

PROF.MR. H.J. DE KLUIVER

Overnamecontracten, letters of intent en garanties

O & F

36

Nr. 58 / november 2003

Mergers & acquisitions', dat is niet slechts de titel van dit herziene nummer van *O&F*, maar tegenwoordig ook de vlag waaronder in Nederland (en daarbuiten) bedrijfsovernames door juristen, fiscalisten en accountants worden behandeld en begeleid. De grote bulk van deze transacties volgt een min of meer vergelijkbaar traject, zij het dat elke transactie ook wel weer zijn specifieke eigenaardigheden kent. Die eigenaardigheden lenen zich, uit de aard der zaak, minder goed voor een beschrijving die deze aflevering van *O&F* beoogt. Het algemene patroon is daarvoor echter wel zeer geschikt. Dat komt dan ook hierna aan de orde. Eerst bespreek ik de voorfase van overnameonderhandelingen en komen vertrouwelijkheid, *stand-still* en de *letter of intent* ter sprake. Daarna beschrijf ik de hoofdpunten welke in een overnamecontract aan de orde komen. Specifiek kom ik te spreken over de diverse varianten waarin een koopprijs kan worden vastgesteld (inclusief een zogenoemde '*earn-out*'), opschortende voorwaarden, de regeling van aansprakelijkheid en schadevergoeding (inclusief '*escrow*'). De daarop volgende paragraaf heeft betrekking op garanties (en '*disclosures*'). Daarbij betrek ik mede in het licht van de jurisprudentie van de Hoge Raad de relevantie van due diligence onderzoek. Daarna bespreek ik de betekenis van een *letter of intent* of *merger protocol* in de situatie dat er sprake is van een vennootschap met een gespreid aandelenbezit (en het dus met name bestuurders en commissarissen zijn die verplichtingen aangaan). Ten slotte knoopt het artikel aan bij de problematiek van schadevergoeding bij afgebroken onderhandelingen. In het bijzonder wordt daarin aandacht besteed aan het fenomeen van de '*break-up fee*' of '*termination fee*'. Ik sluit af met een korte afronding.¹

Overnamecontracten, de voorfase: vertrouwelijkheid, stand-still, letter of intent

Het traject van een standaardovername is in grote lijnen steeds hetzelfde. De commerciële partijen vinden elkaar – of worden door anderen, zoals *investment bankers*, bij elkaar gebracht – en beginnen dan aan een korte snuffelronde op een betrekkelijk hoog (en bij een grote overname niet zelden op het hoogste) niveau. Als het gesnuffel niet aanstonds wordt afgestraft met een gevoelige tik op de neus, wordt vervolgens een team geformeerd dat een overname gaat voorbereiden. *Grosso modo* bestaat dat uit juristen, fiscalisten en accountants. Hun rol is primair het adviseren van de commerciële partners omtrent de in acht te nemen regels en procedures en meer in het bijzonder het in kaart brengen en zoveel mogelijk minimaliseren van (financiële en andere) risico's die verbonden zijn met een overname. De basis voor een ander is de toegang tot informatie met betrekking tot de over te nemen onderneming (due diligence onderzoek). Tegelijkertijd geldt natuurlijk voor de verkoper dat dit een aanzienlijk risico kan opleveren als die informatie van nut kan zijn voor een potentiële koper. Sterker nog, zelfs het enkele feit dat een onderneming te koop is kan gevoelig liggen.

De eerste stap in een overnametraject is derhalve het overeenkomen van een vertrouwelijkheidsverklaring of, in goed jargon, een '*confidentiality agreement*'. Op zichzelf is dat niet erg ingewikkeld. Toch zitten er een aantal haken en ogen aan. De eerste vraag is wat als vertrouwelijke informatie moet worden beschouwd. De potentiële verkoper zal wensen dat alle informatie die zij verschaft als vertrouwelijk wordt aangemerkt. De potentiële koper zal echter uitsluitend die informatie als vertrouwelijk willen bestempelen die niet uit andere bron (jaarverslagen,

¹ Enige onderwerpen die hierna ter sprake komen heb ik recent al eens besproken. Ik verwijs naar H.J. de Kluiver, 'De ondernemingsrechtelijke contractspraktijk: onderhandelen in de schaduw van de wet', in: *Tijdschrift Contracteren* 2001, pp. 4-14. In dat artikel komen ook vennootschapsrechtelijke, medezeggenschapsrechtelijke en effectenrechtelijke aspecten van overnamecontracten uitgebreid aan bod. In deze *O&F*-bijdrage is dat niet het geval en is de opbouw van het overnamecontract uitgangspunt.

analistenrapporten, dagbladen enzovoort) zou kunnen worden verkregen. Een tweede vraag is wie over de informatie mogen beschikken en hoe wordt voorkomen dat de informatie in brede kring zou circuleren. Een klassieke, maar onpraktische methode is dat informatie slechts mag worden verschaft aan degenen die persoonlijk een vertrouwelijkheidsverklaring ondertekenen. In de praktijk echter wordt er veelal mee volstaan dat de potentiële koper zich verplicht ervoor zorg te dragen dat eenieder die binnen zijn organisatie over de informatie zal (kunnen) beschikken zich gedraagt conform de *confidentiality agreement*. Een derde vraag is of de vertrouwelijkheid gepaard moet gaan met een *stand-still*, dat wil zeggen een verplichting van de potentiële koper om, gedurende een zekere periode, geen effecten in de doelvennootschap te verkrijgen (of te vervreemden). Ten slotte is er dan de vraag van de sanctionering van de *confidentiality agreement*. Daartoe verdient het in beginsel aanbeveling een boetebepaling op te nemen. Als men immers al kan vaststellen dat in strijd met de vertrouwelijkheidsbepalingen is gehandeld, zal het heel lastig zijn om vast te stellen of schade is geleden en wat de omvang van de schadevergoeding zou moeten zijn.

Nadat een vertrouwelijkheidsovereenkomst is afgesloten, zullen vervolgens due diligence activiteiten in gang worden gezet. Tegelijkertijd zullen partijen zich afvragen of een *letter of intent* nodig en/of nuttig is. Dit is zeker niet steeds het geval. Het laat zich heel goed denken dat men geen *letter of intent* sluit, maar direct onderhandelingen aangaat over een definitieve koopovereenkomst. Dat geldt in het bijzonder in geval van een op zichzelf overzichtelijke één op één overeenkomst waarbij een 100% aandeelhouder onderhandelt met één potentiële koper. Daarbij bedenke men dat een *letter of intent* vaak, uit de aard der zaak, afspraken bevat die (nog) vaag zijn en derhalve niet afdwingbaar, of nog zoveel zaken ongeregeld laat c.q. afhankelijk maakt van uitkomsten van onderzoek of toestemming van derden dat om die reden niet sprake is van een afdwingbare overeenkomst. De betekenis van de *letter of intent* is dan uiteraard beperkt.

