

ANNOTATIE

Earn-out-perikelen – over de inspanningsverplichting van de koper gedurende de earn-out-periode

A.G. Colenbrander

*Annotatie bij Rechtbank Amsterdam, 19-11-2019,
ECLI:NL:RBAMS:2019:8689 (OR-2021-0040)*

***Beschouwingen bij Rb. Amsterdam 19 november 2019,
ECLI:NL:RBAMS:2019:8689.***

Als een overnamecontract een earn-out-structuur bevat, kan koper verplicht zijn om na afronding van de overname rekening te blijven houden met het belang van verkoper bij het verschuldigd worden van de earn-out. Deze bijdrage behandelt wanneer deze verplichting bestaat en hoe hier in de praktijk invulling aan wordt gegeven.

1 Inleiding

Partijen die onderhandelen over een overeenkomst tot koop en overdracht van een onderneming kunnen van mening verschillen over bepaalde aan de onderneming verbonden onzekerheden en risico's.[1] Wanneer partijen (mede) door dit meningsverschil niet tot een overeenkomst kunnen komen, kan een earn-out-structuur uitkomst bieden. Deze structuur koppelt het verschuldigd worden van een gedeelte van de koopprijs (de 'earn-out') aan bepaalde onzekere[2] toekomstige gebeurtenissen (de 'earn-out-triggers'), vaak binnen een door partijen daartoe vastgestelde periode[3] (de 'earn-out-periode').[4]

Een earn-out kan bijvoorbeeld worden gebruikt wanneer partijen het niet eens kunnen worden over de waardering van de onderneming, vaak omdat de verkoper rooskleurige verwachtingen koestert over het door de onderneming in de toekomst te genereren financiële resultaat, terwijl de koper meer conservatieve schattingen hanteert. Partijen kunnen in dat

geval een deel van de koopprijs koppelen aan de in de toekomst daadwerkelijk behaalde resultaten van de onderneming (*'put your money where your mouth is'*). Zo kan een earn-out-instrumenteel zijn in situaties waar de toekomst zich moeilijk(er) laat voorspellen op basis van historische prestaties, zoals het geval is bij start-ups of scale-ups en in turnaroundsituaties.[5] En ook in de huidige onzekere marktomstandigheden in verband met de COVID-19-pandemie is goed voorstelbaar dat partijen weer vaker gebruik zullen maken van een earn-out-structuur, zoals dat ook het geval was in de nasleep van de financiële crisis van 2008.[6] Dat gezegd hebbende, zal een zuiver meningsverschil over de waarde van de onderneming – bijvoorbeeld omdat koper en verkoper een andere *multiple* voor ogen staat – met het gebruik van een earn-out-structuur niet snel worden opgelost. Een koper zal simpelweg niet meer betalen voor de onderneming dan hij deze waard vindt. Andere – niet-financiële – earn-out-triggers die partijen kunnen overwegen betreffen het aanblijven van bepaalde klanten, werknemers of leveranciers van de onderneming, het voltooien van lopende trajecten (zoals vergunningsaanvragen, verkrijging van een patent of octrooi, of de ontwikkeling van productlijnen) of het intreden of uitblijven van bepaalde gebeurtenissen (zoals het verkrijgen van een bepaald marktaandeel, groei van het klantenbestand of de inwerkingtreding van nieuwe wetgeving).[7] Niet ongebruikelijk is dat de koper het van belang acht dat de verkoper aanblijft bij de onderneming in de hoedanigheid van minderheidsaandeelhouder, *executive* of adviseur; uitzicht op een earn-out in geval van goede resultaten kan in dat geval bijdragen aan het verzekeren van een bestendige toewijding van de verkoper.[8]

Hoewel het op basis van het voorgaande verleidelijk is een earn-out-structuur te 'gebruiken' om een deal tussen partijen tot stand te brengen, blijkt de uitwerking hiervan vaak complexer dan aanvankelijk door partijen gedacht. Omdat beide partijen in de uitwerking zo volledig mogelijk zullen willen voorsorteren op onzekere toekomstige gebeurtenissen, terwijl hun belangen met betrekking tot die gebeurtenissen niet (steeds) gelijklopen, wordt in de literatuur wel gesteld dat 'in the experience of many M&A lawyers, earn-outs frequently prove to be unworkable'.[9] Inderdaad is de earn-out-structuur om deze reden vatbaar voor conflict en bijbehorende juridische procedures. Allereerst is niet ondenkbaar dat partijen menen overeenstemming te hebben bereikt, terwijl zij in werkelijkheid met uiteenlopende overtuigingen hun handtekening plaatsen. De verkoper ziet het verschuldigd worden van de earn-out als een reële mogelijkheid – als hij deze niet zelfs beschouwt als uitgestelde betaling –, terwijl de koper niet verwacht dat de earn-out daadwerkelijk volledig verschuldigd zal worden, of slechts onder uitzonderlijke omstandigheden die de koper in dat geval waarschijnlijk ook niet onwelgevallig zullen zijn.[10] Maar er zijn meer aspecten van earn-outs waarover koper en verkoper tegenovergestelde posities kunnen innemen, zoals met betrekking tot de hieronder genoemde onderwerpen:

In geval van financiële earn-out-triggers is de vraag bij welke financiële prestaties van de onderneming partijen willen aansluiten. Omdat een omzetstijging niet per definitie gelijkstaat aan een hogere winstgevendheid van de onderneming, kan een koper de voorkeur hebben om aan te sluiten bij de winst. In dat geval zullen partijen duidelijke afspraken moeten maken over de kosten die ten laste van het resultaat mogen worden gebracht en zo de winst drukken (denk bijvoorbeeld aan doorberekening van concernkosten, zoals overheadkosten en management fees). Omdat een koper de hoogte van de winst op verschillende manieren kan beïnvloeden, zal een verkoper doorgaans juist willen aansluiten bij de omzet, die relatief gemakkelijk is vast te stellen.[11]

