

MR. DRS. H.H. KERSTEN

Het due diligence onderzoek

Vrijwillige en onvrijwillige beperkingen

Inleiding

In deze bijdrage zal ik ingaan op de factoren die een rol spelen bij het bepalen van de reikwijdte van een due diligence onderzoek bij een overname. Ik zal daarbij zowel aan de positie van de koper als aan de positie van de verkoper aandacht besteden. Allereerst zal de betekenis van de jurisprudentie inzake mededelings- en onderzoeksplichten voor de omvang en kwaliteit van het onderzoek onderzocht worden. Vervolgens zal ik een aantal redenen bespreken om een zorgvuldig onderzoek in te stellen. Ook de positie van de verkoper die het due diligence onderzoek van de koper beperkt komt aan bod. Tot slot zal onderzocht worden in hoeverre de voorkeurenwetgeving de koper en verkoper bij een beursgerelateerde transactie beperkingen ten aanzien van de reikwijdte van het due diligence onderzoek oplegt.

De positie van de koper

Belang van rechtspraak inzake mededelings- en onderzoeksplichten

Het veelbesproken Hoog Catharijne-arrest¹ is een belangrijk arrest voor de overnamepraktijk. Het arrest roept de volgende vragen op:

- heeft een garantie maar zeer betrekkelijke waarde?; en
- is de koper beter af met geen of een beperkt due diligence onderzoek, omdat de omstandigheid dat hij bij het onderzoek iets over het hoofd ziet zwaarder weegt dan de mededelingsplicht van de verkoper?

Voor een goed begrip van het arrest zal ik eerst de hoofdregels bespreken op het terrein van de mededelings- en onderzoeksplichten, zoals geformuleerd door de Hoge Raad vóór het Hoog Catharijne-arrest. Vervolgens zal ik een aantal uitspraken bespreken van (lagere) rechterlijke instanties gewezen na het Hoog Catharijne-arrest.

Overzicht van de belangrijkste regels

In het Baris-Riezenkamp-arrest van 15 november 1957² overwoog de Hoge Raad dat de precontractuele goede trouw onder meer meebrengt dat degene die overweegt een overeenkomst aan te gaan, tegenover de wederpartij gehouden is om binnen redelijke grenzen maatregelen te nemen om te voorkomen dat hij onder invloed van onjuiste voorstellingen zijn toestemming geeft. De koper heeft derhalve een onderzoeksplicht. Echter, aldus de Hoge Raad, de omvang van de onderzoeksplicht wordt mede hierdoor bepaald, dat men in de regel mag afgaan op de juistheid van de door de wederpartij gedane mededelingen.

De Hoge Raad hanteerde voorts als algemene regel dat wanneer een partij voor de totstandkoming van een overeenkomst aan de wederpartij bepaalde inlichtingen had behoren te geven teneinde te voorkomen dat de wederpartij zich omtrent het betreffende punt een onjuiste voorstelling zou maken, de goede trouw er zich in het algemeen tegen zal verzetten dat eerstbedoelde partij ter afwering van een beroep op dwaling aanvoert dat de wederpartij het ontstaan van de dwaling mede aan zichzelf heeft te wijten.³ In deze regel ligt besloten – aldus de Hoge Raad in *Offringa-Vinck c.s.* – dat het enkele feit dat een partij haar onderzoeksplicht naar bepaalde relevante gegevens verzaakt, niet uitsluit dat de andere partij terzake van diezelfde gegevens een mededelingsplicht heeft. Met andere woorden: als de verkoper bepaalde informatie had moeten geven, kan hij behoudens bijzondere omstandigheden niet tegenwerpen dat de koper door onderzoek de informatie had kunnen achterhalen.

De mededelingsplicht van de verkoper prevaleert derhalve boven de onderzoeksplicht van de koper. Dan moet echter wel vaststaan dat op de verkoper een mededelingsplicht rust. Bij de beantwoording van de vraag of de verkoper naar de in het verkeer geldende opvattingen een mededelingsplicht heeft,

Het due diligence onderzoek

dan wel mag zwijgen omdat hij erop mag vertrouwen dat de koper onderzoek doet, moet gelet worden op alle bijzonderheden van het gegeven geval, maar ook en vooral daarop dat de hierboven weergegeven regel juist ertoe strekt ook aan een onvoorzichtige koper bescherming te bieden.⁴

Dwaling en wanprestatie

De vraag welke mededelings- en onderzoeksplichten op partijen rusten, speelt niet alleen bij dwaling, maar ook bij wanprestatie.⁵ De meeste schrijvers zijn van mening dat de regels terzake de verhouding tussen mededelings- en onderzoeksplichten bij wanprestatie en dwaling hetzelfde zijn. Ik sluit mij daarbij aan. Voor de overnamepraktijk is dat belangrijk, omdat een koper bij een overname veelal schadevergoeding zal willen vorderen wegens wanprestatie opleverende schending van de garanties.

