

# ‘Ordinary course’ in tijden van corona

## Ondernemingsrecht 2020/110

In tijden van corona zullen veel ontevreden kopers op zoek zijn naar mogelijkheden om onder een M&A-transactie uit te kunnen of de koopprijs te verlagen. Hiervoor kunnen meerdere redenen aan te voeren zijn. Zo kan de waarde van de doelvennootschap zijn gedaald of een opschortende voorwaarde onvulbaar blijken. In een eerder artikel in dit tijdschrift zagen we dat een beroep op een MAC-clausule of onvoorziene omstandigheden weinig kans van slagen heeft. Maar hoe zit het met een beroep op de veelvoorkomende ‘ordinary course’-verplichting? En zijn er andere mogelijkheden denkbaar?

Deze verplichting zal veelal op twee manieren voorkomen in een M&A-contract. Allereerst zal de verkoper ervoor moeten zorgen dat de doelvennootschap zijn activiteiten tot aan levering op gebruikelijke wijze voortzet. Dit wordt vervolgens ingekleurd door een lijst met een aantal besluiten of transacties die de doelvennootschap niet zonder toestemming van de koper mag nemen. Hiermee beogen partijen een materiële wijziging van de doelvennootschap te voorkomen.

Kwalificeren besluiten, die zijn genomen om de gevolgen van de coronacrisis af te wenden, als het op de gebruikelijke wijze voortzetten van de activiteiten van de doelvennootschap waardoor geen beroep kan worden gedaan op niet-nakoming van de ‘ordinary course’-verplichting? En moet de koper hieraan in redelijkheid zijn toestemming verlenen? Deze vragen moeten mijns inziens in beginsel positief worden beantwoord. Is er dan geen enkele mogelijkheid om onder een M&A-contract uit te komen of een verlaging van de koopprijs te krijgen? Onder bepaalde uitzonderlijke omstandigheden zal een beroep op een MAC-clausule of onvoorziene omstandigheden wel succesvol kunnen zijn. Ook biedt buitenlandse rechtspraak aanknopingspunten voor een succesvol beroep op niet-nakoming van de ‘ordinary course’-verplichting.

### 1. Inleiding

In het themanummer ‘Ondernemingsrecht in tijden van corona’ verscheen onlangs een boeiend artikel waarin Tjittes en Hogeterp bespreken wat het effect van de coronacrisis is op MAC-clausules in M&A-contracten.<sup>2</sup> Hierin betogen zij dat de coronacrisis niet kwalificeert als een ‘material adverse change’ of als onvoorziene omstandigheid in de zin van artikel 6:258 BW. Deze gronden zouden om

die reden niet kunnen dienen als grondslag voor het wijzigen of ontbinden van een M&A-contract.

Er zijn echter ook andere, aan corona gerelateerde, gronden denkbaar om onder een deal uit te komen.<sup>3</sup> Naast een beroep op een MAC-clausule of onvoorziene omstandigheden, kan worden gedacht aan niet-nakoming van de veelvoorkomende ‘ordinary course’-verplichting of het niet (kunnen) vervullen van een opschortende voorwaarde. Zowel in het binnen- als buitenland zien we dat ontevreden kopers de coronacrisis aangrijpen om onder M&A-contracten uit te komen of om deze te wijzigen.<sup>4</sup> Zou een beroep op één of meerdere van de hiervoor genoemde gronden tot het juridisch arsenaal van deze ontevreden koper kunnen behoren?

In dit artikel bespreek ik de hiervoor genoemde mogelijkheden waarbij ik uitgebreid zal stilstaan bij de ‘ordinary course’-verplichting. Daarnaast ga ik verder in op de voorwaarden, de rechtsgevolgen, de rol van de redelijkheid en billijkheid en eventuele verschillen tussen de privaats- en publiekrechtelijke context.

### 2. Een overzicht van de mogelijkheden

#### 2.1 MAC en onvoorziene omstandigheden

Een eerste mogelijkheid om een M&A-contract te wijzigen of ontbinden op grond van de coronacrisis is een beroep op een MAC of onvoorziene omstandigheden. Een MAC-clausule beschermt de koper tegen onvoorziene omstandigheden die een effect hebben op de doelvennootschap voorafgaande aan levering. Vaak wordt een dergelijke MAC-clausule algemeen opgeschreven en aangevuld met een aantal uitzonderingen waarvoor de koper het risico draagt.<sup>5</sup>

Om te bepalen of er sprake is van een ‘material adverse change’, moet de MAC-clausule worden uitgelegd. Net als bij de hierna te bespreken ‘ordinary course’-bepaling zal er veel gewicht worden toegekend aan de taalkundige betekenis. Daarnaast zal er in de regel pas sprake zijn van een ‘material adverse change’ indien de omstandigheid een structureel negatief effect heeft op de doelvennootschap. Tjittes en Hogeterp betogen terecht dat het lastig is om algemene uitspraken te doen over het effect

<sup>1</sup> Tim Rijkse is advocaat in Amsterdam.