Partijen zullen duidelijke afspraken moeten maken over de voor de berekening van de financiële prestaties te hanteren accountingstandaarden. Als de koper andere accountingstandaarden hanteert dan de door de verkoper voor de onderneming gehanteerde accountingstandaarden, is de vraag of de koper bereid is ten behoeve van de earn-out laatstgenoemde standaarden te hanteren (waarvoor de koper een dubbele boekhouding zal moeten houden).[12]

Partijen dienen te overwegen of zij een specifiek conflictoplossingsmechanisme willen opnemen voor de earn-out, bijvoorbeeld door af te spreken dat eventuele geschillen worden voorgelegd aan een ter zake deskundige (bijvoorbeeld een accountant) die een snelle, bindende en vertrouwelijke uitspraak kan doen over het geschil (tegenover de keuze voor de gebruikelijke, vaak langere, juridische procedure met bijbehorende ‘belts and braces’).[13]

Partijen kunnen twisten over de vraag of de koper, in geval van financiële earn-out-triggers, gecompenseerd moet worden voor synergievoordelen die door de integratie van de onderneming in de groep van de koper zijn gegenereerd[14]

De verkoper zal willen dat de koper zich gedurende de earn-out-periode, wanneer de onderneming doorgaans[15] onder controle is van de koper, richt op het op relatief korte termijn doen intreden van de earn-out-triggers. De koper zal zich willen richten op het maximaliseren van het resultaat (hetgeen niet per definitie gelijk hoeft te lopen met het behalen van de earn-out-triggers), en op de lange(re) termijn.

Deze bijdrage richt zich alleen op het laatste aandachtspunt. Aan de hand van een recente uitspraak van de voorzieningenrechter Amsterdam[16] wordt in kaart gebracht of, en zo ja, in welke mate een koper bij het bepalen van de koers van de aangekochte onderneming gedurende de earn-out-periode rekening zal moeten houden met de belangen van de verkoper bij het verkrijgen van een maximale earn-out-betaling. Hierna wordt in paragraaf 2 eerst kort het juridisch kader geschetst dat van toepassing is op het gedrag van de koper gedurende de earn-out-periode. In paragraaf 3 wordt voornoemde uitspraak van de voorzieningenrechter Amsterdam beschreven, waarin de op koper rustende inspanningsverplichting in de earn-out-

periode aan de orde kwam en waarin het in paragraaf 2 geschetste juridisch kader is toegepast. Paragraaf 4 bevat een aantal observaties in verband met de besproken uitspraak, waarna paragraaf 5 afsluit met de conclusie.

2 De inspanningsverplichting van de koper gedurende de earn-out-periode

Nadat de onderneming is overgedragen aan de koper, is de verkoper voor het verkrijgen van de earn-out in principe afhankelijk van de manier waarop de koper de onderneming drijft tijdens de earn-out-periode. Een verkoper zal willen voorkomen dat acties van de koper – denk aan significante op de lange termijn gerichte investeringen in R&D, sales of marketing, herstructureringen, risicovolle koerswijzigingen (het stopzetten van productlijnen of het initiëren van een andere merknaam) of allocatie van personeel – in de ogen van de verkoper afbreuk doen aan zijn kansen op een zo hoog mogelijke earn-out. De verkoper zal daarom in de overnameovereenkomst willen afspreken dat de koper zich maximaal zal inspannen om de earn-out-triggers te behalen, en deze afspraken bij voorkeur willen uitwerken door concrete geboden en verboden op te nemen waar de koper zich gedurende de earn-out-periode aan zal moeten houden. De koper zal daarentegen zo veel mogelijk vrijheid willen houden om de toekomstige koers van de aangekochte onderneming te bepalen en zich zo min mogelijk willen committeren.[17]

Met het oog op voornoemde belangentegenstelling zijn verschillende – in meer of mindere mate ingrijpende – afspraken tussen koper en verkoper denkbaar:

Verkoper kan het recht bedingen een zekere mate van invloed uit te mogen oefenen in de verkochte onderneming gedurende de earn-out-periode.

Partijen kunnen afspraken maken over het onder de vlag van de koper door de onderneming te voeren beleid, aan de hand van een businessplan, afspraken op specifieke punten (denk bijvoorbeeld aan allocatie van investeringen of personeel), of door af te spreken dat de koper de aangekochte onderneming gedurende de earn-out-periode zal blijven voeren in de normale bedrijfsuitoefening en/of consistent met het voor de overdracht gevoerde beleid.

Partijen kunnen afspreken dat de koper de onderneming als 'stand-alone' business unit zal blijven drijven, en afspraken maken over wat te doen in geval van een directe of indirecte change of control over de onderneming.

Partijen kunnen periodieke verslaggeving door de koper aan de verkoper overeenkomen (daarbij dient de verkoper wel de impact op de mogelijk op de verkoper rustende klachtplicht (art. 6:89 BW, zie hieronder) in het oog te houden, op basis waarvan de verkoper klachten over het door de koper gevoerde beleid binnen bekwame tijd nadat hij hiermee bekend is geworden bij de koper zal moeten neerleggen).[18]

Het is ook mogelijk dat partijen in hun overeenkomst helemaal niets afspreken over de manier waarop de koper de onderneming gedurende de earn-out-periode zal drijven. Dit betekent echter niet dat de verkoper in dat geval automatisch is overgeleverd aan de grillen van de koper: de rechtsverhouding van partijen wordt beheerst door de redelijkheid en billijkheid, op grond waarvan partijen in de uitvoering van een overeenkomst rekening moeten houden met de gerechtvaardigde belangen van hun wederpartij, conform het door de Hoge Raad in het Vodafone/ECT-arrest geformuleerde algemene uitgangspunt.[19] Dit uitgangspunt komt ook tot uiting in rechtspraak in feitelijke instantie(s) betreffende earn-out-structuren. Hierin is bepaald dat de koper uit hoofde van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 lid 1 BW) ‘in het algemeen gehouden zal zijn om zich er voor in te spannen dat [de earn-out-trigger] wordt gerealiseerd’.[20]

