

# Impressies

## NDA's, process letters, engagement letters, release letters en biedbrieven

Over geheimhoudingsovereenkomsten en ander spul

Mr. J.G.A. Struycken\*

72

Bij de start van een verkoopproces van een onderneming, met name in het geval van een veilingfusie of *controlled auction*, wordt gewoonlijk geheimhouding afgesproken en daarnaast worden vaak ook enkele procedureafspraken<sup>1</sup> gemaakt. Ook worden adviseurs ingeschakeld. Dergelijke zaken worden in steeds grotere mate gedocumenteerd, en maar al te vaak levert dergelijke documentatie enige hoofdbrekens op. Hierna worden de meest voorkomende aandachtspunten in dergelijke documenten uiteengezet.

### 1. Geheimhoudingsovereenkomsten

De Hollandse nuchterheid roept de initiële opmerking op dat reeds in het arrest Lindenbaum-Cohen is uitgemak dat onbedoelde gebruikmaking van vertrouwelijke informatie een onrechtmatige daad oplevert. Die nuchterheid is echter onvoldoende om de grote behoefte aan een uitgewerkt document van niet-juristen, althans niet in het Nederlands recht geschoolde juristen, te beantwoorden. NDA's (*non disclosure agreements*) of *con-*

*fidentiality agreements* moeten dan worden opgesteld en overeengekomen. Daarbij helpt het niet als een partij die het eerste concept opstelt, het document sterk aanzet, hetgeen in mijn ervaring de toenemende neiging is. Vaak schieten ze nog wel eens voorbij het redelijke en dan kan het uitonderhandelen daarvan een hele toer zijn. Het risico van een overkill wordt nog groter als men bedenkt dat een inbreuk van een vertrouwelijkheidsbeding moeilijk, en in de praktijk zelden of nooit, met succes bewezen wordt.

De Angelsaksische overnameadviseurs (meestal afdelingen van zogeheten *investment banks*) en daarmee ook de Nederlandse praktijk zijn in mijn ervaring gewend om de NDA's in te richten als een eenzijdige brief, opgesteld in de tweede persoon: *you shall keep confidential* enzovoort. Een punt van aandacht is dan altijd wat onder *you* verstaan wordt, de rechtspersoon en/of de werknemers en welke dan, (de werknemers van) het acquisitievehikel en/of de holding of (ook) de groeps- of dochtermaatschappijen? De werknemers die zich bezighouden met de overnametransactie zijn niet per se in dienst van de rechtspersoon die de formele partij is. Bij een zeer groot concern kunnen er praktische bezwaren zijn om (de werknemers van) alle dochtermaatschappijen te binden aan de NDA. Denk hierbij bijvoorbeeld aan relatiebedingen die in een wereldwijd opererend bedrijf moeilijk nageleefd kunnen worden.

Deze redactie in de tweede persoon is niet praktisch als de geheimhoudingsbedingen wederkerig zijn of worden. Het ombouwen van een geheimhoudingsovereenkomst in de tweede persoon in een adequate wederkerige valt namelijk niet mee.

\* J.G.A. Struycken is advocaat bij Certa Legal Advocaten te Amsterdam en heeft, als advocaat en als voormalig bedrijfsjurist, meer dan vijftien jaar ervaring met financiële en overnametransacties in binnen- en buitenland. NDA's, process letters, engagement letters, release letters en biedbrieven

1. Hierover ook D.A.M.H.W. Strik, *Bid-rigging: to play or not to play*, Over spelregels ter bewaking van de effectiviteit van *controlled auctions*, *Ondernemingsrecht* 2004, nr. 204.

### 1.1 Relatiebedingen

Bij de in geheimhoudingsovereenkomsten gebruikelijke relatiebedingen schiet men nog wel eens door: een verbod tot het aannemen van andermans werknemers is strikt genomen alleen gerechtvaardigd indien de kandidaat-koper de werknemer heeft leren kennen gedurende het verkoopproces. Verdedigbaar is ook nog dat je het *key personell* van de target niet aanneemt of benadert terwijl jou de exclusieve wetenschap is gegund dat de target te koop staat, en zo zijn er meer pleidooien denkbaar. Ook wat betreft klanten en leveranciers gaan de relatiebedingen vaak te ver, en ook verder dan mededingingsrechtelijk is geoorloofd. In beginsel zijn dergelijke relatiebedingen slechts voor een periode van maximaal twee jaar geoorloofd.<sup>2</sup> Voor leveranciers zal slechts in uitzonderlijke gevallen gelden dat een relatiebeding gerechtvaardigd is.