Het voorgaande ligt anders als de overname zal plaatsvinden in de vorm van een door de potentiële koper uit te brengen openbaar bod jegens een verspreide groep van aandeelhouders van een beursgenoteerde doelvennootschap. In dat geval zal er immers geen overnamecontract met de aandeelhouders worden gesloten. De afspraken omtrent de gang van zaken tot het moment dat het openbaar bod zal

zijn uitgebracht (en afgerond) zullen dan met de bestuurders en commissarissen van de over te nemen vennootschap moeten worden gemaakt. Hiervoor wordt ook vaak de benaming *letter of intent* gebruikt. Helemaal gelukkig is dat niet. Immers, het is niet zo dat de *letter of intent* een definitieve (overname)overeenkomst met de doelvennootschap en haar bestuurders en commissarissen voorbereidt (zij zijn immers niet de verkopers van de aandelen). Bovendien bevat de *letter of intent* in deze context veelal juist min of meer bindende afspraken, bijvoorbeeld omtrent de positie van bestuurders en commissarissen. Een andere afspraak die men hierin steeds vaker tegenkomt, is die omtrent kostenvergoeding als de fusie geen doorgang vindt (ook wel aangeduid als *termination fee* of *break-up fee*). Ik kom daarop hierna nog terug. Om de geschetste redenen heeft het de voorkeur in zo'n situatie te spreken van een *merger protocol* of een *merger agreement* (zoals dat in de praktijk steeds meer gebeurt).

Overnamecontracten, de hoofdpunten

Uiteindelijk volgt – behoudens in het hiervoor al geschetste geval dat een overname wordt geëffectueerd door een openbaar bod gericht tot een verspreide groep van aandeelhouders – het overnamecontract zelf. Ook bij deze contracten is sprake van een aanzienlijke mate van standaardisering. De volgorde van de diverse onderdelen van het contract wil nog wel eens verschillen (afhankelijk van het model van het betreffende advocatenkantoor), maar inhoudelijk zijn die verschillen beperkt. Die standaardisering is voor een deel toe te schrijven aan de invloed die de Angelsaksische praktijk ook in Nederland doet gelden. Dat is al aanstonds duidelijk in de nadruk die wordt gelegd op een, vaak nogal gedetailleerde en uitputtende, definiëring van allerlei begrippen die in het contract worden gehanteerd. Men kan betwijfelen of dat naar Nederlands recht allemaal zinvol is. Niettemin, kwaad kan het (in beginsel) ook niet en, als men het consequent hanteert, vermindert het in ieder geval de kans op tegenstrijdigheden. Bovendien geldt dat deze standaardisering met zich mee brengt dat de Nederlandse contractuele praktijk ook buitenlanders bekend voorkomt en daarmee de mogelijke argwaan om in Nederland actief te zijn wegneemt.²

Koopprijs: varianten en variabelen (zoals een earn-out)

Nadat de definities zijn afgewerkt, vindt men normaliter de kernbepalingen omtrent de koopprijs en de te leveren prestatie, dat wil zeggen de overdracht

2 Zie, onder andere, over dit aspect van het maken van contracten C.E. Drion, 'Engelstalige contracten maken in de Nederlandse rechtspraktijk; uitlegproblemen en praktische oplossingen', in: *Tijdschrift Contracteren* 1999/1.

van de onderneming. Die overdracht kan plaatsvinden door overdracht van aandelen of door overdracht van activa en passiva. In het eerste geval wordt in het jargon gerept van een *'share purchase agreement'* (SPA) en in het tweede van een *'asset purchase agreement'* (APA). Een SPA is wat overzichtelijker dan een APA, maar het verschil moet voor de opzet en inhoud van het contract niet worden overdreven. Cruciale bepalingen over aansprakelijkheid en garanties bijvoorbeeld zijn grotendeels gelijk. Technisch zit het verschil met name in de documenten die voor overdracht worden vereist. In geval van een SPA kan immers worden volstaan met een akte van overdracht van aandelen en een bewijs van betaling (hoewel natuurlijk veel kan worden toegevoegd, zoals bijvoorbeeld verklaringen dat bestuurders c.q. commissarissen zijn teruggetreden en/of dat leningen zijn afgelost of kwijtgescholden enzovoort). In geval van een APA zullen een groter aantal documenten moeten worden overgelegd (akten betreffende overdracht onroerend goed, bewijzen van medewerking aan contractovername enzovoort).

Na het contractsartikel, waarin de omvang van de koopprijs wordt bepaald, vindt men veelal bepalingen die de betaling van de prijs tot onderwerp hebben. In de eerste plaats is dat een aanpassingsclausule die beoogt de uiteindelijk te betalen koopprijs in overeenstemming te brengen met de waarde van de onderneming op het moment van overdracht daarvan. Die aanpassingsclausule komt hierop neer dat de balans, zoals die de basis is geweest bij het opstellen van het contract, wordt vergeleken met de definitieve cijfers op datum overdracht en op dat moment wordt gezien of – kort gezegd – het eigen vermogen groter of kleiner is dan op het moment van tekening van de overeenkomst. Dat verschil wordt dan ofwel bijbetaald door de verkoper (als het eigen vermogen kleiner blijkt dan eerder verondersteld) ofwel (terug)betaald door de koper (als het eigen vermogen groter blijkt dan op het moment van ondertekening van de overeenkomst is aangenomen). Deze regeling komt er in feite op neer dat verlies en/of winst tot de datum van overdracht voor rekening van de verkoper komen.

Een tweede element dat bij de betaling van de koopprijs de aandacht vraagt, is of de betaling plaatsvindt in contanten of aandelen. In het laatste geval kan het zo zijn dat ook een bepaling wordt opgenomen over de waarde van de aandelen waarmee wordt betaald (welke mede kan voorzien in een aanpassing van die waarde). Behalve de vraag hoe wordt betaald (contanten, aandelen of anderszins, zoals bijvoorbeeld een ruil van goederen) is van belang *wanneer* wordt

betaald. In beginsel is het zo dat die betaling moet plaatsvinden op het moment van de overdracht van de onderneming (dat wil zeggen: ofwel de aandelen in geval van een SPA, ofwel de activa in geval van een APA) voor welk moment in het jargon de bijna sacrale term *'closing'* wordt gehanteerd. De koopprijs zal echter niet altijd op dat moment worden voldaan.