Of inderdaad een inspanningsverplichting op een koper rust, en zo ja, wat deze verplichting behelst, is steeds een kwestie van uitleg van de overeenkomst tussen de partijen. Daarbij komt het aan op de zin die partijen over en weer redelijkerwijs aan elkaars verklaringen en gedragingen mochten toekennen en op hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten.[21] Indien sprake is van professionele partijen die over een overeenkomst hebben onderhandeld en zich hebben laten bijstaan door adviseurs – en dat zal bij overnamecontracten waarin een earn-out-structuur is opgenomen doorgaans het geval zijn –, zal daarbij groot gewicht worden toegekend aan de taalkundige betekenis van de tekst van de tussen partijen gesloten overeenkomst (maar kan op basis van andere omstandigheden nog steeds worden geconcludeerd dat partijen een ander doel voor ogen stond dan de tekst van de overeenkomst suggereert).[22] Op de verkoper rust de stelplicht en, in geval van voldoende gemotiveerde betwisting door de koper, de bewijslast voor het bestaan en de inhoud van de inspanningsverplichting van de koper.[23] Het spreekt voor zich dat een verkoper die geen afspraken maakte over de bedrijfsvoering van de onderneming gedurende de earn-out-periode voor een zware opgave staat. In de regel zal ruimte zijn voor een zwaardere inspanningsverplichting wanneer de earn-out een relatief groot gedeelte van de koopprijs betreft, terwijl in geval van professionele partijen juist minder snel aanleiding bestaat om een zware inspanningsverplichting aan te nemen als partijen daarover niets op papier hebben gezet.[24]

Indien een verkoper vermoedt dat de koper niet aan een op de koper rustende inspanningsverplichting voldoet, doet de verkoper er tot slot goed aan de koper tijdig (en bij voorkeur schriftelijk) in gebreke te stellen, om een beroep op het niet intreden van verzuim (art. 6:74 lid 2 BW) of de op de verkoper rustende klachtplicht (art. 6:89 BW) te voorkomen.[25] In het Buckaroo-arrest, betreffende een schadevergoedingsvordering van een verkoper uit hoofde van schending door de koper van afspraken over de bedrijfsvoering

gedurende de earn-out-periode, merkte het gerechtshof Amsterdam op dat voor schadevergoeding geen plaats is als de verkoper aan de koper geen laatste termijn heeft geboden voor nakoming van deze afspraken, vanwege het niet intreden van verzuim.[26] In een procedure voor de rechtbank Midden-Nederland stelde de verkoper aan het einde van een earn-out-periode van vijf jaar een schadevergoedingsvordering in tegen de koper, uit hoofde van schending door laatstgenoemde van de verplichting om zich optimaal in te spannen voor de realisatie van de earn-out-triggers. De rechtbank wees de vordering af, en overwoog dat de verkoper ‘door pas aan het einde van de earn-out-periode te protesteren, [koper] de gelegenheid [heeft] ontnomen om het gebrek in de prestatie tijdig te herstellen en mogelijke (verdere) schade door dat gebrek te voorkomen’.[27] Een verkoper moet de koper dus in ieder geval tijdig in staat stellen het gevoerde beleid te corrigeren met het oog op de tussen partijen overeengekomen earn-out-structuur.

3 De onderhavige uitspraak

Het in de vorige paragraaf beschreven juridisch kader komt aan bod in een recente uitspraak van de voorzieningenrechter Amsterdam. Aan de voorliggende casus ligt de overname van een softwareontwikkelaar ten grondslag. Koper en verkoper zijn in het kader van deze overname een earn-out-structuur overeengekomen, met de strekking dat de koopprijs gedeeltelijk afhankelijk is van het aantal gerealiseerde ‘Bookings’ gedurende de earn-out-periode en gedeeltelijk van klanttevredenheid onder klanten van de aangekochte onderneming. Met het oog op eerstgenoemde component spraken partijen af dat koper gedurende de earn-out-periode (1) zal zorgen dat de onderneming de business cases met het hoogste ‘Booking’-potentieel voorrang zal geven, en (2) ‘professional services employees’ in geval van onderbezetting slechts zal inzetten ten behoeve van de aangekochte onderneming (en dus niet voor andere activiteiten van de koper). Partijen hebben over deze afspraak flink onderhandeld, waarbij de koper bepalingen die de verkoper gedurende de earn-out-periode nog concrete invloed zouden geven in de door hem verkochte onderneming (uit de uitspraak wordt niet duidelijk welke invloed de verkoper nog wenste uit te oefenen) consistent van de hand heeft gewezen.

Na aandelenoverdracht heeft de koper in het kader van de tweede component van de earn-out-structuur onderzoek gedaan naar de klanttevredenheid onder klanten en werknemers van de onderneming. Dit onderzoek toonde onder meer aan dat veel klanten ontevreden waren en dat binnen de onderneming een volgens werknemers ongezonde focus lag op het realiseren van orders. De onderneming is zich vervolgens gaan richten op het oplossen van de vastgestelde problemen en minder op de ontwikkeling van nieuwe producten (met ‘Booking’-potentieel). Belangrijke werknemers aan wie in het kader van voornoemde overname een op het realiseren van de earn-out-triggers gerichte bonusregeling was aangeboden, werden

vervangen. Andere werknemers werd een afwijkende – want op omzet en dus niet (slechts) op ‘Bookings’ gerichte – bonusregeling aangeboden. Nadat verkoper eerst meermaals aan de koper heeft laten weten dat de gewijzigde koers van de onderneming volgens hem niet strookte met de in de koopovereenkomst afgesproken gedragsnorm voor de earn-out-periode, heeft de verkoper in kort geding gevorderd de koper te veroordelen tot – kort gezegd – aanpassing van zijn gedrag in lijn met voornoemde gedragsnorm.