Het Hoog Catharijne-arrest

De feiten in deze zaak waren als volgt. Het ABP kocht in 1982 van Hoog Catharijne BV de erfpachts- en opstalrechten met betrekking tot het Hoog Catharijnecomplex. Hoog Catharijne had bepaalde garanties afgegeven, waaronder – kort gezegd – de garantie dat alle informatie van belang voor de beoordeling van de waarde is verstrekt en de garantie dat alle informatie is verstrekt omtrent de voorwaarden en overeenkomsten met betrekking tot de erfpachts- en opstalrechten. ABP liet een werkgroep, bestaande uit een registeraccountant, advocaat en belastingadviseur, een uitgebreid due diligence onderzoek doen. Daartoe had Hoog Catharijne BV haar archief en administratie opengesteld. In het Groene Boek, samengesteld door de due diligence werkgroep, was een Raadsvoordracht opgenomen die verwees naar een eerdere Raadsvoordracht en naar een rapport waarin twee geldleningen werden genoemd die aan ABP niet bekend waren. Uit de verwijzing in de Raadsvoordracht die de werkgroep wel had gezien, bleek duidelijk dat de eerdere Raadsvoordracht en het rapport voor de koper relevante informatie bevatten. Toch was daar geen nader onderzoek naar gedaan.

Het Hof en de Hoge Raad honoreerden het beroep op de garanties niet. De Hoge Raad paste bij de uitleg van de garantiebepaling het Haviltex-criterium⁶ toe: het ging erom welke zin partijen in de gegeven omstandigheden aan het begrip ‘instaan voor’ mochten toekennen en om hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten. Het Hof was volgens de Hoge Raad terecht van oordeel dat de reikwijdte van de informatieverplichting mede bepaald wordt door hetgeen Hoog Catha-

rijne aan onderzoeksinspanningen mocht verwachten. De volgende omstandigheden speelden daarbij een rol: het onderzoek door een deskundige werkgroep en het naar aanleiding daarvan samengestelde Groene Boek, zodat Hoog Catharijne mocht verwachten dat ABP zou aangeven of en op welke punten ABP behoefte had aan nadere informatie. Hoog Catharijne wist niet dat ABP de leningen niet kende, wist niet hoe belangrijk de kennis ten aanzien van de toekomstige canonverplichtingen was voor ABP, was niet op de hoogte van de wijze van waardebepaling en wist niet dat daarbij te lage toekomstige canonverplichtingen in aanmerking waren genomen. Op grond van deze omstandigheden had het Hof volgens de Hoge Raad terecht geconcludeerd dat het meer op de weg van ABP lag om nader onderzoek te doen dan dat het op de weg van Hoog Catharijne lag nadere informatie te verstrekken. De Hoge Raad verwierp derhalve het beroep in cassatie tegen het arrest van het Hof, waarbij het Hof de vorderingen van ABP had afgewezen.

Moet uit dit arrest de conclusie worden getrokken dat

- een garantie maar zeer betrekkelijke waarde heeft?; en
- de koper beter af is met geen of een beperkt due diligence?

Ik denk het niet. Weliswaar kan de koper niet los van de omstandigheden altijd een garantie inroepen, maar daarmee is de garantie niet (zo goed als) waardeloos. Ook de conclusie dat het enkele feit dat de koper c.q. zijn deskundige adviseurs bij het onderzoek iets over het hoofd hebben gezien, de mededelingsplicht doet vervallen, wordt naar mijn mening niet gerechtvaardigd door het Hoog Catharijne-arrest. Het feit dat de koper een onderzoek door deskundigen had ingesteld, was slechts een van de omstandigheden die meespeelden bij het oordeel dat de onderzoeksplicht prevaleerde. Minstens zo belangrijk lijken mij de omstandigheden dat Hoog Catharijne niet wist dat ABP de leningen niet kende, noch dat en waarom die leningen voor ABP zo belangrijk waren. Ik denk dat de kans groot is dat de mededelingsplicht had geprevaleerd als dat anders was geweest. En tot slot: van een koper c.q. zijn adviseurs mag verwacht worden dat zij hun werk zorgvuldig doen en niet slechts de ter beschikking gestelde informatie verslaan, maar ook kijken naar documenten waarnaar in die informatie wordt verwezen c.q. daar vragen over stellen. Geen reden om dan maar geen onderzoek te doen, maar juist om dat onderzoek zorgvuldig te doen.

Het due diligence onderzoek

Het Hoog Catharijne-arrest is derhalve naar mijn mening in lijn met de daarvoor door de Hoge Raad op het terrein van de mededelings- en onderzoeksplichten geformuleerde regels.⁷ Hieronder zal onderzocht worden of deze lijn in latere rechtspraak is doorgezet.