<sup>2</sup> R.P.J.L. Tjittes & A. Hogeterp, ‘De coronacrisis en MAC-clausules in M&A-contracten’, *Ondernemingsrecht* 2020/68.

<sup>3</sup> Zie ter achtergrond over contractenrecht in het algemeen: A.C. van Uchelen & M. de Planque ‘Contracts and Covid-19. Force Majeure and other remedies under Dutch law’, 16 april 2020 (online: [blog.allenoverly.com](http://blog.allenoverly.com)).

<sup>4</sup> Een kort overzicht van relevante zaken: Rb. Amsterdam (vzr.) 14 mei 2020, KG ZA 20-306 CdK/MvG; E. Rooijers, ‘Overname NIBC door Blackstone onzeker’, *Het Financieel Dagblad* 28 april 2020 en Dealbook Newsletter, ‘Victoria’s Secret and Sycamore Partners Play “Let’s Break a Deal”’, *The New York Times* 23 april 2020.

<sup>5</sup> Tjittes & Hogeterp, *Ondernemingsrecht* 2020/68.

van de coronacrisis op een MAC-clausule. Zij concluderen ook dat de coronacrisis op dit moment voor de meeste bedrijven nog geen structureel negatieve effecten zal hebben.<sup>6</sup>

Ondanks dat een beroep op het bestaan van een MAC lastig en afhankelijk is van de omstandigheden van het geval, kan, naar mijn idee, en met de kennis van nu, in bepaalde gevallen worden betoogd dat de coronacrisis voor bepaalde vennootschappen wel een significant negatief en structureel effect zal hebben. Denk hierbij aan de horecazaken, reis- en evenementenorganisaties. Uit de rechtspraak omtrent deze bepaling wordt duidelijk dat bijvoorbeeld een aanzienlijk lagere EBITDA, waarin incidentele gevolgen niet zichtbaar zijn, een indicatie kan zijn dat sprake is van een MAC. Voor veel vennootschappen zal de EBITDA in het boekjaar 2020 aanzienlijk lager liggen dan in 2019 en om die reden mogelijk aanleiding geven tot een MAC.<sup>7</sup> In dit kader is het echter nog van belang om op te merken dat in een MAC vaak is geformuleerd dat de onvoorziene omstandigheden een negatief effect moeten hebben op de doelvennootschap. De coronacrisis heeft echter een negatief effect op de hele economie, waardoor er sprake dient te zijn van bijkomende omstandigheden om een beroep op het bestaan van een MAC te rechtvaardigen.<sup>8</sup>

Indien een koper aannemelijk weet te maken dat sprake is van een MAC dan moeten de rechtsgevolgen worden bepaald. Vaak zal een MAC zijn vormgegeven als een opschortende voorwaarde. Dit zorgt ervoor dat het M&A-contract niet in werking treedt en levering niet plaatsvindt.<sup>9</sup> Een andere mogelijkheid is dat een MAC als garantie is opgenomen. Dit houdt in dat de verkoper bij levering garandeert dat zich geen MAC heeft voorgedaan. Indien dit achteraf onjuist blijkt te zijn, levert dit wanprestatie en daarmee een grond voor schadevergoeding op.<sup>10</sup> Een beroep op het bestaan van een MAC die is overeengekomen in de vorm van een opschortende voorwaarde zal mijns inziens, vanwege de verstrekkende gevolgen, naar de eisen van redelijkheid en billijkheid minder kans van slagen hebben dan een beroep op een garantie.

Zelfs indien geen MAC is afgesproken, kan onder omstandigheden worden betoogd dat dergelijke verregaande gevolgen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet voor rekening van koper hoeven te komen. Dit kan door een beroep te doen op de wettelijke regeling inzake onvoorziene omstandigheden uit artikel 6:258 BW. Een geslaagd beroep op deze bepaling kan wijziging of ont-

binding van het M&A-contract tot gevolg hebben.<sup>11</sup> Ook een beroep hierop lijkt slechts in uitzonderlijke gevallen mogelijk te zijn.

In het kader van een openbaar bod dient ten aanzien van de MAC nog een aanvullende nuance te worden toegepast. Vanaf het moment dat het bod is uitgebracht, is een openbaar bod onherroepelijk. Indien het bod is uitgebracht, zal de bieder het bod gestand moeten doen indien is voldaan aan de 'offer conditions'. Uit het Besluit openbare biedingen Wft (Bob) volgt dat een bieder vanaf dat moment zijn verplichting tot gestanddoening niet afhankelijk mag stellen van een voorwaarde waarvan de vervulling afhankelijk is van zijn wil.<sup>12</sup> Dit verbod op zogenoemde potestatieve voorwaarden houdt in dat de bieder na het einde van de aanmeldingstermijn geen invloed mag hebben op de vervulling van een voorwaarde. Om ervoor te zorgen dat een voorwaarde niet als potestatief en om die reden verboden wordt gekwalificeerd, moet de bepaling zo duidelijk en meetbaar mogelijk worden geformuleerd. Op die wijze kan objectief worden beoordeeld of een voorwaarde is vervuld. De AFM heeft specifieke richtlijnen gepubliceerd onder welke omstandigheden een MAC toelaatbaar en dus niet-potestatief is. Volgens deze richtlijnen is het slechts toelaatbaar dat een MAC algemeen is opgesteld en dat niet alle mogelijke onvoorziene omstandigheden worden benoemd, indien uit de formulering ervan duidelijk blijkt dat de vaststelling van een MAC niet afhankelijk is van het oordeel van de bieder, maar wordt bepaald naar de maatstaf van de redelijkheid en billijkheid.<sup>13</sup> In het kader van een openbaar bod lijkt het dus lastiger voor de koper om zich te beroepen op het bestaan van een MAC of om een heronderhandeling af te dwingen op grond van een partijbedoeling.