De voorzieningenrechter schetst als algemene gedragsnorm, waar een koper die een earn-out-structuur is overeengekomen zich (bij het ontbreken van – concrete[28] – andersluidende afspraken) gedurende de earn-out-periode door zal moeten laten leiden, dat:

het belang van de onderneming voorop dient te staan bij het leiden van de onderneming onder de vlag van de koper na de overdracht;

de koper in het nastreven van dit ondernemingsbelang redelijkerwijs de belangen van de verkoper bij het maximaliseren van de earn-out-betaling moet meewegen uit hoofde van de redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 lid 1 BW);

toekomstige (of ten tijde van de koop onbekende) omstandigheden voornoemd ondernemingsbelang mede zullen inkleuren en de uitkomst van de belangenafweging (inclusief het onder b genoemde belang van de verkoper) kunnen wijzigen ten opzichte van de situatie ten tijde van de overdracht van de onderneming, waarbij het gewicht dat aan zulke toekomstige of onbekende omstandigheden in die belangenafweging kan worden toegekend afhankelijk is van in wiens risicosfeer deze omstandigheden vallen; en de koper sommige koerswijzigingen, bijvoorbeeld in verband met nieuwe omstandigheden, aan de verkoper zal moeten uitleggen.[29]

In het voorliggende geval maakten koper en verkoper een specifieke afspraak over de wijze waarop de koper de onderneming na aandelenoverdracht moest drijven. De voorzieningenrechter legt deze afspraak uit aan de hand van het in paragraaf 2 beschreven Haviltex-criterium (in acht nemend dat sprake is van professionele partijen die zich hebben laten bijstaan door adviseurs), en toetst de onder de koper gewijzigde koers aan de hiervoor beschreven door de voorzieningenrechter geschetste algemene gedragsnorm.[30] De voorzieningenrechter oordeelt dat de vaststelling wat partijen bedoeld hebben met het hoogste ‘Booking’-potentieel nader onderzoek vereist, waarvoor in kort geding geen plaats is, maar acht verdedigbaar dat de door de onderneming onder de koper gewijzigde koers hiervoor de aangewezen weg is. De voorzieningenrechter acht daarvoor (mede) van belang dat (1) niet aannemelijk is dat de koper in de gewijzigde koers niet tevens het belang van de verkoper bij het maximaliseren van de earn-out heeft meegewogen, (2) de in het klanttevredenheidsonderzoek naar voren gekomen omstandigheden in de risicosfeer van de

verkoper liggen (immers: de vastgestelde gebreken waren onder de verkoper ontstaan), en (3) de koper de gemaakte keuzes kon uitleggen en ook heeft uitgelegd. Zodoende komt de voorzieningenrechter tot het oordeel dat niet voorshands aannemelijk is dat de koper zijn verplichtingen onder de koopovereenkomst schendt. Daarmee is de vordering in kort geding niet toewijsbaar.

4 De onderhavige uitspraak nader bezien

Zoals gezegd is in eerdere rechtspraak vastgesteld dat wanneer partijen hierover niets afspreken in de koopovereenkomst, op de koper over het algemeen toch een inspanningsverplichting rust om de earn-out-triggers te realiseren, uit hoofde van art. 6:248 lid 1 BW.[31] Zie ik het goed, dan concretiseert de voorzieningenrechter de manier waarop deze inspanningsverplichting moet worden ingevuld (uiteraard behoudens andere afspraken tussen koper en verkoper).

In de eerdere rechtspraak werd gesteld dat een koper zich er in het algemeen voor dient in te spannen dat ‘maximale’ earn-out-triggers worden gerealiseerd,[32] en dat een koper ertoe gehouden is zich in te spannen om de aan de earn-out ten grondslag liggende doelstellingen ‘zoveel mogelijk’ te behalen.[33] Door slechts te spreken van het ‘meewegen’ van het belang van de verkoper bij het maximaliseren van de earn-out bij het nastreven van het ‘vooropstaande’ ondernemingsbelang van de aangekochte onderneming suggereert de voorzieningenrechter dat deze inspanningsverplichting in ieder geval niet zo ver reikt dat de koper het ondernemingsbelang van zijn nieuw aangekochte dochteronderneming daarvoor zal moeten laten wijken.[34] Duidelijk wordt verder dat ook toekomstige of onbekende ontwikkelingen de beleidsbeslissingen van de koper – en zodoende de invulling van diens inspanningsplicht – kunnen en mogen beïnvloeden.

De voorzieningenrechter lijkt voor de beantwoording van de vraag hoe ver de koper – als aandeelhouder van de aangekochte vennootschap – zal moeten gaan in het kader van diens inspanningsverplichting, aan te sluiten bij de norm die geldt voor bestuurders van de aangekochte onderneming (vgl. art. 2:239 lid 5 BW), zij het dat de belangen die in dat kader moeten worden meegewogen, worden ‘aangevuld’ met het belang van de verkoper bij maximalisatie van de earn-out.[35] De vraag is onder welke omstandigheden het meewegen van dit belang van de verkoper de koper zal moeten aanzetten tot het volgen van een andere dan de door het ondernemingsbelang voorgeschreven koers. Wat mij betreft reikt deze inspanningsverplichting, uiteraard behoudens uitzonderlijke omstandigheden,[36] niet verder dan een verplichting voor de koper om niet een bepaalde koers te kiezen terwijl hij net zo goed een voor de earn-out gunstigere koers had kunnen kiezen, of (anderszins) doelbewust tegen te werken dat de earn-out-triggers worden behaald (laatstgenoemd geval zal verwacht ik

ook grond bieden voor een onrechtmatigedaaidsvordering). Beleidskeuzes van de koper die redelijkerwijs te rechtvaardigen zijn in het licht van het belang van de onderneming maar tegelijkertijd niet (volledig) stroken met het nastreven van de earn-out-triggers, kunnen onder dit beoordelingskader evenwel zeer wel geoorloofd zijn. Interessant is nog hoe de koper zich moet opstellen als diens belang als aandeelhouder van de aangekochte onderneming afwijkt van het belang van deze onderneming.[37] Hoewel de voorzieningenrechter hier niets over zegt, kan ik mij voorstellen dat de koper in dat geval zijn eigen belang mag nastreven (in dat geval dus in plaats van het belang van de aangekochte onderneming), zolang daarmee het belang van de verkoper bij een maximale earn-out niet onnodig wordt geschaad.