In de praktijk komt het nogal eens voor dat een deel van de koopprijs niet op het moment van de *closing* wordt betaald, maar op een later moment. Een afspraak daaromtrent kan worden gegoten in de vorm van een betalingsregeling in termijnen, met daaraan gekoppeld clausules over rente en te verschaffen zekerheden (pand, hypotheek). Dergelijke zekerheden zullen in beginsel moeten worden verschaft door de koper en niet door de te kopen vennootschap, omdat in het laatste geval in strijd zou worden gehandeld met het verbod van financiële steunverlening zoals omschreven in de artikelen 2:98c en 2:207c BW. Er is geen probleem als de verkoper bij de overdracht een pandrecht verkrijgt op de aandelen die aan de koper worden overgedragen. Overigens is er in de praktijk nog wel eens discussie of de vermelde artikelen ook betrekking hebben op garanties van de vennootschap omtrent feiten en/of omstandigheden betreffende de vennootschap. Men denke aan de garantie dat de in het kader van het due diligence onderzoek versochte feiten juist zijn. Met Van Solinge en Maeijer meen ik echter dat dergelijke garanties niet onder de artikelen 2:98c en 207c BW vallen. Of de koper daar veel aan heeft, is natuurlijk iets anders. Een claim van de koper jegens de vennootschap wegens onjuistheid van dergelijke garanties is immers na de verkrijging van de aandelen in die vennootschap een sigaar uit eigen doos. In geval van een *asset purchase agreement* (een activatransactie) kan het natuurlijk wel van nut zijn (hoewel men ook dan veelal een garantie van de aandeelhouder daarvan zal wensen).

Een bijzondere vorm van gefaseerde betaling is de zogenoemde *'earn-out'*. In dat geval wordt de koopsom geheel of gedeeltelijk betaald uit de toekomstige resultaten van de over te nemen onderneming. Deze variant ligt met name voor de hand als de koper, om allerlei redenen, na de overname wenst dat de oorspronkelijke eigenaars nog enige tijd bij het management van de onderneming betrokken zullen blijven en hen ertoe wil aanzetten om als zodanig optimaal te presteren. Op zichzelf is dit juridisch niet ingewikkeld. Immers, de artikelen 6:227 en 7:4 BW zijn uitstekend verenigbaar met een contractuele regeling waarin de prijs later wordt bepaald. Vanuit een financieel-economisch perspectief kan een en ander ech-

ter leiden tot een tamelijk complexe regeling. De koper zal immers willen voorkomen dat de winst in de jaren die van belang zijn voor de *earn-out* kunstmatig wordt verhoogd door bijvoorbeeld investeringen uit te stellen, afschrijvingen te beperken of anderszins een boekhoudkundig zo gunstig mogelijk beeld te scheppen. Ook zal hij veelal hechten aan een bepaling van de gemiddelde winst over een reeks van jaren om te voorkomen dat bijvoorbeeld in een bepaald jaar de winst (en dus de *earn-out*-betaling), mede door middel van boekhoudkundige methoden, tot grote hoogte wordt gestuwd, terwijl in een volgend jaar grote verliezen worden genomen (waarna de winst – en dus de *earn-out*-betaling – weer omhoog schiet). In dit verband verdienen ook fiscale aspecten de aandacht. In deze *O&F* zie men daaromtrent de bijdrage van Kolkman en Werther, welke hierna is opgenomen.

Opschortende voorwaarden ('conditions precedent') en 'pre-closing covenants'

Een belangrijk onderdeel van een overnamecontract zijn de opschortende voorwaarden waaraan voldaan moet zijn voordat partijen verplicht zijn tot betaling van de koopprijs en overdracht van de onderneming over te gaan. Een standaardvoorwaarde in dit verband is dat de eventueel vereiste verklaringen van de Nederlandse en/of (indien vereist) Europese mededingingsautoriteiten wordt verkregen, dat zij tegen de transactie geen bezwaar hebben. Daarnaast kunnen en zullen echter andere voorwaarden worden opgenomen zoals (bevredigende) uitkomsten van het due diligence onderzoek, de goedkeuring van raden van commissarissen en/of aandeelhouders of het gerealiseerd zijn van bepaalde feiten en omstandigheden.

Is een opschortende voorwaarde niet vervuld, dan kan de overdracht niet plaatsvinden, tenzij partijen besluiten afstand te doen van het recht de opschortende voorwaarde in te roepen. De mogelijkheid van een dergelijke *'waiver'* is normaliter standaard in een overnamecontract opgenomen. Daaraan is, eveneens standaard, veelal gekoppeld dat, wanneer op een bepaald moment of binnen een bepaalde periode niet aan de opschortende voorwaarden is voldaan (en van de *waiver* geen gebruik wordt gemaakt), de overeenkomst van rechtswege eindigt (overigens veelal uitdrukkelijk met behoud van de mogelijkheid terzake schadevergoeding te vorderen).

Regelmatig komt men in overnamecontracten nog wel tegen dat als een opschortende voorwaarde wordt vermeld dat de ondernemingsraad een positief (althans niet negatief) advies zal hebben gegeven

en/of het door de Fusiecode geëiste overleg met de vakbonden heeft plaatsgevonden. Het opnemen van een dergelijke bepaling als opschortende voorwaarde staat echter op gespannen voet met zowel de Wet op de ondernemingsraden als met de Fusiecode. Deze beide regelingen gaan er namelijk van uit dat de ondernemingsraad (OR) en de vakbonden worden benaderd op een moment dat zij nog wezenlijke invloed kunnen uitoefenen op de voorgenomen transactie. De SER-commissie voor fusieaangelegenheden heeft in dit kader reeds enige jaren geleden uitdrukkelijk uitgesproken dat het voeren van het voorziene overleg met de bonden nadat een overeenkomst is gesloten, niet in overeenstemming is met hetgeen de Fusiecode vereist, ook niet als een opschortende voorwaarde dienaangaande wordt opgenomen. Kortom, advisering door de OR en overleg met de bonden moet hebben plaatsgehad voordat een definitieve overnameovereenkomst wordt aangegaan.