De belangrijkste overweging voor een ontevreden koper is dat een beroep op een MAC-clausule of onvoorziene omstandigheden slechts in uitzonderlijke gevallen mogelijk is indien er sprake is van structureel negatieve effecten voor de doelvennootschap.

## 2.2 'Ordinary course'-verplichting

Een tweede mogelijkheid zou een beroep op niet-nakoming van de 'ordinary course'-verplichting kunnen zijn. Deze veelvoorkomende bepaling in M&A-contracten houdt in dat de verkoper zich ertoe verplicht de activiteiten van de doelvennootschap tot aan levering op gebruikelijke wijze voort te zetten.

Dit is ook een logische verplichting. Tot aan levering heeft de koper immers nog geen invloed op de bedrijfsvoering,

6 Tjittes & Hogeterp, *Ondernemingsrecht* 2020/68.

7 HR 7 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA2014 (*Phoenix/Philips*).

8 Tjittes & Hogeterp, *Ondernemingsrecht* 2020/68.

9 Art. 6:22 BW.

10 Art. 6:74 BW. Zie voor een nadere toelichting paragraaf 3.4.

11 Zie voor een andere invulling van deze mogelijkheden: Tjittes & Hogeterp, *Ondernemingsrecht* 2020/68.

12 Art. 12 lid 2 Bob. Zie voor een toelichting: 'Verbod van potestatieve voorwaarden ex artikel 12, tweede lid Bob' (online: AFM).

13 Zie voor een toelichting: 'Verbod van potestatieve voorwaarden ex artikel 12, tweede lid Bob' (online: AFM).

terwijl hij vanaf het tekenen van de koopovereenkomst wel het economische risico voor de doelvennootschap draagt. Dit speelt overigens vooral in het geval van een 'locked box'-kooprijmechanisme. De koper zal echter wel de garantie willen dat er voorafgaande aan levering geen materiële wijzigingen worden aangebracht in de doelvennootschap. Dit laatste geldt uiteraard ook indien gebruik wordt gemaakt van een ander kooprijmechanisme.<sup>14</sup>

De 'ordinary course'-verplichting zal veelal op twee manieren voorkomen in een M&A-contract. Op de verkoper rust de positieve verplichting om ervoor te zorgen dat de doelvennootschap zijn activiteiten tot aan levering op gebruikelijke wijze voortzet. Dit wordt vervolgens ingekleurd door een lijst met een aantal besluiten of transacties die de doelvennootschap niet zonder toestemming van de koper mag nemen. Dit is een negatieve verplichting. Denk hierbij aan besluiten of transacties die een wezenlijke invloed (kunnen) hebben op de doelvennootschap, zoals het aantrekken of afstoten van bedrijfsonderdelen en het aantrekken van financieringen. Hieraan wordt vaak gekoppeld dat de koper zijn toestemming niet op onredelijke gronden zal onthouden.<sup>15</sup>

In tijden van corona zullen de activiteiten van veel vennootschappen op een andere wijze worden voortgezet dan gebruikelijk is.<sup>16</sup> De vraag is natuurlijk wat gebruikelijk is in deze tijden. Dit zal ik in hoofdstuk 3 verder bespreken.

Aangezien er in Nederland slechts beperkte jurisprudentie is over de 'ordinary course'-verplichting, biedt jurisprudentie uit de Verenigde Staten wellicht aanknopingspunten voor een beroep op niet-nakoming van deze verplichting. Een voorbeeld is de overname van Victoria's Secret. Eind april 2020 maakte Sycamore Partners bekend dat zij af wil zien van deze overname vanwege de vermeende niet-nakoming van de 'ordinary course'-verplichting. Aanleiding hier voor is, onder meer, dat een groot deel van de medewerkers van Victoria's Secret met verlof is gestuurd en niet aan de huurverplichtingen is voldaan.<sup>17</sup> Als gevolg hiervan zou de verkoper niet kunnen voldoen aan de opschortende voorwaarde dat hij aan alle verplichtingen onder de koopovereenkomst zou voldoen voorafgaande of op de leveringsda-

tum.<sup>18</sup> Dit zou tevens in strijd zijn met de strekking van de opschortende voorwaarde. De strekking hiervan is, volgens Sycamore Partners, het waarborgen van de waarde van de doelvennootschap.<sup>19</sup> Daarnaast zou de niet-nakoming in strijd zijn met de garantie dat de 'ordinary course'-verplichting is nagekomen.<sup>20</sup>