Bij grote overnames moet in de huidige (schuld)kapitaalmarkt opgepast worden; de mogelijkheden tot het verkrijgen van financiering van de overname zijn schaars en daarmee wordt het succes van de kandidaat-koper bepaald. Ik weet van een grote *private equity*-fondsmanager die voor sommige overnames in sommige markten, voordat hij als koper een bod doet bij de financierende bank(en), exclusiviteit bedingt, met als gevolg dat nadien de kredietmarkt voor een belangrijk deel is uitgeput voor concurrerende kandidaat-kopers. Een bank die aan deze praktijk meedoet, verdient naar mijn mening een flinke tik op de vingers van de markt en de toezichthouder. Er is geen goede reden voor het verlenen van exclusiviteit. De verkopende partij doet er in een situatie waarin dat aan de orde kan zijn, goed aan in de geheimhoudingsovereenkomst te bedingen dat de kandidaat-koper dergelijke exclusiviteit voor de leverancier van kapitaal voor de kandidaat-koper niet afspreekt; later in het proces is daar geen geschikt moment meer voor.

### 1.2 Wederkerigheid

Als de informatie-ontvangende partij (en wellicht ook de informatieverstrekende partij) allerlei andere verplichtingen op zich genomen heeft (hebben) die verder gaan dan geheimhouding (zoals relatiebedingen), is er meer reden om de informatie-ontvangende partij ook beëindigingsgronden van de overeenkomst te geven. Ook gelden dan hogere eisen voor het aannemen van wilsovereenstemming. Zolang niet alle partijen hun handtekening hebben gezet, kan de kandidaat-koper mogelijk

het standpunt innemen dat hij zich kan onttrekken aan de onvolkomen overeenkomst.<sup>3</sup>

Het is belangrijk te bepalen dat het feit dat een verkoop door de verkoper overwogen wordt en dat er gesprekken plaatsvinden, ook vertrouwelijk is.<sup>4</sup> Daarnaast kan ook de kandidaat-koper er belang bij hebben dat zijn belangstelling om een overname te doen niet publiek wordt. De geheimhoudingsverplichting krijgt dan een tweezijdig karakter. Bij grootschalige, door de verkoper eenzijdig ingestoken *auctions* hebben verkopers er nogal eens moeite mee om zich aan een tweezijdige geheimhoudingsplicht te binden.

### 1.3 Grenzen aan gebruik van vertrouwelijke informatie

Een verplichting om informatie vertrouwelijk te houden is op zichzelf onschuldig en zou gemakkelijk nageleefd moeten kunnen worden. Toch is het nuttig aan zo'n verplichting een einddatum te verbinden. Al was het maar uit oogpunt van naleving; op enig moment moet een partij geen rekening meer hoeven houden met in het verleden gesloten geheimhoudingsovereenkomsten. De periode waarna alle verplichtingen vervallen is vaak twee tot drie jaar.

Vaak heb ik bedingen gezien van de informatieverstrekende partij dat de informatie alleen verstrekt mag worden aan personen binnen de potentiële koper als dat noodzakelijk is (*need to know*-basis) voor het voeren van de onderhandelingen. Daarmee wordt niet veel gewonnen naar mijn mening. Ook voor ondersteunend personeel geldt bijvoorbeeld dat zij ter uitoefening van hun taak toegang dienen te krijgen tot e-mail van een ander, ingang in het elektronische dossier, enzovoort, en zo zijn er meer redeneringen mogelijk die dat criterium nogal oprekken. Wel geeft zo'n bepaling of – meer algemeen – een verplichting om de kring van ingewijden zo klein mogelijk te houden wellicht steun bij de beoordeling van de toerekening en bij de bepaling van de schade in het geval een lek verweten kan worden. Soms wordt bepaald dat de ontvangende partij een logboek zal bijhouden van alle informatie die zij heeft ontvangen en met welke personen die informatie is gedeeld bij de ontvangende partij en diens adviseurs. Zeker in het digitale

2. Bekendmaking van de Europese Commissie betreffende beperkingen die rechtstreeks verband houden met en noodzakelijk zijn voor de totstandkoming van concentraties d.d. 4 juli 2001 (2001/C 188/03), par. 15 e.v., art. 10 Mededingingswet.

3. Het gebeurt maar al te vaak dat dergelijke geheimhoudingsovereenkomsten op afstand worden getekend en dat er vertrouwelijke informatie wordt verstrekt zodra slechts de informatie-ontvangende partij (de kandidaat-koper) haar handtekening heeft gezet. Dan rijst de vraag of die partij zich kan onttrekken aan de verplichtingen zolang de informatieverstrekende partij niet heeft getekend. Het feitelijke oordeel of er wilsovereenstemming bestond toen er informatie werd verstrekt en of deze ook betrekking had op de bedingen die verder gaan dan de elementaire geheimhoudingsverplichting, hangt natuurlijk af van de omstandigheden van het geval, maar hoe formeler het proces is ingericht en hoe verdergaand de bedingen, des te meer eisen mogen er gesteld worden aan het aanwezig achten van wilsovereenstemming.