Behalve *conditions precedent* waaraan voldaan moet zijn voordat de *closing* plaats kan vinden, kan een overnamecontract ook voorzien in bepalingen over de gang van zaken in de onderneming in de periode tussen ondertekening van het contract en overdracht van de onderneming (*closing*). Dergelijke *pre-closing covenants* komen kort gezegd hierop neer dat wordt afgesproken dat de verkoper tot het moment van overdracht de onderneming zal leiden in overeenstemming met de normale standaarden van zorgvuldigheid en dat hij omtrent belangrijke beslissingen met betrekking tot de onderneming overleg zal plegen met de koper en niets ingrijpends zal doen zonder diens instemming. Deze bepalingen kunnen, al naar gelang de positie en wensen van partijen, meer of minder uitgebreid zijn.

Aansprakelijkheid en schadevergoeding (inclusief 'escrow')

Na de bepalingen over koopprijs, *closing* en opschortende voorwaarden dienen zich de *pièces de resistance* aan die in elke overname de kern van de discussie vormen: het gaat dan om de contractuele bepalingen over aansprakelijkheid, schadevergoeding, garanties en vrijwaringen en in het bijzonder om beperkingen van die aansprakelijkheid en schadevergoeding. Die beperkingen zal de verkoper zowel zoeken in duur als in omvang. Aansprakelijkheid wordt bijna steeds beperkt tot een bepaalde periode, waarbij wordt gedifferentieerd tussen de diverse gronden van aansprakelijkheid en veelal wordt aangeknoopt aan de diverse soorten garanties. Niet ongebruikelijk is bijvoorbeeld dat aansprakelijkheid in beginsel wordt beperkt tot twee jaar na *closing*, maar dat daarop een

uitzondering wordt gemaakt voor milieucclaims, fiscale claims enzovoort.

Met betrekking tot de omvang van schadevergoeding zoeken verkopers de beperkingen in twee richtingen. Vooreerst wordt in een overnamecontract bijna altijd een bepaalde drempel opgenomen, beneden welke schade niet voor vergoeding in aanmerking komt. De gedachte achter deze drempel is dat moet worden voorkomen dat partijen elkaar eindeloos bestoken met juridische procedures over kleine claims. Daarenboven wordt in aanmerking genomen dat bij bedrijfsovernames nu eenmaal zoveel verschillende zaken en goederen betrokken zijn, dat er altijd wel iets niet helemaal in orde zal zijn. Dat is een risico dat als inherent kan worden beschouwd aan dit soort transacties en dat door kopers ook wel wordt aanvaard. De tweede beperking aan schadevergoeding wordt gezocht in het maximeren ervan. Een verkoper zal trachten die maximering, in het jargon ‘cap’ genoemd, te koppelen aan bepaalde specifieke posten (bijvoorbeeld een limitering van de aansprakelijkheid voor milieukosten, staat van onderhoud van installaties enzovoort). Voorts zal een verkoper de maximale ‘over all’-aansprakelijkheid willen beperken. Bij dat laatste zal een minimum zijn een begrenzing tot de koopprijs, maar veelal zal een verkoper een verdere beperking wensen (bijvoorbeeld een percentage van de koopprijs).

Ten slotte zal de koper trachten om zoveel als mogelijk is specifieke regels op te nemen met betrekking tot de bepaling van de omvang van de schadevergoeding als garanties niet juist blijken. Een bijzonder punt van aandacht in dat verband is dat niet zonder meer kan worden aangenomen dat een lagere dan de gegarandeerde waarde van – bijvoorbeeld – activa van een gekochte vennootschap of onderneming, ook resulteert in een schade voor de koper. Dat althans is de visie die regelmatig in de rechtspraak wordt gehuldigd. Ik verwijs bijvoorbeeld naar de uitspraak van de Rb. Rotterdam van 30 september 1999 (JOR 2000/2), waarin de rechtbank uitdrukkelijk overwoog:

‘Wanneer sprake is van garanties door de verkoper aan de koper inzake hoedanigheden van de vennootschap, kan in geval van niet-nakoming van die garanties pas sprake zijn van schadevergoeding aan de koper wanneer laatstgenoemde door deze niet-nakoming in zijn eigen vermogen is geschaad’,

waaraan de rechtbank voor de zekerheid nog maar toevoegde:

‘Voor vorenbedoelde schadevergoeding is niet bepalend of de vermogenspositie van de vennootschap in werkelijkheid slechter is dan die van de

gegarandeerde situatie. Immers, een in werkelijkheid slechtere vermogenspositie van de vennootschap dwingt niet zonder meer tot de conclusie dat de “nieuwe” aandeelhouder in zijn vermogen is geschaad, en zeker niet per definitie voor een bedrag gelijk aan het verschil tussen beide vermogensposities.’

In de contractspraktijk kan men trachten dit probleem te ondervangen door in het overnamecontract af te spreken dat garanties mede zullen strekken ten behoeve van en kunnen worden ingeroepen door de vennootschap c.q. dat de vermogensschade van de koper wordt geacht mede te omvatten de schade welke de vennootschap lijdt als de garanties niet overeenkomen met de werkelijkheid.

In het verlengde van de bepalingen omtrent schadevergoedingsplicht zal de koper zich uitdrukkelijk afvragen welke zekerheid hij heeft dat hij, als hij een aanspraak op schadevergoeding heeft, deze ook daadwerkelijk zal kunnen verhalen. De standaardmechanismen die de koper hier steeds in overweging zal nemen zijn een bankgarantie of een *escrow* regeling. Bij een *escrow* regeling wordt een deel van de koopprijs bij een *escrow* agent geparkeerd (dit kan bijvoorbeeld een notaris of een bank zijn) die ten laste van de *escrow* uitbetaalt als de koper aanspraak maakt op schadevergoeding, welke aanspraak in overeenstemming met de *escrow* overeenkomst geldend wordt gemaakt. In het algemeen zal dat erop neerkomen dat de *escrow* agent uitbetaalt als de koper een toewijzend (arbitraal of rechterlijk) vonnis overlegt. Het kan echter ook voorkomen dat met minder zware eisen wordt volstaan en zelfs dat de *escrow* agent op enkele afroep van de koper tot betaling moet overgaan. De hoogte en de voorwaarden van de *escrow* regeling zullen uiteraard voorwerp van onderhandeling zijn.