Het door de voorzieningenrechter geschetste beoordelingskader biedt wat mij betreft een bruikbaar handvat voor de invulling van de inspanningsverplichting van de koper in situaties waarin partijen hierover geen – of onvoldoende concrete – afspraken maken. De gekozen uitgangspositie sluit aan bij de realiteit – de koper verkrijgt een onderneming en is vanaf dat moment ‘in charge’, ook waar het de koersbepaling betreft – en is wat mij betreft dan ook redelijk wanneer partijen geen afspraken maken over de earn-out-periode. Indien een verkoper ideeën heeft over de bedrijfsvoering van de verkochte onderneming gedurende deze periode, dient hij hier afspraken over op te nemen in de koopovereenkomst. Doet hij dit niet, dan zal hij het moeten doen met de redelijkerwijs beperkte bescherming die de redelijkheid en billijkheid biedt. De verkoper zal dan moeten stellen, en bij voldoende gemotiveerde betwisting bewijzen, dat het onder de koper gevoerde beleid zal leiden (of heeft geleid) tot voor de earn-out slechtere resultaten in vergelijking met de resultaten die zouden zijn behaald in het hypothetische scenario dat de door verkoper voorgestane keuzes zouden worden gemaakt (of zouden zijn gemaakt), terwijl laatstgenoemde keuzes voor de onderneming geen nadelen van enige betekenis zullen hebben (of zouden hebben gehad).[38] Daarbij zij opgemerkt dat rechters naar verwachting terughoudend zullen zijn om op de stoel van de ondernemer te gaan zitten.[39] Kortom: een verkoper die een koper wil aanspreken op basis van de stelling dat deze zich niet voldoende inspant (of heeft ingespannen) voor het behalen van de earn-out-triggers, maar geen afspraken maakte over de door de koper met de aangekochte onderneming met het oog op de earn-out te volgen koers, staat voor een zware opgave.[40]

Maar de voorliggende casus toont dat het ook voor een verkoper die wél afspraken maakt over het beleid van de onderneming gedurende de earn-out-periode niet altijd eenvoudig zal zijn om daadwerkelijk de gewenste invloed op het beleid te kunnen uitoefenen. Om een onnodige ‘uphill battle’ te voorkomen zal een verkoper in de fase voorafgaand aan het sluiten van de koopovereenkomst zorgvuldig in kaart moeten brengen op basis van welke verwachtingen hij voorziet dat de earn-out-triggers behaald zullen worden en welke stappen volgens hem nodig

zijn om tot realisatie van die verwachtingen te komen, en hieruit zo concreet mogelijke afspraken moeten distilleren die in de koopovereenkomst kunnen worden neergelegd.[41]

De vraag laat zich stellen of er dan wel realistische omstandigheden zijn waaronder een verkoper een beroep kan doen op het schenden door de koper van diens inspanningsverplichting. Rechtspraak in feitelijke instantie(s) laat zien dat een koper niet helemáál vrij spel heeft, al zijn gepubliceerde voorbeelden schaars. Voorbeelden van gedrag van de koper dat tot schadevergoeding kan leiden, zijn:

het dusdanig verwaarlozen en frustreren van de van de verkoper aangekochte projecten, contracten en klanten dat er geen winst kon worden behaald, welke winst van belang was voor het activeren van de earn-out-betaling, terwijl de koper vóór het sluiten van de koopovereenkomst al met de betreffende klanten sprak en zich bereid had verklaard de betreffende projecten af te ronden;[42]

het zonder plausibele verklaring niet, of niet tijdig, afronden van bouw- of vergunningstrajecten die in geval van voltooiing tot een betaling onder de earn-out zouden leiden;[43]

niet goed verklaarbare veranderingen in de cijfers van een bedrijfsonderdeel van de aangekochte onderneming (significante kostenstijgingen en gelijktijdige opbrengstdalingen) na de aandelenoverdracht.[44]

Rode draad bij deze voorbeelden is steeds of de koper de door hem gemaakte keuzes redelijkerwijs kan uitleggen. Als een koper doelmatig of zonder redelijk belang het behalen van de earn-out-triggers verhindert, zou een veroordeling tot betaling van een bedrag als waren alle earn-out-triggers behaald uit hoofde van artikel 6:23 BW mogelijk moeten zijn.[45]

Tot slot is de overweging van de voorzieningenrechter over de in kort geding toe te passen belangenafweging interessant. Gelet op het voorlopige karakter van een oordeel in kort geding, dient een rechter in kort geding, naast het geven van een voorlopig rechtsoordeel, ook steeds na te gaan of een toe- of afwijzend vonnis geoorloofd is in het licht van de betrokken belangen (bijvoorbeeld vanwege het onomkeerbare of ingrijpende karakter van een gevraagde maatregel of ernstige schade die een partij lijdt bij toe- of afwijzing van het gevorderde).[46] Dit kan ertoe leiden dat een gevraagde voorziening toch wordt afgewezen, ondanks het feit dat de voorzieningenrechter de gegrondheid van het gevorderde voorshands aannemelijk acht. In het voorliggende geval weegt de voorzieningenrechter het belang van de onderneming, inclusief het behoud van klantenbasis en werkgelegenheid, inderdaad zwaarder dan het financiële belang van de verkoper bij maximalisatie van de earn-out.[47] Dit leidt de voorzieningenrechter tot de overweging dat de door de verkoper gevraagde koerswijziging ook