4. Strik, t.a.p. par. 5, maakt een principieel onderscheid tussen bedrijfsgeheimen van de target en vertrouwelijke informatie over het verkoopproces. Ik zie dat verschil ook, maar verbind daar geen consequenties aan.

tijdperk is dat nauwelijks doenlijk.<sup>5</sup> Van zo'n bepaling moet dan ook niet te veel verwacht worden. Bovendien kan het bijhouden van zo'n logboek zoveel inspanning en ondersteuning vergen dat het effect daarvan averechts is; door zo'n logboekverplichting krijgt de vertrouwelijke informatie wel erg veel aandacht bij de ontvangende partij en wordt de kring van ingewijden bij die partij groter dan wenselijk.

#### 1.4 Excepties

Het is gebruikelijk om te bepalen dat op het eerste verzoek van de informatieverstrekende partij de aan de ontvangende partij verstrekte informatie wordt vernietigd (ook van gegevensdragers, zoals harde schijven, servers en usb-sticks) en of wordt geretourneerd aan verkoper. Meestal wordt daarop een uitzondering gemaakt voor de documenten waarop het besluit van de directie ter zake de transactie is gebaseerd en voor de back-ups van de servers die van tijd tot tijd worden gemaakt. Goede redactie moet dan zeker stellen dat deze uitzonderingen geen vrijbrief zijn om de vertrouwelijke informatie binnen de ontvangende partij onverminderd beschikbaar te laten zijn.

Ik heb niet anders gezien dan dat er in geheimhoudingsovereenkomsten een uitzondering wordt gemaakt voor de situatie dat de informatie-ontvangende partij naar buiten moet treden omdat zij dat moet op grond van bijvoorbeeld artikel 5:25i van de Wet op het financieel toezicht (Wft) (openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie), dan wel zij die informatie aan toezichthouders dient te verstrekken. Hierbij zie je nog wel eens moeizame teksten dat daarop alleen een beroep kan worden gedaan mits een externe *legal opinion* die verplichting bevestigt, en ook dat de inhoud van wat openbaar gemaakt wordt tevoren wordt afgestemd met de informatieverstrekende partij. Dat zijn vaak weinig praktische bepalingen, omdat daarvoor de tijd hoogstwaarschijnlijk ontbreekt, die zeker in de Nederlandse context gerelativeerd dienen te worden.

De informatie-ontvangende partij zal ook adviseurs deelgenoot willen maken van de vertrouwelijke informatie. Daarin dient de geheimhoudingsovereenkomst te voorzien. Dat kan op diverse manieren. Van de informatie-ontvangende partij kan verlangd worden dat deze hoofdelijk aansprakelijk is voor een tekortkoming van de adviseurs of, een lichtere variant, een verplichting dat deze adequate geheimhoudingsverplichtingen zal bedingen jegens haar adviseurs, mede ter bescherming van de belangen van de verkoper/target<sup>6</sup>. De verkoper dient dan wel gesubrogeerd te worden in de rechten van de informatieverstrekende partij jegens de adviseur in kwestie. Echter, partijen vinden het in mijn ervaring nog wel eens bezwaarlijk om verantwoordelijkheid te nemen voor hun externe adviseur. In dat geval kan van

de adviseurs worden gevraagd een zelfstandige geheimhoudingsovereenkomst met de informatieverstrekende partij aan te gaan, of dat ze zich op andere wijze jegens de informatieverstrekende partij verplichten tot naleving van de gesloten geheimhoudingsovereenkomst met de informatie-ontvangende partij die zij adviseren. Sommige adviseurs vinden dat op hun beurt echter weer bezwaarlijk, bijvoorbeeld omdat ze niet gehouden willen zijn aan relatiebedingen, garanties omtrent *conflicts of interest*, enzovoort.

Hoe gedetailleerder de geheimhoudingsovereenkomst en hoe groter de betrokken adviserende partijen, des te ingewikkelder dit vaak ligt. Het gebeurt in die gevallen dan ook maar al te vaak dat in geheimhoudingsovereenkomsten de verhouding tussen de informatieverstrekende partij en de adviseurs van de ontvangende partij niet waterdicht is geregeld. In deze context is het overigens raadzaam om een onderscheid te maken tussen adviserende partijen en adviserende afdelingen van *investment banks* enerzijds, en banken in hun rol van financier van een transactie anderzijds.

De verkoper wil het de bieder en zijn adviseurs meestal verbieden om contact op te nemen met de target en met anderen dan degenen die bij of namens de verkoper de regie voeren over het verkoopproces. Een nauwkeurige redactie moet de normale contacten tussen marktpartijen en adviseurs weer niet onmogelijk maken voor normale contacten in de normale bedrijfsvoering, mits deze totaal ongerelateerd zijn aan de overwogen verkooptransactie. Hoe groter de betrokken partijen, des te ingewikkelder dergelijke bepalingen luiden.