Garanties en vrijwaringen (‘representations and warranties’ en ‘indemnities’)

Hiervoor kwam al ter sprake dat de *pièces de résistance* in het onderhandelingsproces veelal de (omvang van de) garanties en vrijwaringen zijn. Het onderscheid tussen garanties en vrijwaringen kan als volgt worden gezien. *Garanties* omschrijven bepaalde feiten en omstandigheden welke door verkoper en koper als juist worden verondersteld. Door het geven van een garantie aanvaardt de verkoper aansprakelijkheid als de feiten en omstandigheden waarop de garanties betrekking hebben, niet blijken te zijn zoals gegarandeerd. De verkoper schendt dan zijn garantieverbintenis en is uit hoofde van die schending aansprakelijk en gehouden tot vergoeding van schade

(uiteraard met inachtneming van de beperkingen, welke daaromtrent in het overnamecontract zijn afgesproken en die hiervoor werden belicht).

Vrijwaringen worden in beginsel bedongen met betrekking tot feiten en omstandigheden waaromtrent op het moment van het aangaan van het overnamecontract al bekend is dat deze aanleiding kunnen geven tot vergoeding van schade. Men weet bijvoorbeeld dat sprake is van vervuiling, maar niet in welke mate en of deze wel of niet moet worden gesaneerd. Of men weet dat met betrekking tot bepaalde feiten een derde een rechtsvordering aanhangig heeft gemaakt, maar onzeker is nog of deze vordering kans van slagen heeft. In dat geval zal de koper uitdrukkelijk in het contract willen voorzien dat de verkoper de kosten en schade voor zijn rekening neemt die kunnen voortvloeien uit de feiten waarop de vrijwaring betrekking heeft. De verkoper op zijn beurt zal natuurlijk trachten zijn aansprakelijkheid, uit hoofde van de gegeven vrijwaringen, zoveel mogelijk te beperken en deze te maximaliseren. Of en in hoeverre zulks zal lukken zal afhangen van de onderhandelingen tussen partijen.

De meeste aanleiding voor nadere juridische aandacht geven garanties. In geval van vrijwaringen is immers, zoals geschetst, sprake van een specifieke contractuele regeling met betrekking tot specifiek bepaalde feiten en zijn partijen er beide van op de hoogte dat met betrekking tot die feiten 'iets loos' is. Bij garanties is dat niet het geval. Daar gaan partijen er juist van uit dat er 'niets loos' is, maar worden garanties opgenomen voor het geval dat die veronderstelling onjuist blijkt. Het juridische probleem dat nu rijst is hoe omgegaan moet worden met de situatie als blijkt dat een garantie onjuist is, maar de koper (die de garantie inroept) dat bij onderzoek van de overgenomen onderneming had kunnen weten. In klassieke juridische terminologie: partijen hebben gedwaald omtrent het al of niet bestaan van bepaalde feiten en omstandigheden. Voor wiens risico moet zo'n dwaling nu komen?

In het algemeen burgerlijk recht is het aanknopingspunt in deze discussie het fenomeen van de 'onderzoeksplicht'. Betreft het contract een overname van een onderneming, dan is dat niet anders. Alleen spreken wij dan niet van een onderzoeksplicht, maar van due diligence.

Due diligence en garanties

In de huidige overnamepraktijk is uitgebreid due diligence onderzoek (helaas) niet meer weg te den-

ken. Sterker nog, de aandrang om zulk onderzoek te (laten) doen lijkt slechts toe te nemen. Op zichzelf is dat opmerkenswaard. Immers, ook in geval van een overname is het uitgangspunt dat op de verkoper een mededelingsplicht rust ten opzichte van de koper om hem in te lichten omtrent essentialia van de onderneming. In beginsel geldt dat, wanneer de verkoper zijn spreekplicht niet is nagekomen, de koper een beroep op dwaling toekomt en/of dat hij de overeenkomst kan ontbinden of schadevergoeding kan vorderen. Daarvoor is te meer grond als hetgeen niet is meegegeeld (ook) leidt tot een schending van een door verkoper gegeven garantie.

Een voorbeeld daarvan biedt het arrest van de Hoge Raad van 4 februari 2000 inzake Provamo B.V.³ In dat geval was door de verkoper van een vennootschap die een aardappelmeelfabriek exploiteerde niet meegegeeld dat illegaal afvalwater was geloosd. Dit leidde tot een hoge aanslag van het waterschap over de voorgaande jaren, hetgeen er op zijn beurt weer toe leidde dat de jaarcijfers, die door verkoper waren gegarandeerd, niet meer juist waren (omdat hoge boetes verschuldigd bleken). Koper ging vervolgens over tot ontbinding van de koopovereenkomst hetgeen door Hof en Hoge Raad werd gesauveerd. Van belang, ook voor het algemene contractenrecht, is daarbij dat de Hoge Raad bepaalde dat beroep op ontbinding als bedoeld in artikel 6:265 BW in beginsel niet wordt beperkt door de redelijkheid en billijkheid. In beginsel is de enige beperking, aldus de Hoge Raad, de clausulering in artikel 6:265 lid 1 dat de tekortkoming,

'gezien haar bijzondere aard of geringe betekenis, deze ontbinding met haar gevolgen niet rechtvaardigt'.

De Hoge Raad wijst de stelling van verkoper uitdrukkelijk van de hand, dat de aard en de strekking van garantiebepalingen in het algemeen meebrengen dat pas van wanprestatie sprake is als de aan de garantie verbonden verplichting tot schadevergoeding niet wordt nagekomen. Dat is op zichzelf een goede zaak. Enigszins verontrustend is echter wel de door de Hoge Raad daaraan ten grondslag gelegde redenering. Hij overweegt namelijk dat de stelling van verkoper moet worden verworpen

'omdat aan het begrip garantie te dezen niet een vast betekenis toekomt',

maar de vraag of garanties een betekenis hebben als hier door verkoper gesteld, moet worden beantwoord door uitleg

3 NJ 2000/562.

‘waarbij het aankomt op de zin die partijen bij de overeenkomst in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs daaraan mochten toekennen en op hetgeen zij redelijkerwijs te dien aanzien van elkaar mochten verwachten.’

Daarmee houdt de Hoge Raad onverkort vast aan zijn bekende – en omstreden – uitspraak van 22 december 1995 inzake Hoog Catharijne.⁴ Zoals bekend was in die zaak onderwerp van geschil of en in hoeverre de koper (het ABP) van het Hoog Catharijne-complex de kosten van daarmee verbonden canonverplichtingen kon verhalen op de verkopende aandeelhouders, nu deze het bestaan van die verplichtingen niet aan koper hadden meegedeeld. De koper had wel een uitgebreid due diligence onderzoek verricht, maar daarin aan het onderwerp van de betreffende canonverplichtingen blijkbaar geen aandacht geschonken. Koper vordert nu de schade van de verkopers, mede in aanmerking genomen dat deze hadden verklaard ervoor in te staan dat alle informatie was verstrekt die van belang was. De verkopers brengen daar tegen in dat, nu de koper een zeer deskundig due diligence team had samengesteld, het op zijn weg had gelegen nader onderzoek te doen en om eventuele nadere informatie te vragen.