Enkele relevante uitspraken na het Hoog Catharijne-arrest

In de zaak Heijmerink-Kaufman⁸ van 23 april 1997, was door Heijmerink een balansgarantie afgegeven. Heijmerink stelde dat de koper, Kaufman, zich in alle administratieve en financiële stukken van de target had verdiept dan wel had kunnen verdiepen. De Rb. Utrecht was van oordeel dat, voorzover Heijmerink daarmee wilde betogen dat Kaufman onjuistheden dan wel onvolledigheden in de balans had kunnen kennen, waardoor Heijmerink in zoverre niet aan de balansgarantie zou zijn gehouden, zij daarmee miskent dat zij voor de juistheid en volledigheid van de balans had in te staan (de uitspraak geeft geen blijk van toetsing aan het Haviltex-criterium). Het enkele feit dat Kaufman eventuele onjuistheden of onvolledigheden had kunnen kennen, doet hieraan niet af.

In de zaak Van der Wiel-De Vries⁹ van 17 september 1998, stelde de Rb. Rotterdam voorop dat de garantiebepalingen aan de hand van het Haviltex-criterium moeten worden uitgelegd. De Rechtbank oordeelde dat de garanties niet kunnen worden gematigd met een beroep op het achterwege laten van een onderzoek door de koper. In het licht van de garanties, die volgens de Rechtbank duidelijk de betekenis hadden van 'instaan voor', rustte op de verkoper de verplichting alle relevante informatie te verschaffen, op welke informatie de koper mocht vertrouwen. De Vries had niet aangegeven op grond waarvan desondanks van Van der Wiel een onderzoek mocht worden verwacht.

Twee maanden later oordeelde de Rb. Rotterdam in de zaak Van der Vorst-Sistermans¹⁰ dat in het algemeen een door de koper verricht due diligence onderzoek niet afdoet aan een door de verkoper gegeven balansgarantie. Gedaagde had gesteld dat de garantie niet gold voor feiten die in het due diligence onderzoek naar voren waren gekomen. Dat was voor de Rechtbank reden te onderzoeken of dat het geval was ten aanzien van de geconstateerde fout in de jaarrekening (de fiscaal compensabele verliezen waren voor een te hoog bedrag opgenomen). De Rechtbank merkte op dat uit het rapport van Arthur Andersen blijkt dat het onderzoek een beperkt bereik had. Bovendien, aldus de Rechtbank, was het verschil

in compensabele verliezen in elk geval niet *disclosed* in engere zin, nu deze niet door Arthur Andersen was opgemerkt.

In de zaak Eecen-Stratex¹¹ van 24 december 1998 was in de akte van levering opgenomen dat de verkoper ervoor instond dat zij die informatie had gegeven die naar verkeersopvattingen ter kennis van de koper behoorde te worden gebracht. De Rb. Zutphen oordeelde dat de verkoper naar verkeersopvattingen gehouden was om juiste informatie over de financiële toestand van de vennootschappen te verstrekken. Eecen, een beursgenoteerde vennootschap (hetgeen de Rechtbank overigens niet relevant vindt), mocht afgaan op de verstrekte gegevens, nu er voor haar op grond van de concrete omstandigheden geen aanleiding bestond om aan de juistheid daarvan te twijfelen. De verkoper had haar mededelingsplicht verzaakt door onjuiste informatie ten aanzien van de resultaten te verschaffen en niet vóór de overname toen zij wist dat de cijfers niet juist waren, alsnog reële cijfers te verstrekken. In die omstandigheden kan de verkoper redelijkerwijs niet Eecen tegenwerpen dat zij heeft nagelaten een onderzoek in te stellen.

Uit deze uitspraken volgt naar mijn mening dat het enkele feit dat de koper een onderzoek heeft gedaan, niet meebrengt dat geen beroep kan worden gedaan op afgegeven garanties. Ook het enkele feit dat de koper een onderzoek heeft nagelaten, brengt niet mee dat geen beroep kan worden gedaan op afgegeven garanties. Alleen in samenhang met andere omstandigheden kan dit anders zijn. De mededelingsplicht prevaleert derhalve in beginsel. Wetenschap bij de verkoper was voor en na het Hoog Catharijne-arrest een belangrijke omstandigheid.¹² Twijfel bij de koper ten aanzien van de juistheid of volledigheid van de verstrekte informatie kan, in samenhang met de overige omstandigheden, de onderzoeksplicht verzwaren. Maar dat is het geval zowel wanneer een due diligence onderzoek is verricht (Hoog Catharijne) als wanneer dat niet zo is (Eecen-Stratex).¹³ Nog steeds geen reden derhalve om geen onderzoek in te stellen, wel om dat op zorgvuldige wijze te doen.