#### 1.5 Acties bij een inbreuk

Indien bedrijfsgeheimen uitlekken, wordt de schade in de eerste plaats vaak geleden door de vennootschap zelf, de target. De geheimhoudingsovereenkomst wordt echter meestal afgesproken tussen de verkopende aandeelhouder en de potentiële koper. Om die reden bevat de geheimhoudingsovereenkomst soms een uitdrukkelijk beding (een derdenbeding in de zin van art. 6:253 BW) dat de nakoming of de vervangende schadevergoeding ook kan worden gevorderd door de target dan wel de eigenaar van de vennootschap, of dat als schade van de verkoper tevens wordt aangemerkt de schade van de target. In de Angelsaksische praktijk worden derdenbedingen om haast principiële redenen (*the privity of contract*) gemeden en wordt de toepasselijkheid van *The Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999* standaard uitgesloten. Om dat op te lossen worden in de uiteindelijke *share purchase agreement* de rechten en claims uit geheimhoudingsovereenkomsten met concurrerende bidders aan de uiteindelijke koper ook wel eens gecedeerd door de verkoper.

Omdat de schade bij een lek moeilijk zal zijn vast te stellen, is de verleiding aan de kant van de verkoper groot om boetes te bedingen bij een schending. Omdat het ook moeilijk zal zijn vast te stellen waar het lek heeft gezeten, zal de informatie-ontvangende partij daarmee vaak niet akkoord gaan.

5. De wettelijke verplichting ex art. 5:59 lid 1 Wft tot het bijhouden van een insiderslijst bij een koersgevoelige transactie blijkt in de praktijk al nauwelijks uitvoerbaar, zie bijv. de AFM-beschikking d.d. 8 juli 2008 inzake Numico B.V.

6. Zie hierna paragraaf 1.14.

Op Engelse leest geschoeide geheimhoudingsovereenkomsten zeggen vaak dat schadevergoeding niet per se een adequate compensatie van het geleden nadeel is en dat de mogelijkheid van *injunctive relief* openstaat in geval van een schending van de verplichtingen. Naar Nederlands recht is dit niet nodig, omdat artikel 6:103 BW dat al bepaalt.<sup>7</sup> Zo'n bepaling baat dus niet naar Nederlands recht, maar schaadt ook niet.

### 1.6 Overige bepalingen

Hoewel het verbod zelden bedongen wordt, is het niet ondenkbaar dat de verkoper bij een *auction* bedingt dat concurrerende bieders niet samen op mogen trekken. Als zij eenmaal te weten zijn gekomen dat zij beiden in de race zijn (al dan niet ten gevolge van een schending van een geheimhoudingsplicht of omdat de wereld nu eenmaal klein is), kunnen zij de door de verkoper in gang gezette veiling danig verstoren als zij ineens onder één hoedje gaan spelen.

Indien als onderdeel van de *due diligence* privacygevoelige data dient te worden gedeeld met een kandidaatkoper (denk bijvoorbeeld aan een krediet- of een verzekeringsportefeuille, analyses van ouderdom van klanten, en frequentie van webwinkelbezoek en -verkoppen en gerelateerde cookies),<sup>8</sup> moet een verkoper/target ervoor zorgen dat een geïnteresseerde partij daarmee omgaat overeenkomstig de privacyregelgeving en dat de data de Europese Economische Ruimte in beginsel niet verlaten.<sup>9</sup> Er zijn hiervoor standaardclausules in omloop die zelden controversieel zijn bij gesprekken over de geheimhoudingsovereenkomst. Deze regelgeving wordt nu wel als ingeburgerd beschouwd, zodat een goede bijdetijdse geheimhoudingsovereenkomst daarin voorziet.

Een beursgenoteerde verkoper doet er goed aan<sup>10</sup> om de kandidaat-koper er expliciet en schriftelijk op te attenderen dat de overwogen transactie koersgevoelig kan zijn en dat partijen zich aan de toepasselijke wetgeving houden inzake misbruik van voorwetenschap en het tipverbod. Opgelet moet dan weer worden dat de *treasury*- of beleggingsactiviteiten van de informatie-ontvangende partij gewoon doorgang kunnen blijven vinden, waarbij de laatste weer moet (kunnen) garanderen dat er voldoende *Chinese walls*-maatregelen getroffen zijn.

Zo'n beursgenoteerde verkoper gaat vaak verder door een *standstill*-bepaling te bedingen, dat wil zeggen: een verbod tot het opbouwen van een aandelenbelang en soms ook zelfs in schuldpapier, en vaak ook een verbod tot het doen van een vijandig, althans een niet daartoe uitgenodigd, openbaar bod. Een partij die het gevoel krijgt tot de *auction* te worden uitgenodigd louter om

hem op deze wijze buitenspel te zetten voor een openbaar bod, moet dan opletten. Ook hier geldt overigens weer de in paragraaf 1.19 gemaakte opmerking dat de *treasury*- of beleggingsactiviteiten van de koper gewoon doorgang moeten kunnen blijven vinden. De vraag is of zo'n *standstill* gerechtvaardigd is, gezien de omvang en de strategische gevoeligheid van de overwogen transactie.<sup>11</sup>

Het is een element van het grootste belang, maar hoort niet per se thuis in een geheimhoudingsovereenkomst: dat van exclusiviteit. Als dat is afgesproken, kan dat als onderdeel van de geheimhoudingsovereenkomst worden opgenomen. Van belang is dan te bepalen hoe lang deze geldt en wat er tegen concurrerende bieders zal worden gezegd.