zou zijn afgewezen als de voorzieningenrechter de gegrondheid van de vordering van de verkoper voorshands aannemelijk had geacht. Ook een verkoper die goede redenen heeft om te veronderstellen dat de koper diens inspanningsverplichtingen niet nakomt, moet zich dus realiseren dat dit gedrag zich niet per definitie via een kort geding laat sturen. Daar komt bij dat in kort geding over het algemeen geen plaats is voor de in een bodemprocedure beschikbare middelen voor bewijsgaring,[48] hetgeen voor de verkoper – afhankelijk van de omstandigheden van diens specifieke casus – een relevante overweging kan zijn. Een ‘veiliger’ weg lijkt om de koper tijdig in gebreke te stellen, gevolgd door een vordering tot schadevergoeding vanwege niet-nakoming van de koopovereenkomst. Hoewel voor de verkoper enigszins wrang, nu deze in de bodemprocedure voor de opgave staat aan te tonen dat de resultaten van de onderneming gunstiger waren geweest in de hypothetische situatie dat de door de verkoper voorgestane gedragslijn was gevolgd, is dit andermaal een afspiegeling van de feitelijke situatie dat de koper vanaf de overdracht nu eenmaal de eigenaar is van de onderneming.

5 Conclusie

De in deze bijdrage behandelde uitspraak toont dat een koper die akkoord gaat met een earn-out-structuur gedurende de earn-out-periode rekening zal moeten houden met het belang van de verkoper bij een zo groot mogelijke betaling onder de earn-out. Dat is niet nieuw. De uitspraak verduidelijkt dat deze verplichting, wanneer partijen geen concrete andersluidende afspraken maken, in belangrijke mate (en wat mij betreft terecht) begrensd is en de koper in principe niet belet tot het voeren van een op het belang van de aangekochte onderneming gericht beleid, inclusief het inspelen op toekomstige ontwikkelingen.

Hoewel de verkoper in het voorliggende geval nog niet definitief met lege handen staat, laat de uitspraak zien dat een verkoper die akkoord gaat met een earn-out-structuur zich dient te realiseren (en hier is voor adviseurs ook een rol weggelegd) dat (1) het daadwerkelijk verschuldigd worden van de earn-out inherent onzeker is, want afhankelijk van toekomstige omstandigheden en onderhavig aan toekomstige ontwikkelingen, en (2) de verkoper in principe geen controle meer heeft over de verkochte onderneming na de overdracht en het nastreven van de earn-out-betaling dus niet, of maar beperkt, kan sturen. Niet zelden zal een verkoper het gevoel hebben lijdzaam te moeten toekijken terwijl het recht op aanvullende betaling wegglipt.[49] Van Hekesen stelt in dit verband dat een verkoper er ‘hoe dan ook rekening mee [zal] moeten houden dat hij slechts een deel, of wellicht zelfs helemaal niets, van de earnout zal ontvangen’,[50] en Evers en Freijser geven aan dat ‘de verkoper er verstandig aan [doet] om alleen een earn-out te accepteren wanneer hij op zichzelf al tevreden is met de hoogte van de basiskoopprijs’.[51]

Overigens zal ook de koper in dit specifieke geval – als ogenschijnlijke (voorlopige) winnaar van dit geschil – niet onverminderd tevreden zijn over de manier waarop de earn-out in dit specifieke geval is uitgekapt. Na het doen van een substantiële overname liggen de tekortkomingen van de aangekochte onderneming met onderhavige uitspraak op straat.^[52] Het toont maar weer dat met een earn-out-structuur – hoe nuttig ook om partijen tot elkaar te brengen – zorgvuldig te werk moet worden gegaan.

Noten

[1] Partijen kunnen een onderneming overdragen gebruik makend van een aandelentransactie of een activatransactie. In deze bijdrage ga ik uit van een aandelentransactie, maar zal ik steeds spreken van de koop en overdracht van de ‘onderneming’.

[2] Een earn-out impliceert een onzeker element; anders is slechts sprake van een uitgestelde betaling.

[3] De gemiddelde duur van de earn-out-periode bedraagt tussen de twee en vijf jaar, zie M.W.E. Evers & G.J.P. Freijser, Aspecten van earn-outs, TOP 2009, afl. 8, p. 291. Zie ook A.M. van Hekesen, Earn-outs: smeerolie voor overname deals?, Contracteren 2010, afl. 4, p. 16 (‘in de regel een duur van maximaal vijf jaar’) en W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, Waardering van ondernemingen, Doetinchem: Reed Business Information 2004, p. 77 (‘In de praktijk blijkt dat deze periode ongeveer drie jaar bestrijkt’).

[4] Zie voor andere literatuur over earn-out-structuren: Evers & Freijser 2009, p. 291-295; Van Hekesen 2010, p. 123-131; Veerman & Van der Zanden 2004, p. 76-79; T.H. Maynard, Mergers and acquisitions – Cases, materials, and problems, New York: Wolters Kluwer Law & Business 2013, p. 319-323; E.T. Meijer, Enkele bepalingen van het overnamecontract, in: B. Wessels & S.Y.Th. Meyer (red.), Bedrijfsovername, Deventer: Kluwer 2009, p. 94-95; annotatie J.L. van der Schrieck onder Hof Amsterdam 4 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4027, JOR 2017/118.

[5] Wanneer in een turnaroundsituatie een onderneming ‘uit’ een concern dat zich in financiële problemen bevindt wordt gekocht, kan een earn-out-structuur tevens dienen ter mitigatie van het paulianarisico, zie S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), Effecten en vermogensrecht (O&R nr. 63), Deventer: Kluwer 2011/5.10.

[6] Zie www.bmimergers.com/buying-or-selling-a-business-with-an-earn-out-panacea-or-pitfall/, laatst geraadpleegd op 11 mei 2020: ‘The 2015 ABA Private Target M&A Deal Points

Study (...) showed that 26% of deals included some type of earn-out component. (...) This is a decline from the 38% reported for 2010 when there was much more uncertainty in the market.’ Met betrekking tot de huidige crisissituatie, zie ‘Investeerdere zoeken tevergeefs naar overnameprooien’, Het Financieele Dagblad 11 mei 2020: ‘Helder verwacht dat wanneer deze crisis voorbij is, transacties weer vaker zullen plaatsvinden met earn-out-regelingen.’