Andere redenen om een zorgvuldig due diligence onderzoek te doen

Zoals hiervoor uiteengezet is, vormt de jurisprudentie geen reden het onderzoek te beperken en zoveel mogelijk te vertrouwen op garanties.¹⁴ Daar staat tegenover dat het enkele feit dat geen onderzoek is gedaan, niet betekent dat de koper geen beroep meer kan doen op garanties of een geschonden

Het due diligence onderzoek

mededelingsplicht van de verkoper. Er zijn echter andere redenen waarom het nalaten van een onderzoek onverstandig is.

Voorkomen is beter dan genezen

Garanties zijn geen alternatief voor een due diligence onderzoek. De garanties zijn vaak beperkt in tijd en geld en over de uitleg zullen partijen waarschijnlijk twisten. Procedures kunnen lang duren en verhaal is niet altijd mogelijk. Bovendien ontnemt een koper die een due diligence onderzoek achterwege laat, zichzelf de mogelijkheid om op basis van due diligence informatie te beslissen al dan niet de *target* over te nemen.

Onderzoeksplicht

Zoals hiervoor uiteengezet is, rust op de koper een zekere onderzoeksplicht. Uit de jurisprudentie kan naar mijn mening niet geconcludeerd worden dat bij overnames de onderzoeksplicht in het algemeen prevaleert boven de mededelingsplicht. Wel zou het feit dat tegenwoordig bijna geen overname meer wordt gedaan zonder due diligence onderzoek, zijn weerslag kunnen krijgen in de jurisprudentie in die zin dat op grond van de verkeersopvattingen op de koper een verzwaarde onderzoeksplicht rust bij een overname, zonder dat dat overigens hoeft te betekenen dat de prioriteitenregel bij overnames wordt omgedraaid.

Onbehoorlijke taakvervulling

Het nalaten van een due diligence onderzoek bij een overname kan wanbeleid van de koper en persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen op grond van onzorgvuldige taakvervulling opleveren, zoals de enquêteprocedures inzake Ogem en Verto illustreren.

In 1987 oordeelde de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam in de Ogem enquêteprocedure¹⁵ dat de overname van Beton- und Monierbau AG als wanbeleid moest worden aangemerkt. Ogem had een neerwaartse prijscorrectie moeten bedingen, nu zij geen eigen onafhankelijk onderzoek had ingesteld. Bijna tien jaar later oordeelde de Ondernemingskamer dat Verto verweten kon worden dat zij geen due diligence onderzoek heeft ingesteld bij de overname van DRSC.¹⁶ Dat de Ondernemingskamer toch niet tot wanbeleid concludeerde, komt door de bijzondere omstandigheden dat Verto DRSC reeds lang van nabij kende, DRSC intern als een interessante kandidaat werd gezien en Verto beschikte over een rapport, een jaar oud, waarin de sterke en zwakke punten van DRSC waren geanalyseerd. Een poging om de

bestuurders en commissarissen veroordeeld te krijgen wegens onbehoorlijke taakvervulling op grond van artikel 2:9 BW, strandde op dezelfde bijzondere omstandigheden.¹⁷

De positie van de verkoper

Wat is de positie van de verkoper als hij de omvang van het onderzoek door de koper wenst te beperken, bijvoorbeeld bij een *auction*, of omdat hij bang is dat de concurrent op de hoogte is van de bedrijfsgeheimen indien de transactie niet doorgaat, of omdat hij bang is dat belangrijke werknemers of klanten weg zullen lopen indien zij horen van de op handen zijnde overname?

De beperking door de verkoper kan verschillende vormen aannemen. Zo is het bij een *auction* gebruikelijk dat de eerste groep potentiële kopers slechts zeer beperkte informatie ontvangt, bijvoorbeeld door middel van een *information memorandum*. Meestal pas na ontvangst van een indicatief bod, en aan de hand daarvan een selectie van de potentiële kopers, stelt de verkoper een *dataroom* samen. De toegang is meestal beperkt tot een paar weken, soms slechts een paar dagen. Soms zijn er georganiseerde sessies met het management en kunnen (een aantal van) de vestigingen worden bezocht, soms is dat er zelfs niet bij.

De verkoper dient zich te realiseren dat een dergelijke eenzijdige beperking van de reikwijdte van het onderzoek zijn mededelingsplicht kan verzwaren. In de zaak Trimoteur-Sara Lee/DE¹⁸, waarover het Hof Amsterdam op 16 april 1998 oordeelde, kocht Trimoteur aandelen in Grada B.V. van Sara Lee/DE. Trimoteur ging ervan uit dat een rimblokslijn zou worden geïnstalleerd. Dit bleek later onmogelijk. Trimoteur had geen due diligence mogen uitvoeren voor ondertekening van de *letter of intent*. Sara Lee/DE had wel antwoord op door Trimoteur gestelde vragen gegeven, maar Trimoteur mocht niet met het management praten om de informatie te toetsen. Het Hof Amsterdam oordeelde dat deze omstandigheid meebrengt dat hoge eisen dienen te worden gesteld aan de omvang en de kwaliteit van de verschaft informatie.