Hier is het echter niet tot een rechtszaak gekomen aangezien de partijen gezamenlijk hebben besloten om de koopovereenkomst, ter waarde van USD 525 miljoen, te beëindigen.<sup>21</sup> Dit hoeft echter niet te betekenen dat de verkoper vreesde een mogelijke rechtszaak te verliezen. Het ging in deze transactie om de verkoop van een 55%-belang in Victoria's Secret, waardoor de verkoper als minderheidsaandeelhouder betrokken zou blijven. Dit is echter geen ideaal scenario indien beide partijen door de rechter worden verplicht om een joint venture aan te gaan. Het blijft dus speculeren over wat de rechtbank van Delaware had geoordeeld over de nakoming van de 'ordinary course'-verplichting.

Als hiervoor kort besproken, was de 'ordinary course'-verplichting zowel als garantie als opschortende voorwaarde opgenomen. Het is echter van belang om op te merken dat een dergelijke algemeen omschreven opschortende voorwaarde ongebruikelijk is in Nederlandse M&A-transacties. Toch is deze zaak, ondanks dat er geen uitspraak is gedaan, om de volgende redenen relevant voor Nederlandse M&A-transacties:

- i. Om de eerdergenoemde redelijkheid in te vullen kan een beroep worden gedaan op de strekking van de 'ordinary course'-verplichting. Sycamore Partners betoogt dat deze verplichting is opgenomen vanwege het aanzienlijke belang dat zij zou verkrijgen en het belang om de waarde van de doelvennootschap te behouden tot aan levering. Zij betoogt dat hiermee tevens een risico-allocatie is overeengekomen.<sup>22</sup> In een Nederlandse M&A-transactie zou een koper kunnen aanvoeren dat hij zijn goedkeuring aan een negatief geformuleerde 'ordinary course'-verplichting redelijkerwijs mocht weigeren door te betogen dat dit in strijd is met de strekking van de 'ordinary course'-verplichting. Hierbij kan worden gedacht aan de situatie dat een strategische koper een concern koopt vanwege een specifiek bedrijfsonderdeel. Indien het concern voorafgaande aan levering in financiële moeilijkhe-

14 Zie voor een overzicht van de verschillende kooprijmechanismes: J.A.E.F. van Leeuwen-Boomkamp, 'Kooprijmechanismes in overnamecontracten: een vergelijkend overzicht', *Ondernemingsrecht* 2019/22.

15 De Brauw, *Overnames van beursvennootschappen (VDHI nr. 143)* 2017 (hierna: De Brauw 2017), par. 9.9.4.8.

16 Zie ter illustratie: S. Jonker & J. Leupen, 'Verzekeringsreus Aon vraagt personeel om loonoffer van 20% vanwege corona', *Het Financieele Dagblad* 29 april 2020. Daarnaast blijkt uit het Centraal Insolventieregister dat de activiteiten van de Nederlandse tak van de Duitse restaurantketen Vapiano en het horeca-uitzendbureau Mise en Place zijn gestaakt.

17 Dealbook Newsletter, 'Victoria's Secret and Sycamore Partners Play "Let's Break a Deal"', *The New York Times* 23 april 2020. Zie daarnaast: Dealbook Newsletter, 'Are We Turning a Corner? Investors Are Betting on It', *The New York Times* 7 april 2020. Zie hiervoor de klacht van Sycamore Partners bij de 'Court of Chancery' van Delaware, overweging 1, 3 en 31.

18 A. Frankel, 'Who won the Victoria's Secret M&A case?' *Reuters* 5 mei 2020. Zie hiervoor ook de klacht van Sycamore Partners bij de 'Court of Chancery' van Delaware, overweging 15, 17, 18 en 25.

19 Klacht van Sycamore Partners bij de 'Court of Chancery' van Delaware, overweging 14.

20 Klacht van Sycamore Partners bij de 'Court of Chancery' van Delaware, overweging 16 en 19-25.

21 'Sycamore Partners Confirms Mutual Termination of Transaction Agreement with L Brands', *Cision PR Newswire*, 4 mei 2020. Zie ook: 'L Brands Outlines Go-Forward Strategy', 4 mei 2020.

22 Klacht van Sycamore Partners bij de 'Court of Chancery' van Delaware, overweging 14.

den komt en dit bedrijfsonderdeel wil verkopen, zou de koper zijn goedkeuring hiervoor mogelijk kunnen weerhouden.