De Rechtbank verwerpt het betoog van verkopers en overweegt – geheel volgens het boekje – dat niet de onderzoeksplicht van de koper, maar de mededelingsplicht van verkopers voorop staat. Het Hof komt echter tot een ander oordeel. Daarbij neemt het in aanmerking dat verkopers niet wisten dat kopers de betreffende verplichtingen over het hoofd hadden gezien en dat het in de voortschrijdende onderhandelingen op de weg van koper lag om zich in onderwerpen als de onderhavige te verdiepen, mede omdat de overname zeer complex was en de koper werd bijgestaan door een team van ‘hoogwaardige deskundigen’. Derhalve concludeert het Hof dat de omstandigheid dat koper geen kennis droeg van de canonverplichtingen in casu voor zijn rekening en risico komt.

In cassatie werd door de koper benadrukt dat in de geschetste situatie bijzonder belang moest worden gehecht aan de garantie van verkopers dat zij (mede) ‘instaan voor’ de volledigheid van de verschaft informatie. De Hoge Raad zag dat echter anders. Want, zo overweegt hij, aan het begrip ‘instaan voor’ komt niet steeds eenzelfde betekenis toe, in de zin dat degene die ‘instaat’ daarmee in beginsel aansprakelijkheid aanvaardt in geval van het intreden of uitblijven van gebeurtenissen, handelingen of feiten voor het intre-

den of uitblijven waarvan hij instaat. Bepalend is, aldus de Hoge Raad, hetgeen partijen in de gegeven omstandigheden mochten verwachten. Bij de bepaling daarvan en van de reikwijdte van de verplichting van verkopers om informatie te verschaffen, mag meewegen hetgeen de verkoper(s) aan onderzoekspanningen aan de zijde van de koper mag (mogen) veronderstellen.

‘Disclosures’ en garanties

De onzekerheid die het Hoog Catharijne-arrest voor de praktijk meebracht, blijft door het hiervoor besproken Provamo-arrest onverminderd bestaan. De praktijk zal er dus van doordrongen moeten zijn dat het formuleren van garanties en de mogelijke effecten daarvan nauw luistert. Dat is te meer van belang nu een overnamecontract heden ten dage al snel gepaard gaat met een (soms zeer uitgebreide) lijst met garanties. Die kunnen een veelheid van onderwerpen beslaan en variëren van de vaststelling dat geen aandelen zijn uitgegeven aan anderen dan de huidige aandeelhouders, tot de juistheid van de jaarcijfers, het ontbreken van (*back service*) pensioenverplichtingen en de garantie dat alle relevante regelgeving met betrekking tot het milieu in acht is genomen.

En wat ook de uitkomst van overnameonderhandelingen is, in ieder geval is in die onderhandelingen de omvang van garanties een vast thema. Enerzijds is de verkoper daarbij geïnteresseerd in het zoveel mogelijk beperken van de (effectiviteit van) de garanties, terwijl anderzijds de koper zich inspant om de strekking en de effectiviteit daarvan juist te optimaliseren. Voor de verkoper zijn de begrippen ‘*best knowledge*’ en ‘*disclosure*’ in die discussie de essentiële coördinaten. Hij zal ernaar streven vast te leggen dat alle informatie die koper heeft ingezien of had kunnen inzien als geopenbaard (*disclosed*) geldt en dat de garanties (*representations and warranties*) worden beperkt (*qualified*) door die informatie en tot hetgeen hem ‘naar beste weten’ bekend was. De koper daarentegen zal trachten zoveel mogelijk strikte garanties te krijgen, zonder dat deze worden beperkt door wat de verkoper al of niet wist. En voorzover garanties worden beperkt door informatie die hem ter beschikking is gesteld, zal hij willen opnemen dat dit slechts geldt voor informatie die hem specifiek in het kader van bepaalde garanties wordt verschaft (*‘specific disclosures against warranties’*) in een afzonderlijk document (de ‘*disclosure letter*’). In de praktijk zal veelal een tussenoplossing worden uitonderhandeld.

Gelet op de hiervoor besproken rechtspraak is een en ander niet zonder belang. Tegelijkertijd echter brengt die rechtspraak ook mee dat de omstandigheden van het geval toch medebepalend zullen zijn. Ook als een verkoper erin slaagt een contract uit te onderhandelen zonder garanties te hoeven geven, blijft staan dat hij aansprakelijk zal zijn als hij belangrijke informatie niet aan de koper heeft verstrekt. En ook als de koper erin slaagt vergaande garanties te verkrijgen, maar hij in zijn due diligence feiten heeft ontdekt die daarmee in strijd zijn, zal zijn beroep op een garantie kunnen worden beperkt. En dat is maar goed ook. Contracteren is mooi; scherp contracteren is nog mooier. Maar het beginsel van redelijkheid en billijkheid behoort nooit volledig te kunnen worden weggecontracteerd.

Letter of intent of Merger protocol?

In het voorgaande kwam ik al te spreken over de *letter of intent* en de eventuele functie daarvan in de overnamepraktijk. Ik gaf daar al aan dat de *letter of intent* geen noodzakelijke stap is in het overnameproces, hoewel het ook weer niet bepaald uitzonderlijk is dat in een overnameproces een *letter of intent* (of *memorandum of understanding*) wordt opgemaakt. Daarbij wees ik er al op dat, wanneer overleg op gang komt over een overname, bij dat overleg niet per se de aandeelhouders centraal staan, maar de situatie heel wel kan zijn dat met name wordt gesproken met bestuurders (en commissarissen) van de over te nemen vennootschap. Dat geldt in het bijzonder als de doelvennootschap niet over één (of enkele) grootaandeelhouder beschikt en in nog versterkte mate als de over te nemen vennootschap (hierna de doelvennootschap) aan de beurs is genoteerd. De tot stand te brengen *letter of intent* reflecteert dit dan ook in zoverre dat in zo'n situatie van verspreid aandelenbezit niet slechts (vaak zelfs in het geheel niet) verplichtingen van aandeelhouders worden vastgelegd, maar met name bestuurders en commissarissen zich, al of niet namens de vennootschap, tot een bepaald handelen of nalaten verplichten.