## 2. Process letters

In *auctions* beschrijven verkopers vaak door middel van een zogenoemde *process letter* hoe ze het verkoopproces voor zich zien. Dit is een eenzijdig document waarin de verkoper de voorwaarden bepaalt waarop de kandidaatkoper meedoet met het verkoopproces. Zolang het document geen verplichtingen oplegt aan de kandidaatkoper, is diens instemming met het document niet nodig. Geregeld worden geheimhoudingsovereenkomsten (met al dan niet wederkerige verplichtingen) verward of gecombineerd met (een) eenzijdige (elementen van een) *process letter*.<sup>12</sup> Het belangrijkste dat de verkoper in een *process letter* zal willen bepalen, is dat het verkoopproces geheel te zijner discretie is. Dit houdt in dat de verkoper ermee mag stoppen, de procedures mag wijzigen, niet verplicht is met de hoogste bieder door te gaan en dat er nooit exclusiviteit geldt zolang dat niet schriftelijk is overeengekomen.

De verkoper doet er goed aan te bedingen dat partijen hun eigen kosten dragen en dat verkoper nooit aansprakelijk kan worden gehouden, ook niet op basis van precontractuele goede trouw, voor een gemist negatief of positief contractsbelang. Een dergelijke claim is denkbaar indien er verwachtingen zijn gewekt op grond waarvan een aspirant-koper er gerechtvaardigd van mocht uitgaan dat hij meer kans maakte om de target uiteindelijk te bemachtigen dan hij in werkelijkheid deed. Met zo'n bepaling in de *process letter* zijn die verwachtingen veel minder snel gerechtvaardigd. Ik weet overigens dat het wel voorkomt dat een verkoper de competitie in een verkoopproces wil behouden en om

7. De codificatie van het arrest Pos/Van den Bosch (HR 17 november 1967, NJ 1968, 42).  
8. Het delen van dergelijke informatie dient dan wel gesanctioneerd te worden door de Wet bescherming persoonsgegevens.  
9. Richtlijn 95/46/EC, die mogelijk vervangen wordt door de nu nog in concept zijnde Algemene Databeschermingsverordening, als voorgesteld door de Europese Commissie op 25 januari 2012.  
10. De verkoper is daartoe ook verplicht ex art. 5:25i lid 5 en 6 Wft en ten einde te voldoen aan de uitzondering op het tipverbod ex art. 5:57 Wft.

11. De best practice IV.1.3 van de Nederlandse Corporate Governance Code biedt bij het antwoord op die vraag een hulpmiddel: 'Indien een serieus onderhands bod op een bedrijfsonderdeel of een deelneming waarvan de waarde de in artikel 2:107a, lid 1, onderdeel c BW genoemde grens overschrijdt, in de openbaarheid is gebracht, deelt het bestuur van de vennootschap zo spoedig mogelijk zijn standpunt ten aanzien van het bod, alsmede de motivering van dit standpunt, openbaar mede.'  
12. Waarover ook kritisch Strik, t.a.p. par. 5.

die reden een partij die niet de meeste kans maakt uitdrukkelijk uitnodigt door te gaan in het proces. In zo'n situatie kan de desbetreffende kandidaat-koper nog wel eens met de verkoper afspreken dat als de kandidaat-koper inderdaad achter het net vist, de verkoper de kosten voor de adviseurs voor de verdere deelname draagt.

De schade- en kostenaspecten bij een gemiste transactie komen ook aan de orde omdat internationaal acterende *investment banks* ingevolge Amerikaanse jurisprudentie een kandidaat-koper niet mogen misleiden ter zake bijvoorbeeld andere concurrerende biedingen.<sup>13</sup> Het is niet onmogelijk dat in navolging van die (afgewezen) vordering en als dergelijke misleiding van kandidaat kopers aan de orde is, aansprakelijkheid voor gemaakte kosten of een gemist contractsbelang ook aan de orde komt. Echter, naar Nederlands recht zal er veel ruimte zijn voor 'verkooppraat'. De verklaring dat er meer interesse in de markt is, zal niet snel ongeoorloofd zijn; dat er een concrete andere (onvoorwaardelijke) bieding ligt, zal – als die verklaring onjuist is – mogelijk wel als misleidend en daarmee als onrechtmatig worden aangemerkt.