- ii. Daarnaast worden in de ‘Victoria’s Secret’-zaak ook andere redenen aangevoerd waarom de ‘ordinary course’-verplichting niet is nagekomen. Een aantal hiervan is mogelijk ook bruikbaar in een Nederlandse context. Allereerst stelt Sycamore Partners dat de door de doelvennootschap getroffen maatregelen niet waren vereist door de wet of een regeringsinstantie.<sup>23</sup> Ten tweede zouden deze maatregelen hebben geleid tot schade aan de onderneming van de doelvennootschap. Als gevolg hiervan is de doelvennootschap niet langer gelijk aan de vennootschap die het onderwerp was van de koopovereenkomst.<sup>24</sup> Al met al zou kunnen worden betoogd dat de hiervoor genoemde acties in een Nederlandse context objectief gezien in strijd zijn met de ‘ordinary course’-verplichting. Indien er echter geen opschortende voorwaarde is opgenomen, blijven de juridische mogelijkheden van een ontevreden koper beperkt tot het vorderen van schadevergoeding.<sup>25</sup>
- iii. Uiteraard biedt deze zaak ook inzichten voor lopende transacties. Ondanks dat veel M&A-transacties momenteel ‘on hold’ staan, zijn er ook nog lopende transacties waarin partijen vermoedelijk rekening willen houden met de huidige coronacrisis. Hoe kan een koper de ‘ordinary course’-verplichting zo vormgeven dat hij er zeker van is dat de activiteiten van de doelvennootschap tot aan levering op gebruikelijke wijze voort worden gezet? Hierbij kun je aan twee opties denken. Allereerst zou je als koper een algemene opschortende voorwaarde kunnen opnemen waar ook de ‘ordinary course’-verplichting onder valt. De kans van slagen hiervan is uiteraard afhankelijk van de onderhandelingspositie. De verkoper zal immers enige zekerheid willen voor het slagen van de transactie. En hierbij past een algemeen geformuleerde opschortende voorwaarde niet. Daarnaast zou je de ‘ordinary course’-verplichting anders kunnen vormgeven. Hierbij zou de koper kunnen bedingen dat hij zijn goedkeuring aan bepaalde besluiten en transacties in alle gevallen mag weigeren en niet slechts wanneer dit redelijk is. Een rechter kan echter, op grond van de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid, een tussen partijen geldende regel beperken voor zover deze naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.<sup>26</sup>

In paragraaf 3 zal ik nader ingaan op deze ‘ordinary course’-verplichting.

### 2.3 Overig

Tot slot heeft de voorzieningenrechter van de Rechtbank Amsterdam onlangs een interessante uitspraak gedaan over het aanwenden van de coronacrisis om onder een transactie uit te komen.<sup>27</sup> Deze zaak gaat over Nordian Capital dat J-Club International wilde overnemen. Hiertoe was een ‘signing protocol’ getekend, met daarin het verkrijgen van een W&I-verzekering door Nordian Capital als opschortende voorwaarde voor het tekenen van de koopovereenkomst. Nordian Capital voerde aan dat zij vanwege de coronacrisis genoodzaakt was haar inspanning om een W&I-verzekering te verkrijgen op te schorten. Om die reden zou zij niet aan haar inspanningsverplichting kunnen voldoen en niet verplicht zijn om de koopovereenkomst te tekenen. Dit kon Nordian Capital echter niet bewijzen.<sup>28</sup>

Van belang voor de praktijk is dat hiermee niet is uitgesloten dat een koper vanwege de coronacrisis een opschortende voorwaarde niet kan vervullen. Denk hierbij aan de inspanningsverplichting tot het verkrijgen van een W&I-verzekering of financiering. Indien dit is vormgegeven als een opschortende voorwaarde kan dit als gevolg hebben dat het M&A-contract niet in werking treedt en levering niet plaatsvindt. Een beroep hierop moet echter wel goed worden onderbouwd, aangezien in de hiervoor besproken zaak de voorzieningenrechter zich niet eenvoudig liet overtuigen.

## 3. ‘Ordinary course of business’ – nader beschouwd

### 3.1 Algemeen

Hiervoor kwam de ‘ordinary course’-verplichting al kort aan de orde. Dit houdt in dat de verkoper zich ertoe verplicht de activiteiten van de doelvennootschap tot aan levering op gebruikelijke wijze voort te zetten. De wijze waarop de koper invloed kan uitoefenen op de bedrijfsvoering van de doelvennootschap zal echter om ten minste drie redenen beperkt moeten blijven. Ten eerste bestaat de kans dat de transactie niet slaagt. In dat geval is het onwenselijk dat de beoogde koper een aanzienlijke invloed heeft gehad op de doelvennootschap. Ten tweede staat een verre gaande invloed op het reilen en zeilen van de onderneming op gespannen voet met de taak van het bestuur, waarop ik in paragraaf 3.3 nader inga. Tot slot kan dit in de mededingingsrechtelijke context worden aange-

23 Klacht van Sycamore Partners bij de ‘Court of Chancery’ van Delaware, overweging 30.

24 Klacht van Sycamore Partners bij de ‘Court of Chancery’ van Delaware, overweging 32-36.

25 Art. 6:74 BW.

26 P.T.J. Wolters, ‘Alle omstandigheden van het geval’ (O&R nr. 77) 2013 par. 1.3.2.

27 Rb. Amsterdam (vzr.) 14 mei 2020, KG ZA 20-306 CdK/MvG. Zie ook G. den Brinker, ‘Rechter: private equity mag corona niet gebruiken om onder deal uit te komen’, *Het Financieele Dagblad* 15 mei 2020.