Daarbij realiseer men zich dat, ondanks de vermelde, vrijblijvend klinkende benamingen van een overnamedocument, het weldegelijk de bedoeling van partijen kan zijn om (deels) bindende afspraken te maken. Zo wensen bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap dat de overnemende vennootschap zich in beginsel verplicht een openbaar bod uit te brengen tegen een bepaalde prijs, van welke verplichting die vennootschap slechts onder specifiek aangeduide voorwaarden zal zijn ontheven. En de overnemende vennootschap wenst dat

bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap zichzelf en de vennootschap ook uitdrukkelijk verbinden waar het het verdere proces, de mate waarin informatie zal worden verschaft, de juistheid van deze informatie en hun eigen positie (verplichten zij zich tot aanblijven of juist tot aftreden en onder welke voorwaarden?) betreft, alsmede de wijze waarop zij zullen omgaan met andere geïnteresseerden in de doelvennootschap ('exclusiviteit'). Die verplichtingen van bestuurders en commissarissen roepen tegen de achtergrond van het dwingende vennootschapsrecht vragen op. In het bijzonder is hier een heikel punt in hoeverre bestuurders en commissarissen een uit te brengen (openbaar) bod tegen een bepaalde prijs aan de aandeelhouders zullen aanbevelen en hoe zij zullen opereren tegenover andere partijen die een bod op de doelvennootschap (zouden willen) overwegen.

Voorop moet worden gesteld dat het vennootschapsrecht er geen twijfel over laat bestaan dat bestuurders en commissarissen gehouden zijn hun handelen te laten bepalen door de belangen van de vennootschap, de door haar in stand gehouden ondernemingen en de daarbij betrokkenen. De vraag is hoe ver bestuurder en commissarissen tegen de achtergrond van deze gehoudenheid kunnen gaan bij het aangaan van verplichtingen jegens een overnemende vennootschap. Dat betreft in het bijzonder de hiervoor opgeworpen vraag of bestuurders en commissarissen zich kunnen verplichten tot exclusiviteit, in die zin dat zij beloven niet met andere dan de nu bekende wederpartij over een overname te onderhandelen en ook reeds toezeggen slechts het door de nu bekende wederpartij uit te brengen bod te zullen aanbevelen aan de aandeelhouders (ongeacht of een bod van een derde bijvoorbeeld een hogere prijs bevat dan de huidige wederpartij biedt).

In de praktijk lijkt (terecht) de opvatting veld te winnen dat bestuurders en commissarissen zich niet ongeclausuleerd tot een en ander kunnen verplichten. Bijna steeds wordt dan ook tegenwoordig in *letters of intent* in enigerlei vorm aan bestuurders en commissarissen de mogelijkheid geboden zich aan hun *commitment* jegens de wederpartij te onttrekken. Over de vraag hoe strikt de in dit verband te stellen voorwaarden mogen zijn, verschillen de opvattingen echter. De vraag wat bestuurders en commissarissen mogen aanvaarden, zal moeten worden beantwoord aan de hand van het criterium in hoeverre de overname door een bepaalde partij in het belang van de doelvennootschap kon worden geoordeeld. Hoe groter het belang voor de doelvennootschap van een overname door een bepaalde partij kan worden

geacht op het moment van het aangaan van de *letter of intent*, hoe eerder door bestuurders en commissarissen aangegane verplichtingen aanvaardbaar zullen zijn.

Schade bij afbreken van onderhandelingen: de ‘termination fee’ of ‘break-up fee’

Spreekt men eenmaal over de *letter of intent*, dan dient zich ook onontkoombaar de vraag aan naar schadevergoeding als de *letter of intent* uiteindelijk niet leidt tot een definitieve overeenkomst. Meer algemeen confronteert ons dat met de problematiek van afgebroken onderhandelingen en de privaatrechtelijke consequenties daarvan. Daarover is in de civielrechtelijke literatuur veel geschreven en het kader van deze bijdrage zou verre worden overschreden als ik daar diep op inging. Ik volsta daarom hierna met slechts enkele opmerkingen over de algemene civielrechtelijke problematiek om vervolgens uitsluitend dieper in te gaan op het fenomeen van de *break-up fee*.

Sinds het arrest van de Hoge Raad van 18 juni 1982 inzake Plas-Valburg (*NJ* 1983/723), geldt in het Nederlandse recht dat het afbreken van onderhandelingen aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid van degene die onderhandelingen afbreekt jegens zijn wederpartij. Wanneer de onderhandelingen betrekking hebben op de overname van een bedrijf is dat niet anders. Sterker nog, een aanzienlijk deel van de jurisprudentie op dit terrein betreft afgebroken onderhandelingen over een bedrijfsovername c.q. een beoogde samenwerking. Kortheidshalve vermeld ik die jurisprudentie niet hier, maar verwijs ik naar de relevante literatuur.⁵ Welke conclusies kunnen nu uit die jurisprudentie worden getrokken? Zeer kort gezegd zou ik die conclusies uit de jurisprudentie in drieën willen samenvatten.

Ten eerste kan worden geconstateerd dat het principe dat afgebroken onderhandelingen tot schadevergoeding kunnen leiden, in de jurisprudentie vast verankerd is. Ten tweede moet echter worden geconstateerd dat het aantal gevallen waarin daadwerkelijk omvangrijke schadevergoeding is toegekend, uitermate beperkt is en dat daarvan slechts sprake kan zijn als over nagenoeg alle belangrijke onderwerpen van een bepaalde transactie overeenstemming is bereikt. Ten derde kan worden vastgesteld dat, wanneer partijen – bijvoorbeeld in een *letter of intent* – uitdrukke-

lijk overeenkomen dat afbreken van onderhandelingen niet zal leiden tot schadevergoeding, de rechter zo’n afspraak in beginsel respecteert. Ten slotte merk ik nog op dat uit die jurisprudentie kan worden afgeleid dat, wanneer bedongen is dat een finale overeenkomst onderworpen is aan goedkeuring van een vennootschappelijk orgaan, het weigeren van die goedkeuring slechts onder omstandigheden kan leiden tot aansprakelijkheid.⁶ De les van dat alles kan zijn dat in de praktijk vergoeding van schade wegens afgebroken onderhandelingen het meest kansrijk is als daaromtrent, bijvoorbeeld in een *letter of intent*, een uitdrukkelijke regeling getroffen is.