[7] Maynard 2013, p. 320; Van Hekesen 2010, p. 124; Evers & Freijser 2009, p. 291.

[8] Van Hekesen 2010, p. 124.

[9] Maynard 2013, p. 321. Zie ook A.J.S.M. Tervoort e.a., *Familievennootschappen* (IVOR nr. 107), Deventer: Wolters Kluwer 2017/3.3: ‘iedere M&A adviseur weet dat een earn out-regeling vaak voor problemen zal zorgen’.

[10] Van Hekesen noemt in dit verband de mogelijkheid voor een koper om de earn-out te voldoen uit de opbrengsten die zijn gegenereerd met het behalen van de earn-out-triggers, waarmee de earn-out zelffinancierend is. Zie Van Hekesen 2010, p. 124.

[11] Maynard 2013, p. 321-322; Van Hekesen 2010, p. 125; annotatie J.L. van der Schrieck onder Hof Amsterdam 4 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4027, JOR 2017/118.

[12] Van Hekesen 2010, p. 125; Evers & Freijser 2009, p. 292; Meijer 2009, p. 94-95.

[13] Maynard 2013, p. 322; Evers & Freijser 2009, p. 292.

[14] Veerman & Van der Zanden 2004, p. 78.

[15] Er zijn gevallen denkbaar waarin de verkoper ‘in charge’ blijft, bijv. indien de koper slechts een minderheidsbelang neemt, waarbij een deel van de koopprijs wordt gestructureerd als een earn-out.

[16] Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689.

[17] Maynard 2013, p. 321; Van Hekesen 2010, p. 126-127; Evers & Freijser 2009, p. 292.

[18] Maynard 2013, p. 321; Van Hekesen 2010, p. 126-127; Evers & Freijser 2009, p. 292.

[19] HR 19 oktober 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7024, NJ 2007/565 (Vodafone/ECT), r.o. 3.5; R.P.J.L. Tjittes, *Commercieel contractenrecht*, Den Haag: Boom juridisch 2018, p. 411; Asser/Sieburgh 6-III 2018/392; P.S. Bakker, *Redelijkheid en billijkheid als gedragsnorm (R&P nr. CA6)*, Deventer: Kluwer 2012/3.3.5.

[20] Rb. Rotterdam 18 maart 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BI1963 (IP-Com/Newtel), r.o. 4.3 (toevoeging AC). Na voornoemde uitspraak is dit uitgangspunt herhaald in Hof Arnhem-Leeuwarden 3 september 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:6437, RCR 2013/78, r.o. 3.6; Rb. Overijssel 30 september 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:4521, r.o. 8; Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, r.o. 4.3. Zie ook Tjittes 2018, p. 479-480.

[21] HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158, NJ 1981/635 (Haviltex).

[22] HR 19 januari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ3178, NJ 2007/575 (Meyer/Pontmeyer); HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101, NJ 2013/214 (Lundiform/Mexx), r.o. 4.3.3. Zie met betrekking tot een earn-out-structuur Rb. Rotterdam 26 september 2018, ECLI:NL:RBROT:2018:8060, r.o. 4.5.

[23] Langbroek, in: *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:74 BW, aant. 8.1; Tjittes 2018, p. 477; Valk, in: *Stelplicht & Bewijslast*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, commentaar op art. 6:74 BW; Asser/Sieburgh 6-I 2016/370.

[24] Tjittes 2018, p. 480; Van Hekesen 2010, p. 129.

[25] Niet ongebruikelijk is overigens dat een beroep op de klachtplicht in de koopovereenkomst wordt uitgesloten.

[26] Hof Amsterdam 19 maart 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:901, JOR 2019/155 (Buckaroo), r.o. 3.9. Zie ook Rb. Rotterdam 5 augustus 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ5610 (IP-Com/Newtel), r.o. 2.6: 'In dit geval had IP-Com Newtel Essence door middel van een schriftelijke ingebrekestelling duidelijk moeten maken dat van Newtel Essence een grotere inspanning werd verwacht om het [persoon 1] en de business unit mogelijk te maken de omzeldrempels van de targets te halen en wat IP-Com op dit punt concreet van Newtel Essence verwachtte. Dit heeft zij nagelaten op een moment dat een dergelijke inspanning nog mogelijk was.'

[27] Rb. Midden-Nederland 15 juli 2015, ECLI:NL:RBMNE:2015:5129, AR 2015/1482.

[28] In het voorliggende geval maakten de koper en de verkoper een specifieke afspraak over de wijze waarop de koper de onderneming na aandelenoverdracht moest drijven, namelijk door prioriteit te geven aan projecten met het hoogste ‘Booking’-potentieel, maar – hoewel niet met zoveel woorden door de voorzieningenrechter benoemd – lijkt de voorzieningenrechter te oordelen dat deze afspraak niet kwalificeert als ‘andersluidend’ (of in ieder geval, gelet op het oordeel van de voorzieningenrechter dat in kort geding niet kan worden vastgesteld welke benadering het hoogste ‘Booking’-potentieel oplevert, dat niet kan worden vastgesteld dat hier sprake is van een ‘andersluidende’ afspraak).

[29] Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, r.o. 4.3-4.4.

[30] Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, r.o. 4.9.

[31] Zie noot 19.

[32] Rb. Rotterdam 18 maart 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BI1963 (IP-Com/Newtel), r.o. 4.3.

[33] Hof Arnhem-Leeuwarden 24 april 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:3872, r.o. 4.34; Hof Arnhem-Leeuwarden 3 september 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:6437, RCR 2013/78, r.o. 3.6.