28 Voor de volledige beoordeling van deze grondslag verwijs ik naar de uitspraak.

merkt als 'gun-jumping'.<sup>29</sup> Voorafgaande aan goedkeuring van de betrokken mededingingsautoriteit geldt er namelijk een standstillverplichting.<sup>30</sup> Dit houdt in dat de beoogde concentratie (nog) niet tot stand mag worden gebracht.<sup>31</sup> Bovenmatige invloed van de koper kan hiermee lastig te rijmen zijn.

### 3.2 Uitleg

Allereerst moet worden bepaald of er sprake is van niet-nakoming van de 'ordinary course'-verplichting. Hiervoor zal de onderliggende bepaling moeten worden uitgelegd. Menig jurist kan in dit kader de bekende Haviltex-norm<sup>32</sup> opdreunen. Maar hoe wordt deze norm toegepast bij commerciële contracten als een M&A-contract? Onder bepaalde omstandigheden kan immers de meest voor de hand liggende taalkundige uitleg het uitgangspunt zijn bij de uitleg van een overeenkomst.<sup>33</sup> Indien hieruit volgt dat bij de uitleg van een bepaling of overeenkomst veel betekenis toekomt aan de taalkundige uitleg dan kunnen de overige omstandigheden van het geval echter alsnog de uitleg beïnvloeden.<sup>34</sup>

Hoe moet dit worden toegepast bij de uitleg van een 'ordinary course'-bepaling? Ondanks dat de Haviltex-norm beslissend is, zal een M&A-contract veelal zijn gesloten tussen professionele partijen die zich bij de totstandkoming daarvan hebben laten bijstaan door gespecialiseerde advocaten. Dit zijn omstandigheden die ervoor kunnen zorgen dat moet worden aangesloten bij de taalkundige uitleg. Over het algemeen zullen partijen bij de totstandkoming van het M&A-contract echter geen rekening hebben gehouden met de coronacrisis. Dit kan een omstandigheid zijn om van de taalkundige uitleg af te wijken en meer gewicht toe te kennen aan de omstandigheden van het geval.

In 2018 heeft de Rechtbank Amsterdam uitspraak gedaan in een zaak die ging over de uitleg van een 'ordinary course'-bepaling.<sup>35</sup> De rechtbank kent bij de uitleg van deze bepaling veel waarde toe aan de omstandigheid dat de onderliggende overeenkomst zeer uitgebreid en gedetailleerd is en tot stand is gekomen tussen professionele partijen die zijn bijgestaan door advocaten. Vanwege deze, en een aantal bijkomende, omstandigheden komt de rechtbank tot de conclusie dat partijen hun verplichtingen uitputtend hebben willen vastleggen en dat bij de uitleg van de 'ordinary course'-bepaling beslissend gewicht moet worden toegekend aan de meest voor de hand liggende taalkundige uitleg daarvan. Overige omstandigheden kunnen echter tot een andere uitleg leiden, mits dit

voldoende wordt gemotiveerd. Deze hoge drempel houdt in dat in het onderhavige geval een partijbedoeling die door slechts een van partijen wordt aangevoerd en niet blijkt uit de meest voor de hand liggende taalkundige uitleg, evident naar voren moet komen uit de overige omstandigheden.<sup>36</sup>

Zoals hiervoor kort naar voren kwam, zullen veel partijen geen rekening hebben gehouden met de coronacrisis bij het opstellen van transactiedocumentatie. Om die reden is het denkbaar dat omstandigheden die samenhangen met de coronacrisis van invloed zijn op de uitleg van de 'ordinary course'-bepaling. Dit kan zowel van invloed zijn bij de invulling van de positieve als de negatieve verplichting. Indien deze positieve verplichting algemeen is geformuleerd zal een rechter bij de uitleg hiervan onder andere kijken naar de lijst met negatieve verplichtingen.<sup>37</sup> Hier wordt over het algemeen uitgebreid over onderhandeld en bevat om die reden een aantal acties en besluiten die door de koper worden beschouwd als materiële wijzigingen met een potentieel negatief effect op de (waarde van) de doelvennootschap.

Voor de positieve verplichting is van belang hoe de 'ordinary course'-verplichting is opgeschreven en moet worden uitgelegd. Naar mijn idee kan een verkoper betogen dat zijn acties in de 'ordinary course' zijn indien concurrenten of vergelijkbare vennootschappen hetzelfde doen. In een aantal gevallen zal de betekenis van 'ordinary course' echter beperkter zijn, in die zin dat acties ook 'consistent with past practice' moeten zijn. Hierbij is het naar mijn idee redelijk om niet te kijken naar de afgelopen periode van economisch hoogtij, maar naar het handelen van de vennootschap in een voorgaande crisis.