Zo’n uitdrukkelijke regeling die in overnameland de laatste tijd aan populariteit wint, is het fenomeen van de *break-up fee*. Met name bij een beoogde overname van een beursvennootschap met gespreid aandelenbezit heeft deze de laatste tijd aanleiding gegeven tot discussie.⁷ De *break-up fee* houdt dan in dat, wanneer overnameonderhandelingen uiteindelijk niet uitmonden in een overname, de doelvennootschap (!) aan de bidder een bepaald bedrag moet betalen. Deze *break-up fees* (of *termination fees*), die in de hiervoor besproken *letter of intent* worden vastgelegd (maar ondanks die benaming weldegelijk als bindende verplichtingen zijn bedoeld), lopen in de praktijk nogal eens op.

Het is duidelijk dat de biedende partij belang heeft bij het bepalen van een *break-up fee*:

- in de eerste plaats stelt zo’n bepaling de bidder in de gelegenheid om de gemaakte (voorbereidings)kosten vergoed te krijgen;
- in de tweede plaats verzekert een dergelijke *break-up fee* de bidder dat de target zich ook inderdaad aan het voorgenomen bod committeert;
- in de derde, maar zeker niet in de laatste plaats, werkt een *break-up fee* als een afschrikking ten aanzien van derden die zouden overwegen om een concurrerend bod op de doelvennootschap uit te brengen.

Met name het laatste aspect maakt echter tegelijkertijd de *break-up fee* een wat dubieus instrument. Immers, een hoge *break-up fee* kan meebrengen dat het voor een derde niet zinvol meer is om een concurrerend bod op een vennootschap uit te brengen, aangezien de waarde van de onderneming zal verminderen met het bedrag dat als *break-up fee* aan de oorspronkelijke gesprekspartner moet worden vol-

5 Vergelijk H.J. de Kluiver, *Onderhandelen en privaatrecht*, Kluwer, Deventer, 1992 en B. Wessels (red.), *Onderhandelen, bemiddelen en schikken*, 2e druk, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1998, waarin verdere verwijzingen naar literatuur en rechtspraak.

6 Vergelijk H.J. de Kluiver en C.A. Schwarz, ‘Onderhandelen onder voorbehoud, in het bijzonder met rechtspersonen’, in: B. Wessels (red.) a.w., p. 101 e.v.

7 Zie H.J.M.N. Honée, ‘Spugen in andermans pap’, in: *Ondernemingsrecht* 2000, pp. 473-474.

daan. Deze consequentie belemmert op haar beurt weer dat de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap hun wettelijk plicht kunnen nakomen om (uitsluitend) het belang van de vennootschap te behartigen (en naar de best mogelijke partner voor de doelvennootschap te zoeken).

Hoewel een en ander in de Nederlandse praktijk pas vrij recent aandacht heeft gekregen, is het onderwerp elders, met name in de Verenigde Staten, bepaald geen *terra incognita*. Bekend is hier een arrest van het Delaware Supreme Court van 4 februari 1994 inzake QVC tegen Paramount.⁸ Deze zaak betreft de voorgenomen overname van Paramount door Viacom, waarbij Paramount als doelvennootschap zich reeds had verplicht daaraan medewerking te verlenen. Deze verplichting was vormgegeven in een *merger agreement* waarin onder andere een *termination fee* was opgenomen. Nadien mengt zich QVC in deze overnamestrijd en deze wordt vervolgens geconfronteerd met de *break-up fee* en andere beschermingsconstructies welke tezamen een aanzienlijk beslag leggen op de middelen van Paramount als een derde in het overnamebod zou slagen. QVC legt de zaak aan de rechter voor en stelt dat de afspraken die zijn gemaakt door de Paramount *board* in strijd zijn met het vennootschapsrecht en derhalve nietig moeten geoordeeld. QVC weet het Delaware Supreme Court van deze visie te overtuigen.

In casu oordeelt dat Hof dat het bestuurshandelen van de Paramount *board*, en met name het blijven vasthouden aan de samenwerking met Viacom, de toets der kritiek niet doorstaat. De bestuurders, aldus het Delaware Supreme Court,

'remained prisoners of their own misconceptions and missed opportunities'.

De door de bestuurders namens de vennootschap aangegane contractuele regelingen worden dan ook, wegens strijd met hun *'fiduciary duty'*, nietig geacht.

Deze benadering heeft ook in het Nederlandse recht gelding, hoewel de implementatie van deze benadering niet geheel zonder juridische complicaties is. Een van de complicaties die in dit verband in het oog springt, is dat de *break-up fee* wordt aangegaan

door de doelvennootschap die daartoe in beginsel rechtsgeldig wordt vertegenwoordigd door haar bestuurders. Uitgangspunt van het Nederlandse recht is dat een wederpartij daarop mag vertrouwen. Niettemin meen ik dat op dit punt een wederpartij naar redelijkheid en billijkheid geen beroep op die vertegenwoordigingsregel zal mogen doen als duidelijk is dat een dergelijke *break-up fee* het belang van de vennootschap duidelijk heeft overstegen. Ook een beroep op doeloverschrijding acht ik hier, onder omstandigheden, zeker mogelijk. Uiteraard zal daarbij de hoogte van de *break-up fee* van grote betekenis zijn. Overtreft de *break-up fee* niet een redelijke vergoeding voor gemaakte kosten en schade, dan is er onvoldoende grond zo'n clause aan te tasten. De vraag is natuurlijk wat (nog) een redelijke vergoeding is. Het bestek van deze bijdrage laat niet toe dat hier verder uit te werken.

Afronding

In het voorgaande heb ik in kort bestek een overzicht gegeven van de meest in het oog springende elementen van een (standaard)overname en een (standaard)overnamecontract, gezien vanuit het juridisch perspectief. Er is echter veel dat in het korte bestek van deze bijdrage niet aan de orde kwam en kon komen. Uit dat feit moet echter niet worden afgeleid dat dergelijke niet besproken aspecten niet belangrijk zouden zijn. Dat moge overigens al direct daaruit blijken dat die aspecten elders in deze *O&F* aan de orde komen. Wat ik hopelijk wel heb kunnen doen doorklinken, is dat het proces van overname van een onderneming, ook vanuit juridisch perspectief, allerlei interessante aspecten vertoont. Over veel van die aspecten bestaat nog geen helderheid. Er valt nog veel te doen en te denken. Deze aflevering van *O&F* zal daar zeker een bijdrage aan leveren.

Prof. mr. H.J. de Kluiver is hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Universiteit Utrecht en advocaat bij De Brauw, Blackstone en Westbroek te Amsterdam.