In *process letters* worden vaak ambitieuze tijdslijnen en een strikte volgorde van fases van het verkoopproces gesteld: wanneer de voorlopige biedingen moeten worden ingeleverd, wanneer het boekenonderzoek zal beginnen en eindigen, en wanneer de finale bindende biedingen moeten worden ingediend. Bij tegenvallende belangstelling slaagt een kandidaat-koper er vaak in om uitstel van de deadlines te krijgen. Dan wordt het hele proces vertraagd, waardoor de verkoper zich in de kaarten laat kijken. Immers, het feit dat het proces vertraging oploopt is voor concurrerende kopers een veeg teken. Bovendien kan bij zeer concrete en gedetailleerde procedures een kandidaat-koper zich misleid voelen – en overeenkomstig de zaak Terra Firma/Citigroup (zie voetnoot 10) de verkoper aansprakelijk houden – als hij te weten komt dat voor andere kandidaat-kopers de procedurevereisten aanzienlijk zijn afgezwakt. In dit kader moet bedacht worden dat *controlled auctions* in zekere zin impliceren dat bidders gelijk behandeld worden, ook als dat niet expliciet in *process letters* staat. In een dergelijke zaak zou het de eisende partij toch wel erg sterk helpen als er wel een expliciet beding omtrent gelijke behandeling is. Bidders kunnen een dergelijke voorwaarde mogelijk opnemen in hun biedingsbrieven, hetgeen ik echter nooit heb gezien.

### 3. Engagement letters

De diverse adviseurs die partijen raadplegen, worden op basis van een overeenkomst van opdracht ingeschakeld. Dat zijn vaak opdrachtbevestigingen of, in het jargon,

13. Terra Firma/Citigroup met betrekking tot de verkoop aan Terra Firma van EMI, Wall Street Journal, 5 november 2010. Terra Firma verloor de zaak bij gebrek aan bewijs van de stelling dat haar (opzettelijk onjuist) was gezegd dat er nog een andereieder was en bovendien dat zij door die onjuiste verklaring haar bod had verhoogd.

*engagement letters* of mandaatbrieven. Daarin staan vrijwel altijd de al dan niet concrete omschrijving van de opdracht, de beëindiging daarvan en natuurlijk de geldelijke tegenprestatie. Vaak proberen *investment banks* die in het kader van de overnametransactie adviseren, aan hun rol als adviseur het *preferred supplier*-schap te koppelen ten aanzien van de uitgifte van kapitaal om de overname te financieren, alsmede de begeleiding van andere financieringstransacties voor een bepaalde periode. Het is overigens een slechte maar wel sterke traditie om *engagement letters* met *investment banks* (ook met Engelse en Amerikaanse) al vroeg goeddeels uit te onderhandelen, maar pas heel laat te ondertekenen.<sup>14</sup>

Ik heb verschillende *investment banks* nog wel eens zien proberen om bovenop de afgesproken *fee* een premie te bedingen waarvan de betaling geheel ter discretie van de opdrachtgever staat en die alleen aan de orde zou komen als de opdrachtgever geheel tevreden is. Ik raad dergelijke bedingen af. Ze brengen de opdrachtgever nodeloos in verlegenheid. Als hij geen reden heeft om ontevreden te zijn, komt hij al snel in de positie dat hij zich gedwongen voelt (een deel van) de *discretionary fee* te betalen. Vanuit een perspectief van zuiverheid en *compliance* vind ik die bedingen niet wenselijk, omdat ze nodeloos morele verplichtingen scheppen, althans natuurlijke verbintenissen als bedoeld in artikel 6:3 lid 2 sub b BW.

Vele adviseurs zijn gewend vergaande vrijwaringen te (willen) bedingen jegens hun opdrachtgevers; verplichtingen tot volledige schadeloosstelling, inclusief voor kosten van juridische adviseurs indien adviseurs worden aangesproken door derden. Deze zijn meestal zeer vergaand; de vrijwaring gaat gepaard met een net zo vergaande exoneratie en strekt zich uit tot allerlei natuurlijke personen die werkzaam waren bij de adviseur, de claim van de derde hoeft niet eens verband te houden met het gegeven advies, de kosten zijn geenszins gemaximeerd, en de opdrachtgever krijgt niet de gelegenheid de regie over de claim die tegen de adviseur is ingesteld over te nemen. Als het aan sommige adviseurs ligt, krijgen opdrachtgevers zelfs niet de mogelijkheid om in een schikking gekend te worden, terwijl zij de gevolgen van de schikking vervolgens wel moeten dragen. Moeizame onderhandelingen zijn vaak het gevolg.<sup>15</sup> Accountants, *investment banks* en actuarissen hebben dergelijke vrijwaringen vaak standaard in hun opdrachtbevestiging staan, maar soms ook advocaten. Aldus bedingen zij in feite een rechtsbijstandsverzekering, terwijl zij vaak kapitaalcrachtiger zijn dan hun opdrachtgevers. In het verlengde van artikel 6:171 BW lijkt het logisch dat de opdrachtgever de schade en kosten voor de adviseur voor zijn rekening neemt. Deze bedingen gaan echter

14. Pas bij ondertekening of effectivering van de transactie of, indien het genoteerde effecten betreft, bij het eerste moment dat er door of namens de opdrachtgever op de markt wordt gehandeld dan wel gecommuniceerd omtrent zijn transactievoornemen.