Bij de negatieve verplichting zal de verkoper over het algemeen hebben bedongen dat de koper zijn toestemming hiervoor niet op onredelijke gronden zal onthouden. Wat redelijk is, is bij uitstek een vraag van uitleg. Het is bijvoorbeeld voorstelbaar dat de verkoper zich ertoe verplicht om voorafgaande aan levering niet zonder toestemming van de koper een groot aantal medewerkers te ontslaan of een bedrijfsonderdeel te verkopen. Mag de koper zijn toestemming voor deze acties onthouden indien dit ertoe leidt dat de doelvennootschap in betalingsproblemen komt? Aan de andere kant, is het gerechtvaardigd om een koper te verplichten deze acties te accepteren, terwijl deze ongetwijfeld negatieve gevolgen hebben voor de doelvennootschap? Naar mijn mening moet deze laatste vraag over het algemeen bevestigend worden beantwoord. Hierop zijn echter uitzonderingen denkbaar. Zo zou een koper bijvoorbeeld kunnen proberen om voor-

29 De Brauw 2017 par. 9.9.4.8. Hierin bespreekt De Brauw de 'ordinary course'-verplichting vanuit het perspectief van een openbaar bod. Veel van zijn beschouwingen zijn ook van toepassing op andere M&A-transacties.

30 Art. 7 lid 1 EG-concentratieverordening.

31 S. de Jong, 'De retoriek van gun-jumping', *M&M* 2018/2.

32 HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158 (*Haviltex*).

33 HR 19 januari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ3178 (*Meyer Europe/PontMeyer*).

34 HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101 (*Lundiform/Mexx*).

35 Rb. Amsterdam 2 mei 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:2948 (*Sandcape B.V./Kuwait Petroleum Europe B.V.*).

36 Rb. Amsterdam 2 mei 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:2948 (*Sandcape B.V./Kuwait Petroleum Europe B.V.*).

37 Rb. Amsterdam 2 mei 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:2948 (*Sandcape B.V./Kuwait Petroleum Europe B.V.*).

waarden te verbinden aan zijn goedkeuring of om nadere informatie kunnen vragen alvorens te beslissen over deze goedkeuring. Ook kunnen bepaalde acties zo bezwaarlijk zijn dat een koper hieraan in redelijkheid zijn goedkeuring niet hoeft te verlenen.

Tot slot kan aandacht worden besteed aan de verhouding tussen een MAC-clausule en de ‘ordinary course’-verplichting. Naar mijn idee strekt een ‘ordinary course’-verplichting in beginsel niet uit tot gevolg zijn van externe (markt) omstandigheden, zoals de coronacrisis. Hiervoor dient bij uitstek een beroep op een MAC of onvoorziene omstandigheden.

Indien partijen wel rekening hebben gehouden met de coronacrisis bij het opstellen van de transactiedocumentatie, zal weer meer betekenis toekomen aan de taalkundige uitleg. Hierbij is dus van belang dat partijen aandacht besteden aan de formulering van de ‘ordinary course’-verplichting.

### 3.3 De rol van het bestuur

In dit spanningsveld komt ook de rol van het bestuur van de doelvennootschap om de hoek kijken. Het bestuur moet zich bij de vervulling van zijn taak immers richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>38</sup> De invulling van dit belang hangt af van de omstandigheden van het geval. Indien er een onderneming is verbonden aan de vennootschap dan wordt het vennootschappelijk belang vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.<sup>39</sup> De hiervoor genoemde omstandigheden van het geval worden momenteel (vooral) beïnvloed door de coronacrisis. In hoeverre kunnen bijvoorbeeld, in tijden van corona, opgebouwde reserves worden gebruikt om de continuïteit van de vennootschap en daarmee verbonden onderneming te waarborgen?<sup>40</sup>

Bij het invullen van zijn rol en het vennootschappelijk belang, zal het bestuur ook aandacht moet besteden aan een bestaande ‘ordinary course’-verplichting. Het bestuur dient bij de vervulling van zijn taak immers zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van alle stakeholders. Hieronder valt ook het belang van de aandeelhouder en de potentiële koper.<sup>41</sup> Hoewel de drempel voor persoonlijke aansprakelijkheid hoog is, doet het bestuur er goed aan om zijn beslissingen niet in een te grote mate te laten afhangen van de wensen van de aandeelhouder en de potentiële koper indien dit niet in het belang is van de vennootschap.<sup>42</sup> In dit kader zal het bestuur een

beslissing in strijd met de ‘ordinary course’-verplichting kunnen onderbouwen door middel van een beroep op de potentiële negatieve gevolgen voor de vennootschap indien deze beslissing niet wordt genomen. Ook is het waarschijnlijk dat aan het bestuur in tijden van corona meer beleidsvrijheid toekomt.<sup>43</sup> Een voorbeeld van de hiervoor genoemde spanning tussen het naleven van een contract en het belang van de vennootschap is zichtbaar in de vorm van een ‘fiduciary out’ bij een openbaar bod.<sup>44</sup>

Daarnaast hangt dit type beslissingen sterk samen met de strategie van de vennootschap, welke een aangelegenheid is van het bestuur en niet van de aandeelhouder.<sup>45</sup>

### 3.4 Rechtsgevolgen

In het geval dat een koper in een Nederlandse M&A-transactie een succesvol beroep doet op de niet-nakoming van de ‘ordinary course’-verplichting dan is de volgende stap om te bepalen wat de rechtsgevolgen daarvan zijn. Voor zover deze niet in de overeenkomst zijn opgenomen, vallen we hiervoor terug op de wet.

