LJN BI2304.

12. Rb. Zutphen 30 september 2009, LJN BK3761.

13. Rb. Dordrecht 14 juli 2010, LJN BN1443, r.o. 4.16 en 4.17.

14. Raad van Arbitrage voor de Bouw 30 december 2009, nr. 31.847.

onderzoeken van de *American Bar Association*<sup>15,16</sup> naar (in Europese landen gesloten) overnamecontracten blijkt dat steeds meer overnamecontracten een *material adverse change* (hierna: MAC-)clausule bevatten; gebeurde dat in 2005-2007 nog in 29% van de onderzochte overnamecontracten, in 2008 steeg dat percentage naar 47% van de gesloten overnamecontracten. Kennelijk hechten partijen er steeds vaker belang aan om een MAC-clausule in het overnamecontract op te nemen, maar het valt nog te bezien welke waarde dit kan hebben voor de koper.

MAC-clausules worden in de overnamepraktijk veelal gebruikt om de koper te beschermen tegen het risico dat zich tussen de ondertekeningsdatum van het overnamecontract en de overdrachtsdatum omstandigheden voordoen die van significante (nadelige) betekenis zijn voor de (financiële) positie van de targetvennootschap. Andere varianten hierop komen in de praktijk ook voor. De MAC-clausule biedt, voor zover deze als MAC-garantie (de zogenoemde '*back-door MAC*') in de overeenkomst is vormgegeven, de koper de mogelijkheid om bij schending daarvan schadevergoeding van de verkoper te vorderen wegens contractbreuk. Vaak wordt de MAC-clausule vormgegeven als een opschortende voorwaarde (de zogenoemde '*stand-alone MAC*') voor de koper om uitvoering te geven aan de overnametransactie; in geval van een MAC kan de koper (kosteloos) afzien van de overnametransactie of door dit recht van terugtrekking de heronderhandelingen openen over de koopprijs.

Voor de beantwoording van de vraag of, en in hoeverre de koper met een beroep op de MAC-clausule (als opschortende voorwaarde) van een overnametransactie kan afzien, is het nuttig naar de Anglo-Amerikaanse rechtspraak en literatuur over de MAC-clausule te kijken omdat Nederlandse rechtspraak hierover vrijwel is beperkt tot (voor zover mij bekend) één uitspraak van de Hoge Raad (Phoenix/Philips<sup>17</sup>). Uit de zeer casuïstische Amerikaanse rechtspraak<sup>18</sup> kan worden afgeleid dat de succesratio voor de koper om het overnamecontract op basis van een MAC-clausule te beëindigen, afhangt van het feit hoe de desbetreffende bepaling door partijen is opgesteld en wordt uitgelegd.

Een algemeen geformuleerde MAC-clausule lijkt als voordeel te hebben dat een groot aantal door partijen 'onvoorziene' omstandigheden hieronder zal vallen, maar heeft weer als nadeel dat de koper zal moeten aantonen dat de desbetreffende MAC-clausule betrekking heeft op de aan de orde zijnde gewijzigde omstandigheden op basis waarvan koper beëindiging van het contract verlangt. Een beroep op een algemeen geformuleerde MAC-clausule zal daarom zelden doel treffen.<sup>19</sup>

Een koper die in deze crisistijd het recht wil behouden in geval van specifieke omstandigheden van de overnametransactie af te zien, doet er dus goed aan in het overnamecontract gedetailleerd op te nemen in welke economische of marktomstandigheden (bijvoorbeeld sectorspecifieke risico's), met verwijzing naar financiële kengetallen, sprake is van een MAC, en voorts wat de gevolgen daarvan zijn. Een aldus gedetailleerde MAC-clausule vergroot de kansen voor de koper op een succesvol beroep daarop. Daarentegen beperkt het onnodig expliciet en uitgebreid omschrijven van omstandigheden in de MAC-clausule de reikwijdte van het al stringente artikel 6:258 BW; slechts weinig is dan 'onvoorzien'.

In de praktijk zal de invulling van de MAC-clausule in het overnamecontract enerzijds afhankelijk zijn van de onderhandelingskunsten van de koper en anderzijds van de bereidheid van de verkoper (die dealzekerheid verlangt) om de koper hierin tegemoet te treden. De koper vergroot in ieder geval met een enigszins gedetailleerde MAC-clausule (als opschortende voorwaarde) wel zijn kansen om in geval van specifieke economische omstandigheden het overnamecontract te kunnen beëindigen.

### Slot (*caveat emptor!*)

In de praktijk zal de koper beperkt zijn in de mogelijkheden het overnamecontract te beëindigen vanwege de huidige (uitzonderlijke) economische omstandigheden. Een beroep op artikel 6:258 BW zal de koper, gelet op de strikte eisen van voornoemd artikel en de terughoudende opstelling van de rechter, mogelijk niet kunnen baten. De MAC-clausule (als opschortende voorwaarde) kan de koper in dat opzicht wellicht meer soelaas bieden. Het valt een koper daarom aan te raden in het overnamecontract een enigszins gedetailleerde MAC-clausule (met vastgestelde parameters) op te nemen, opdat een beroep daarop meer kans van slagen heeft. In dat geval beschikt de koper over een adequate *escape* uit een onaantrekkelijk geworden overnametransactie.

15. 2008 Continental Europe Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study, A Project of the M&A Market Trends Subcommittee of the Mergers and Acquisitions Committee of the American Bar Association's Business Law Section, 15 december 2008, p. 24.

16. 2010 European Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study, A Project of the M&A Market Trends Subcommittee of the Mergers and Acquisitions Committee of the American Bar Association's Business Law Section, 16 augustus 2010, p. 35.

17. HR 7 september 2007, LJN BA2014, JOR 2007, 291 m.nt. Tjittes (Phoenix/Philips).

18. Zie o.a. Delaware Chancery Court 15 juni 2001, IBP, Inc. v. Tyson Foods, C.A. No. 18373; Tennessee Chancery Court, 27 december 2007, The Finish Line, Inc. v. Genesco, Inc., No. 07-2137-II(III); Delaware Chancery Court, 29 september 2008, Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp. C.A., No. 3841-VCL.

19. M.R. van Schooten, Material adverse change/material adverse events, Contracteren 2008, nr. 1, p. 10 en HR 7 september 2007, LJN BA2014, JOR 2007, 291 m.nt. Tjittes (Phoenix/Philips), randnr. 6 van de noot.