Indien de verkoper wil voorkomen dat door de beperking van het onderzoek zijn mededelingsplicht wordt verzwaard, doet hij er goed aan voor ondertekening van de definitieve overeenkomst alsnog de koper gelegenheid te geven een eigen due diligence onderzoek te doen. In de Sara Lee/DE-zaak slaagde het beroep op schending van de mededelingsplicht uiteindelijk niet, onder meer omdat na ondertekening van de *letter of intent* geen beletsel meer bestond om de vestigingen te bezoeken en met het manage-

Het due diligence onderzoek

ment te spreken. In het Hoog Catharijne-arrest was aangevoerd dat het onthouden van inzage in de jaarrekening 1981, waaronder het accountantsrapport 1981, waarin melding van de twee geldleningen was gemaakt, niet-nakoming van de informatieplicht betekende. Het Hof, gesanctioneerd door de Hoge Raad, was het daar niet mee eens, aangezien er aanwijzingen waren dat in de eindfase van de onderhandelingen inzage zou zijn verschaft indien ABP daarom gevraagd zou hebben.

De positie van de koper en verkoper op grond van voorkenniswetgeving

Hiervoor werd aandacht besteed aan de vrijwillige beperking van de reikwijdte van het due diligence onderzoek door de koper en de verkoper. In deze paragraaf wordt onderzocht in hoeverre de voorkenniswetgeving beperkingen oplegt.

Indien een beursgenoteerde vennootschap onderwerp is van een mogelijke overname of zelf overweegt een overname te doen, moet rekening worden gehouden met artikel 46a Wte, dat een ieder verbiedt voorwetenschap aan een derde mee te delen, anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie. In het eerste geval kan sprake zijn van het verschaffen van niet-openbare, koersgevoelige due diligence informatie aan de potentiële overnemer(s) in het kader van de voorbereiding op een mogelijk openbaar bod. In het tweede geval kan sprake zijn van het verschaffen van dergelijke informatie aan de verkoper, indien deze een due diligence onderzoek doet omdat betaald wordt in een pakket aandelen van de beursgenoteerde vennootschap. De problematiek speelt ook bij de voorbereiding van een juridische fusie tussen twee beursgenoteerde vennootschappen.¹⁹

De praktijk ziet zich voor een moeilijk probleem gesteld. Enerzijds kan niemand zich voorstellen dat een zo gebruikelijke en gewenste praktijk strafbaar zou zijn, anderzijds wil niemand graag het risico lopen onderwerp van een *testcase* te worden. Weliswaar heeft de minister bij invoering van de huidige bepalingen in verband met het opbouwen van een positie door een overnemer opgemerkt dat de suggestie dat de regeling een belemmering voor overnames zou vormen onjuist is, maar hij voegt daar meteen aan toe dat die veronderstelling ervan uitgaat dat de overnemende partij per definitie over voorwetenschap beschikt.²⁰ Met andere woorden: indien de overnemer geen due diligence heeft gedaan, althans in het kader daarvan niet over voorwetenschap is komen te beschikken, is er geen probleem. De minister voegt daaraan toe: 'Het door de overnemende partij

verrichten van transacties met gebruik van niet-openbare informatie, die bijvoorbeeld is verkregen uit een due-diligence-onderzoek, is daarentegen niet toegestaan'. Hiermee geeft de minister aan dat als de overnemer eenmaal in het kader van een due diligence onderzoek over voorwetenschap is komen te beschikken, hij niet meer aandelen mag bijkopen als voorbereiding op een openbaar bod.

Deze uitlatingen roepen andere vragen op. Betekent het feit dat de minister als voorbeeld noemt dat de niet-openbare informatie verkregen is uit een due diligence onderzoek, dat hij erkent dat de verstrekking van niet-openbare due diligence informatie door de *target* op zichzelf gebruikelijk en aanvaardbaar is? En dat het verder bijkopen van aandelen niet is toegestaan is duidelijk, maar mag de overnemer, zoals in de overnamepraktijk gebruikelijk is, wel een *letter of intent* (ook wel *heads of agreement* genoemd) tekenen na het due diligence onderzoek, maar vlak voor openbaarmaking, waarbij de *target* en soms ook een of meer grootaandeelhouders partij zijn?