[34] Tot dezelfde conclusie kwam eerder al Van Hekesen, zie Van Hekesen 2010, p. 129. Er zijn uitzonderlijke gevallen voorstelbaar waarin het nastreven van het ondernemingsbelang in strijd is met de tussen een koper en een verkoper gemaakte afspraken – bijv. als dit volstrekt haaks staat op door de koper voorafgaand aan de overdracht gewekte verwachtingen. In dergelijke gevallen verwacht ik overigens dat een vordering uit hoofde van onrechtmatige daad evengoed mogelijk zal zijn.

[35] In RN 2020/9 wordt hierover gesteld dat dit belang moet worden meegewogen, zelfs indien het strijdig is met het belang van de onderneming. Dit is juist, maar als het belang van de verkoper strijdig is met het ondernemingsbelang, zal het ondernemingsbelang, dat – ook volgens de voorzieningenrechter – vooropstaat, volgens mij steeds moeten prevaleren.

[36] Indien evident is dat de koper misbruik maakt van de vrijheid die hem toekomt omdat partijen geen concrete afspraken maakten over het met de onderneming te voeren beleid gedurende de earn-out-periode, zal het in het Vodafone/ETC-arrest geformuleerde uitgangspunt hieraan in de weg staan, zie HR 19 oktober 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7024, NJ 2007/565 (Vodafone/ECT), r.o. 3.5.

[37] Het belang van een dochteronderneming wordt doorgaans in sterke mate gekleurd door het ‘concernbelang’, maar dient zelfstandig te worden vastgesteld en kan van het belang van de moedervernootschap afwijken, zie S.M. Bartman e.a., Van het concern, Deventer: Wolters Kluwer 2016/I.6; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/829.

[38] Zie noot 22.

[39] Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, r.o. 4.11. Zo hanteert bijv. ook de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam in de beoordeling van eventueel wanbeleid een marginale toetsing ten opzichte van de materiële inhoud van het gevoerde beleid, zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/791.

[40] Zie ter illustratie de (wat ongelukkige) casus die ten grondslag lag aan een uitspraak van de rechtbank Rotterdam (Rb. Rotterdam 26 september 2018, ECLI:NL:RBROT:2018:8060). In deze casus spraken partijen af dat een deel van de koopprijs gekoppeld werd aan het winnen van een bepaalde aanbesteding door de onderneming. Toen de aanbesteding vervolgens in niet één maar twee delen werd aangeboden, de onderneming slechts één deel binnenhaalde en zich voor het andere deel niet eens inschreef omdat dit – na de mogelijkheid te hebben onderzocht – weinig kansrijk werd geacht, bleef de verkoper met lege handen achter. De rechtbank ging niet mee in de stelling van de verkoper dat de koper zich uit hoofde van een inspanningsverplichting toch te goeder trouw had moeten inschrijven voor de aanbesteding met het oog op het vervullen van de earn-out-trigger.

[41] Vgl. Tjittes 2018, p. 488-489.

[42] Hof Arnhem-Leeuwarden 3 september 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:6437, RCR 2013/78, r.o. 3.7.

[43] Rb. Amsterdam 27 mei 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:3287, AR 2015/1104, r.o. 4.5; Hof Arnhem-Leeuwarden 24 april 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:3872, r.o. 4.41-4.42. Eerstgenoemde uitspraak is in hoger beroep overigens vernietigd, omdat – kort gezegd – uit de feiten van die casus volgens het hof niet volgde dat de koper de verkrijging van de betreffende vergunning had verhinderd, zie Hof Amsterdam 31 oktober 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4418, JONDR 2018/889.

[44] Hof Arnhem-Leeuwarden 24 april 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:3872, r.o. 4.47-4.48.

[45] Voor een veroordeling uit hoofde van art. 6:23 BW is steeds vereist dat de earn-out-trigger niet is behaald *door toedoen* van de koper. Zie HR 5 februari 2016, ECLI:NL:HR:2016:200, NJB 2016/349: ‘Indien, zoals in dit geval, de niet-ervulling van de voorwaarde haar oorzaak vindt in andere omstandigheden dan de gedragingen van die partij, is van beletten in de zin van art. 6:23 lid 1 BW geen sprake.’ Zie specifiek met betrekking tot een earn-out Rb. Overijssel 30 september 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:4521, waarin de koper onder meer direct na het verkrijgen van de aandelen (en anders dan de verkoper op basis van de interacties gedurende het verkoopproces (kennelijk) mocht verwachten) overging tot een snelle integratie in de groep van de koper, de strategische koers van de verkregen onderneming verlegde, het management ‘tegen zich in het harnas jaagde’ en zo deed vertrekken, significante investeringen deed, en moeilijk te doorgronden jaarrekeningen overlegde die niet goed konden worden verklaard, terwijl de door partijen verwachte extra inkomsten uit de pijn van het netwerk van de koper tegenvielen. Deze veroordeling uit hoofde van art. 6:23 BW is in hoger beroep gedeeltelijk vernietigd omdat bepaalde oorzaken voor het niet behalen van de earn-out-triggers – zoals het niet realiseren van de verwachte extra inkomsten uit de pijn van het netwerk van de koper – niet als het ‘beletten’ van de realisatie van de earn-out-triggers door de koper hebben te gelden, zie Hof Arnhem-Leeuwarden 24 april 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:3872.

[46] Asser Procesrecht/Boonekamp 6 2020/135-137; HR 15 december 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1919, NJ 1996/509 (Procter & Gamble/Kimberly Clark), r.o. 3.4.

[47] Rb. Amsterdam 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, r.o. 4.12.

[48] Asser Procesrecht/Boonekamp 6 2020/115.

[49] In RN 2020/9 wordt om deze reden gesteld dat de dienstdoend notaris bij de overname – indien van toepassing – de verkoper op deze risico’s zal moeten wijzen.

[50] Van Hekesen 2010, p. 124.

[51] Evers & Freijser 2009, p. 291.

[52] Dit kan overigens goed worden ondervangen door geschillenbeslechting door middel van arbitrage overeen te komen in de koopovereenkomst, of voor de earn-out een separaat conflictoplossingsmechanisme op te nemen.