15. In het Verenigd Koninkrijk hebben de 'Big Four'-accountantskantoren samen met de British Venture Capital Association standaardafspraken gemaakt voor gestandaardiseerde aansprakelijkheidsbepalingen bij private equity transacties van verschillende omvang.

verder; de adviseur wil zijn eigen verweer voeren en zich in beginsel niet schikken naar de instructies van de opdrachtgever bij een claim van een derde. Dit is nog wel denkbaar bij een faillissement van de opdrachtgever, maar in dat geval is ook de vrijwaring krachteloos. Het is ook nog wel denkbaar in kapitaalmarkttransacties, zoals een uitgifte van effecten, maar ook daar is zo'n claim – bij hoge uitzondering – alleen toegewezen wegens nalatigheden van de begeleidende bank.<sup>16</sup> De publieke, maatschappelijke verantwoordelijkheid die een accountant draagt, geeft wellicht een begin van een argument voor die beroepsgroep om een vrijwaring te bedingen voor claims van derden.<sup>17</sup> Echter, ook daar geldt dat de werkzaamheden die een accountant in het kader van een overname verricht anders van aard zijn dan het controleren van de openbaar te maken periodieke cijfers van de opdracht gevende vennootschap, zodat dat argument niet per se opportuun is.

Het lijkt redelijk dat in de *engagement letter* de opdrachtnemer bevestigt dat hij geen *conflict of interest* heeft bij de advisering. Soms is dat echter ook moeilijk, omdat de adviseur bijvoorbeeld onderdeel is van een grote bank waar op andere afdelingen binnen andere divisies allerlei activiteiten plaatsvinden die niet inzichtelijk zijn voor het adviserende team. Een garantie dat er in dat geval adequate *Chinese walls* ingesteld zijn, is ook redelijk om te vragen maar soms ook moeilijk om te krijgen voor de opdrachtgever, omdat onder dat begrip in een andere jurisdictie iets anders verstaan kan worden. Soms moet er dan maar op vertrouwd worden dat de *investment bank* in het Verenigd Koninkrijk onder toezicht staat van de *Financial Services Authority* en dat dergelijke integriteitswaarborgen uit dien hoofde goed ingericht zijn, maar een garantie daaromtrent die ook door de opdrachtgever inroepbaar is, lijkt niet onredelijk.

*Investment banks* hebben hun *engagement letter* vaak ingericht alsof hun werkzaamheden altijd de beursintroductie van de opdrachtgever betreffen. Ieder persbericht moet bijvoorbeeld langs de *investment bank*. In de praktijk hebben dergelijke bepalingen geen tanden en hoeft daarvoor niet altijd gevreesd te worden. Echter, in zijn algemeenheid geldt dat *investment banks* een zeer sterke discipline hebben om *engagement letters* uit het verleden te bewaren en daarmee de opdrachtgever te confronteren bij onderhandelingen over nieuwe opdrachten. Eens slappe knieën getoond, moeilijk om dan nog rechtop te gaan staan.

## 4. Biedingsbrieven

Een kandidaat-koper zal – als beschreven in een *process letter* – worden uitgenodigd om biedingen te doen,

16. HR 27 november 2009, LJN BH2162 (ABN AMRO/Worldonline), JOR 2010, 43 m.nt. K. Frielink, NJB 2009, 2251, Ondernemingsrecht 2010, 21 m.nt. H.M. Vletter-van Dort.

17. H.J. Blaisse, De reikwijdte van de derdenaansprakelijkheid van de accountant, Ondernemingsrecht 2013/3.

meestal in twee fases. Allereerst door middel van een indicatief en derhalve niet bindend bod, gebaseerd op summier informatie. Vervolgens wordt de kandidaat-koper na het doen van een boekenonderzoek – als hij zover in het proces wordt toegelaten en wil blijven deelnemen – uitgenodigd tot het doen van een bindend bod, zodat in de theoretische situatie van een onvoorwaardelijke aanvaarding door de verkoper van het bod<sup>18</sup> slechts nog de handtekeningen onder de *share purchase agreement* hoeven te worden gezet. In de biedingsbrieven van de kandidaat-kopers worden dezen gewoonlijk gevraagd naar de (samenstelling van de) koopprijs en daarnaast meestal om een uiteenzetting te geven van bijvoorbeeld (1) waarom ze de target willen verkrijgen, (2) wat ze van plan zijn met de target, (3) welke ontwikkelingskansen ze de target gaan bieden, (4) wat de toekomstperspectieven zullen zijn voor de werknemers en het management, (5) welke complicaties worden verwacht bij de desintegratie van de target uit het concern van verkoper, (6) hoe ze de biedprijs van plan zijn te financieren en of de middelen daarvoor onvoorwaardelijke beschikbaar zijn, (7) wat de kopende entiteit zal zijn, (8) welke interne goedkeuringen dienen te worden verkregen als voorwaarde van het bod, dan wel voor de effectuering van de transactie, (9) welke vergunningen, verklaringen van geen bezwaar of goedkeuringen van toezichthouders of overheidsinstanties dienen te worden verkregen voordat de transactie kan worden geëffectueerd, (10) een bevestiging dat de bieder voor zichzelf en niet namens een ander optreedt, en andere zaken die de verkoper van de kandidaat-kopers zou willen weten. Soms wordt een inschatting van een externe specialist gevraagd over wat de kansen zijn dat bijvoorbeeld mededingingsrechtelijke autoriteiten bezwaar maken tegen de overname. De verkoper zal de kandidaat-kopers ook vragen de biedprijs te onderbouwen en te specificeren hoe deze is opgebouwd en wat de aannames voor de waardering zijn geweest.