De eerste vraag heeft geleid tot een brief van 22 april 1999 van de STE, waarin de STE op verzoek van een advocaat²¹ zich heeft uitgelaten over de geoorlooftheid van het verstrekken van due diligence informatie bij een *auction*. De redenering van de STE is als volgt. Artikel 46a verbiedt het meedelen van voorwetenschap aan een derde. De MvT²² geeft aan dat onder derde moet worden verstaan eenieder die niet tot de ingewijden als bedoeld in de Europese Richtlijn inzake transacties van ingewijden²³ behoort. Ingewijden op grond van de Richtlijn zijn personen die in hoedanigheid als lid van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen, vanwege hun deelneming of omdat zij toegang hebben tot de informatie vanwege de uitoefening van hun werk, beroep of functie, over voorwetenschap beschikken. De STE onderscheidt twee fases bij een *auction*: de eerste fase, waarbij een *information memorandum* wordt verstrekt aan een groep potentiële bidders, en de tweede fase waarbij aan een beperkt aantal bidders die een indicatief bod hebben gedaan, due diligence informatie wordt verstrekt. Omdat deze overblijvende kandidaten in de normale uitoefening van hun bedrijf de mogelijkheden van een overname aan het onderzoeken zijn, wordt de informatie verstrekt aan ingewijden en is er dus geen sprake van overtreding van artikel 46a. In de eerste fase mag echter volgens de STE geen koersgevoelige, niet-openbare informatie worden verstrekt. Reden hiervoor, aldus de STE, is dat in deze fase de groep niet beperkt hoeft te zijn tot de door de *target* geselecteerde kandidaten: iedere eventueel geïnteresseerde kan zich hier-

Het due diligence onderzoek

bij aansluiten.

Hoe begrijpelijk en gewenst de uitleg van de STE ook is, juist is deze uitleg naar mijn mening niet. Ook de geïnteresseerden in de eerste fase zijn immers in de normale uitoefening van hun bedrijf de mogelijkheden van een overname aan het onderzoeken. En als voor de bieders geldt dat zij de informatie ontvangen in de normale uitoefening van hun bedrijf, dan geldt voor de *target* en haar bestuurders die de informatie verschaffen, hetzelfde, zowel in de eerste als in de tweede fase. Nu op grond van artikel 46a het meedelen van voorwetenschap door degene die dat in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie doet, niet strafbaar is, zou ook in de eerste fase het verschaffen van informatie geoorloofd zijn.

De STE hanteert een begrijpelijke doelredenering om te voorkomen dat koersgevoelige informatie buiten een zeer beperkte kring wordt verspreid. In dat licht moet ook de toevoeging van de STE in de brief worden gelezen, dat verondersteld wordt dat met de bieders afgesproken is dat zij de informatie niet openbaar zullen maken.

De onzekerheid bestaat derhalve nog steeds. Weliswaar zal indien het Openbaar Ministerie een andere mening is toegedaan dan de STE, de justitiabele zich waarschijnlijk met succes op rechtsdwaling kunnen beroepen, maar zover wil de gemiddelde justitiabele het niet laten komen. Het is derhalve te hopen dat de wetgever dit probleem zo spoedig mogelijk oplost. Helaas voorziet artikel 46a Wte – anders dan artikel 46 Wte – niet in de mogelijkheid om bij algemene maatregel van bestuur uitzonderingen op het verbod te maken. Het is te hopen dat bij de door de minister toegezegde evaluatie in 2002 alsnog wordt voorzien in de mogelijkheid van uitzonderingen op het tipverbod, en wel in het bijzonder ten aanzien van de hiervoor geschatte gebruikelijke due diligence praktijk.

De tweede vraag is of in het licht van artikel 46 Wte een *letter of intent* kan worden getekend na een due diligence onderzoek (aangenomen dat partijen bij de *letter of intent* voorwetenschap hebben, ofwel door het due diligence onderzoek ofwel doordat de wetenschap dat de ander in beginsel bereid is te komen tot een transactie, voorwetenschap oplevert). Artikel 46 Wte bepaalt dat het eenieder verboden is om, beschikkende over voorwetenschap, een transactie in effecten te verrichten of te bewerkstelligen. Valt het tekenen van een *letter of intent* onder het 'verrichten' van een transactie (onder het 'bewerkstelligen' van een transactie valt het in elk geval niet, aangezien die term ziet op de gevallen waarin men het ertoe geleid heeft dat een ander de transactie aangaat)? Aanvankelijk sprak de in 1987 voorgestelde wetstekst

van 'verkrijgen of vervreemden' van effecten. Hoewel tijdens de parlementaire behandeling niet aan de orde is gekomen wat daaronder moet worden verstaan, komt het mij voor dat daaronder niet valt een *letter of intent*, waarin allerlei voorwaarden zijn opgenomen. Om 'het bewerkstelligen' van een transactie ook strafbaar te stellen, werd de formulering gewijzigd in 'verrichten of bewerkstelligen' van een transactie. Anders dan ten aanzien van het toevoegen van bewerkstelligen (hetgeen niet relevant is voor de vraag of partijen een *letter of intent* kunnen aangaan), werd inhoudelijk geen wijziging beoogd. De toenmalige minister merkte op²⁴ dat met 'verrichten' bedoeld wordt op de situatie waarin men zelf de verkrijging of vervreemding tot stand brengt.

Bij invoering van de nieuwe verbodsbepalingen in 1999 is de wetstekst op dit punt niet gewijzigd.²⁵ Dat de onzekerheid is ontstaan of bijvoorbeeld een voorlopige, van de vervulling van voorwaarden afhankelijke overeenkomst, zoals een *letter of intent*, onder 'verrichten' van een transactie moet worden verstaan, is het gevolg van uitzonderingen die naar aanleiding van vragen tijdens de parlementaire behandeling in de wet en het Besluit van 17 december 1998²⁶ zijn opgenomen. Zo roept het opnemen van de uitzondering ten aanzien van het aangaan van een *underwriting agreement* (artikel 1(e) van het Besluit) de vraag op of alle overeenkomsten waarbij een partij zich voorwaardelijk verbindt aandelen te nemen, onder de verbodsbepaling valt. Indien dat niet zo is, was immers voor de *underwriting agreement* ook geen uitzondering nodig.

Dit praktijkprobleem kan al voor de evaluatie opgelost worden door bij algemene maatregel van bestuur een uitzondering op het verbod van artikel 46 te maken voor het aangaan van een *letter of intent*, waarbij het doorgaan van de transactie nog van de vervulling van voorwaarden afhankelijk is.

Conclusie

De jurisprudentie noodzaakt de koper niet tot het beperken van het due diligence onderzoek, wel tot het kritisch en weloverwogen uitvoeren daarvan. Het uitvoeren van een behoorlijk due diligence onderzoek is zelfs geboden om problemen achteraf bij het verhalen van schade zoveel mogelijk te voorkomen, te voldoen aan de op de koper rustende onderzoeksplicht en wanbeleid van de koper en onzorgvuldige taakvervulling van bestuurders en commissarissen te voorkomen. De verkoper dient zich te realiseren dat een beperking van het due diligence onderzoek zijn mededelingsplicht kan verzwaren. Wil hij dat voorkomen, dan doet hij er goed aan de koper voor de over-

Het due diligence onderzoek

name alsnog in de gelegenheid te stellen een volledig onderzoek te doen. Koper en verkoper moeten bij een beursgerelateerde transactie rekening houden met de voorkenniswetgeving. De STE stelt zich op het standpunt dat het verstrekken van koersgevoelige due diligence informatie aan een beperkte groep potentiële kandidaten die een indicatief bod hebben uitgebracht, geoorloofd is. De redenering van de STE

acht ik niet waterdicht. Bovendien blijven andere gevallen onduidelijk. De wetgever zou er goed aan doen de bestaande onzekerheid zo snel mogelijk weg te nemen.

Mr. drs. H.H. Kersten is advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