Bij het bindende bod wordt de kandidaat-koper vaak gevraagd diens opmerkingen op de conceptverkoopovereenkomst in te dienen. Daarover wordt vervolgens nog vaak onderhandeld en soms met meer kandidaat-kopers tegelijk.

De kandidaat-koper doet er goed aan in zijn biedingsbrieven duidelijk te maken of die bindend van karakter zijn of niet, en heel precies na te gaan welke goedkeuringen en andere opschortende voorwaarden nog dienen te worden verkregen en vervuld.

## 5. Dataroom rules

Bij de toelating tot het boekenonderzoek worden aan alle bezoekers ook zogenoemde *data room rules* opgelegd: voorschriften die bijvoorbeeld het aantal bezoekers

18. Hetgeen wil zeggen dat de verkoper wat betreft de koopprijs en andere voorwaarden en de contractuele transactiedocumentatie geen prijs meer stelt op onderhandelingen.

maximeren, bepalen dat er niets uit de fysieke *data room* mag worden meegenomen, hoe omgegaan wordt met vragen die worden gesteld op basis van het onderzoek, en waarvan kopieën of prints gemaakt kunnen worden.

Dergelijke voorschriften zijn op zichzelf onschuldig en legitiem. Wel moet een zorgvuldige redactie daarvan ervoor zorgen dat de individuele bezoekers van de *data room* niet persoonlijk gebonden aan en aansprakelijk worden voor alle verplichtingen uit de geheimhoudingsovereenkomst. Zij hoeven er slechts voor te zorgen dat zij de daaruit voor hen individueel voortvloeiende verplichtingen zullen naleven. Overigens zijn deze *data room rules* inmiddels sterk gestandaardiseerd, mede doordat de *data rooms* tegenwoordig meestal als een internetapplicatie open worden gesteld.

## 6. Release en non reliance letters

Vaak laat de verkoper om het verkoopproces te vergemakkelijken rapporten opstellen door externe adviseurs, wetende dat kandidaat-kopers die nodig hebben om hun bod te kunnen bepalen. Dat kunnen bijvoorbeeld accountantsrapporten zijn op basis van tussentijdse cijfers, analyses van kredietportefeuilles, actuariële rapporten omtrent de pensioenverplichtingen, maar ook bijvoorbeeld rapportages omtrent de informatietechnologische status. Het zijn analyses van uiteenlopende aard, maar meestal zijn het analyses die een kandidaat-koper zelf niet zo gemakkelijk kan laten opstellen, bijvoorbeeld omdat de *data room* daarvoor te beperkt is.

Dergelijke rapporten van externe adviseurs worden weliswaar opgesteld ten behoeve van het verkoopproces, maar toch zijn ze voor kandidaat-kopers niet zomaar inzichtelijk. Daarvoor verlangen die externe adviseurs meestal een zogenoemde *release letter* of *non reliance letter*, met daarin dikke exoneraties en vrijwaringen. In zo'n *release letter* staat dan vaak dat de desbetreffende rapporten alleen ter informatie van de kandidaat-koper zijn en dat een kandidaat-koper hen er niet op mag aanspreken. Bovendien moet de kandidaat-koper vaak bevestigen dat de relevante analyse gemaakt is van data die afkomstig zijn van verkoper, dat de analyse gemaakt is door middel van de instructies van verkoper, dat de relevante adviseur/expert geen zicht heeft op wat de uiteindelijke koper met de aldus verkregen informatie gaat doen, en meer van dergelijke exoneraties.

Voor de kandidaat-koper is er tijdens het boekenonderzoek niet zoveel reden dat niet te tekenen. Echter, hij kan de verkoper wel tegenwerpen dat de verkoper de juistheid van die analyse dan maar moet garanderen, dan wel dat de verkoper er dan maar voor moet zorgen dat de uiteindelijke koper wel op het rapport mag vertrouwen van de expert. Een verstandige verkoper bespaart kosten door op die wens van kandidaat-kopers te antici-

peren en de expert te instrueren zich op zo'n verzoek van een koper voor te bereiden en dat eventueel in de *engagement letter* te bedingen.

## 7. Conclusie

Dergelijke verkoop- en in het bijzonder *auction*-processen zijn rijk aan gebruiken en documenten. Daarmee wordt het handelsverkeer niet altijd bevorderd. De Angelsaksische neiging om alles te documenteren lijkt ons hier te beïnvloeden. Een gezonde dosis Hollandse nuchterheid is vaak gerechtvaardigd. Maar als de Angelsaksische praktijk en gebruikelijke documentatie onontkoombaar zijn, zorg dat je weet wat je doet.