- 1 HR 22 december 1995, *NJ* 1996/300.
- 2 HR 15 november 1957, *NJ* 1958/67.
- 3 HR 30 november 1973 (Van der Beek-Van Dartel), *NJ* 1974/97; HR 7 december 1984 (Türk-Van den Berg), *NJ* 1985/771; HR 21 december 1990 (Van Geest-Nederlof), *NJ* 1991/251; HR 10 april 1998 (Offringa-Vinck c.s.), *RvdW* 1998/84C.
- 4 Zie Van Geest-Nederlof en Offringa-Vinck c.s.
- 5 HR 15 november 1985 (Stavenuiter-Ranton), *NJ* 1986/213.
- 6 HR 13 maart 1981, *NJ* 1981/635.
- 7 Zie de onder het kopje 'Overzicht van de belangrijkste regels' genoemde uitspraken, maar ook bijvoorbeeld HR 4 januari 1991, *NJ* 1991/254 (Avery-VRG), waarbij voor het oordeel dat de onderzoeksplicht van de koper prevaleerde, onder meer van belang werd geacht dat de koper vertegenwoordigd was door twee deskundige functionarissen.
- 8 Rb. Utrecht 23 april 1997, *JOR* 1997/92.
- 9 Rb. Rotterdam 17 september 1998, *JOR* 1999/4.
- 10 Rb. Rotterdam 19 november 1998, *JOR* 1999/31.
- 11 Rb. Zutphen 24 december 1998, *JOR* 1999/33.
- 12 Zie voor het belang van de vraag of de verkoper al dan niet wist dat de informatie onjuist was c.q. de koper een verkeerd begrip had, bijvoorbeeld HR 19 april 1974, *NJ* 1974/286 (Zwolsman-Hirsch), Hof 's-Hertogenbosch 6 mei 1992, *NJ* 1993/462 (Mols-Leenen), Avery-VRG, HR 14 november 1997, *RvdW* 1997/228C (Holvrieka-Brunink) en Eecen-Stratex. Dat zelfs een koper die geen nader onderzoek doet, hoewel hij aanwijzingen heeft dat er een probleem is, onder omstandigheden beschermd wordt, blijkt uit de zaak Offringa-Vinck c.s. Hoewel deze zaak niet om een overname maar de aankoop van een huis ging, is er geen reden aan te nemen dat de aangelegde criteria niet zouden gelden bij een overname. De verkoper had medegedeeld dat er scheurvorming was, de koper dacht dat het krimpscheuren waren (bleek te komen door een slechte fundering). De Hoge Raad oordeelde dat het Hof ten onrechte geen aandacht had gegeven aan het feit dat het zwembad bij bezichtiging vol en bij oplevering leeg en lek was. Het Hof had zich de vraag moeten stellen of de verkopers, die wisten hoe erg de situatie was, een mededelingsplicht hadden, toen zij zagen dat koper, hoewel hij scheuren had gezien, geen vragen stelde of onderzoek instelde. Zie in dezelfde zin Holvrieka-Brunink.
- 13 Zie ook Hof 's-Hertogenbosch 6 mei 1992, *NJ* 1993/462 (Mols-Leenen).
- 14 W.W. de Nijs Bik bepleit in *TVVS* 1996/11, p. 327 het onderzoek te beperken tot 'moeilijk meetbare' zaken en voor het overige zoveel mogelijk te vertrouwen op goed geredigeerde garanties.
- 15 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 3 december 1987, zie *NV* maart/april 1988, 66/2, p. 78-80 en HR 10 januari 1990, *NJ* 1990/466.
- 16 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 maart 1996, *NJ* 1997/674. Zie ook Th.S. IJsselmuiden, *TVVS* 1996/5, p. 146-147.
- 17 Hof 's-Gravenhage 6 april 1999, *JOR* 1999/142.
- 18 Hof Amsterdam 16 april 1998, *NJ* 1999/161.
- 19 In beginsel zou alle niet-openbare, koersgevoelige informatie bekend moeten zijn gemaakt op grond van het Fondsenreglement, zodat de due diligence informatie geen niet-openbare, koersgevoelige informatie zou moeten bevatten. Dat de mogelijkheid van het verschaffen van niet-openbare, koersgevoelige informatie in het kader van een due diligence onderzoek zich toch voordoet, komt (I) omdat niet duidelijk is of er verschil is tussen het criterium voor openbaarmaking op grond van het Fondsenreglement 'aanmerkelijke invloed op de koers' en het criterium op grond van artikel 46 Wte 'invloed op de koers' (uit de wetsgeschiedenis kan afgeleid worden dat hiermee bedoeld wordt dat de invloed 'aanwijsbaar' is en dat redelijkerwijs een 'merkbare koersbeweging' is te verwachten), waardoor de vraag zich kan voordoen of bepaalde informatie al wel voorwetenschap oplevert, maar niet nog openbaar hoeft te worden gemaakt, (II) omdat er gedurende een zekere periode voorafgaand aan een openbare mededeling sprake kan zijn van koersgevoelige informatie bij de beursgenoteerde vennootschap die kwalificeert als voorwetenschap in de zin van artikel 46 Wte (zie Kamerstukken II, 1996/97, nr. 3, p. 6-7), bijvoorbeeld voorafgaand aan een openbare aankondiging van een emissie of publicatie van de (half)jaarcijfers (overigens leert de uitspraak van de commissie-Herkströter inzake KSI International (zie de publicatie op de website van Euronext Amsterdam d.d. 23 april 2001) dat een winstwaarschuwing terstond bij het ontdekken van de grootte van de tegenvaller moet worden afgegeven en niet tot publicatie, twee weken later, van het halfjaarbericht kan worden gewacht) en (III) omdat de overnemer bij het due diligence onderzoek koersgevoelige informatie kan 'ontdekken'.
- 20 Zie Kamerstukken II 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4.
- 21 De advocaat, A.N. Krol, beschrijft deze brief in 'Wetgeving inzake voorwetenschap, Een tweetal onderwerpen nader belicht: meldingsplicht van beleggingsinstellingen en informatieverstrekking in het kader van een "controlled auction" en openbaar bod', in: *V&O* 2000/2, p. 26 e.v.
- 22 Zie Kamerstukken II, 1996/97, nr. 3, p. 8.
- 23 Richtlijn van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG), *Pb EG* 1989 L 334/30, hierna aangehaald als 'de Richtlijn'.
- 24 Zie Kamerstukken II, 1987/88, 19 935, nr. 8, p. 3.
- 25 De Richtlijn spreekt ook van het verwerven of vervreemden van effecten.
- 26 Besluit van 17 december 1998, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 46 lid 4 van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995, *Stb.* 1998, nr. 717, hierna aangehaald als 'het Besluit'.