De ‘ordinary course’-verplichting kent een aantal verschillende verschijningsvormen. In de meeste gevallen zal de ‘ordinary course’-verplichting zowel als een positieve als een negatieve verplichting voor de verkoper zijn geformuleerd. Een tekortkoming in de nakoming van deze verplichting verplicht de verkoper om de schade die de koper hierdoor lijdt te vergoeden.<sup>46</sup> Welke schade voor vergoeding in aanmerking komt, wordt bepaald overeenkomstig de wet, tenzij hiervoor een afwijkende regeling is opgenomen in de koopovereenkomst.<sup>47</sup>

Een belangrijke uitzondering bestaat indien de verkoper aannemelijk maakt dat de tekortkoming niet aan hem is toe te rekenen.<sup>48</sup> Deze overmachtsregeling wordt verder ingevuld in artikel 6:75 BW. Op grond van dit artikel kunnen, onder andere, in het verkeer geldende opvattingen leiden tot een toerekenbare tekortkoming. Hierbij kunnen de inhoud van garanties en de voorzienbaarheid van de omstandigheden die hebben geleid tot niet-nakoming van invloed zijn.<sup>49</sup> Ook kan het van belang zijn of het bestuur invloed had op de niet-nakoming, of geen keuze had. Indien een omstandigheid voorzienbaar was, komt de schuldenaar niet toe aan een beroep op overmacht. Een omstandigheid geldt in dit kader pas als voorzienbaar indien het intreden daarvan bij het aangaan van de koop-

38 Art. 2:239 lid 5 BW voor de BV.

39 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, r.o. 4.2.1 (*Roovers/Cancun Holding I*).

40 Zie in dit kader over de rol van de raad van commissarissen: J.W. Winter & E.L.H.M. van de Loo, ‘De rol van de raad van commissarissen ten tijde van nood’, *Ondernemingsrecht* 2020/69.

41 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, r.o. 4.2.2 (*Roovers/Cancun Holding I*).

42 Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2017/48. Zie in dit kader ook: HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959 (*Willemsen/NOM*).

43 C.J.C. de Brauw, ‘Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen’, *Ondernemingsrecht* 2020/85.

44 Zie ter achtergrond: De Brauw 2017 par. 5.1.10.7.2.

45 HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (*Boskalis/Fugro*). Zie over de invloed van de strategie op de uitleg van MAC-clausules: De Brauw 2017 par. 9.9.4.4.

46 Art. 6:74 BW.

47 Art. 6:95 e.v. BW.

48 HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1810 (*Eigen Haard*).

49 M.M. Olthof, in: *T&C BW*, art. 6:75 BW, aant. 4.

overeenkomst zo waarschijnlijk was dat een gemiddelde schuldenaar daarmee redelijkerwijs rekening zou hebben gehouden.<sup>50</sup> Dit is een enigszins vaag criterium, maar wel kan naar mijn idee worden aangevoerd dat het intreden van een pandemie voor een koper begin 2020 redelijkerwijs niet te voorzien was. Het is echter wel van belang om de inhoud van de hele koopovereenkomst in deze beoordeling te betrekken aangezien het risico op een pandemie in een MAC-clausule of garantie kan zijn verdisconteerd en om die reden mogelijk niet langer onvoorzienbaar is of krachtens rechtshandeling voor risico van de koper komt.<sup>51</sup>

Daarnaast moet de nakoming van de verbintenis blijvend onmogelijk zijn. Indien dit niet het geval is, moet de verkoper eerst in verzuim zijn.<sup>52</sup> Aangezien een 'ordinary course'-verplichting veelal een resultaatsverbintenis is om de activiteiten van de doelvennootschap op gebruikelijke wijze voort te zetten, zal het lastig zijn om een tekortkoming te herstellen.<sup>53</sup> Dit ligt anders indien deze verplichting als inspanningsverplichting is geformuleerd.

Een andere verschijningsvorm van de 'ordinary course'-verplichting is de garantie. Een van de functies van een garantie is het verdelen van risico's tussen koper en verkoper.<sup>54</sup> Deze garanties kunnen zowel op het tekenmoment als bij levering worden gegeven door de verkoper. Hiermee garandeert de verkoper de aan- of afwezigheid van een bepaalde omstandigheid. In tijden van corona zou een koper kunnen eisen dat de verkoper bij levering garandeert dat de 'ordinary course'-verplichting niet is geschonden. Indien een dergelijke garantie is opgenomen dan worden de rechtsgevolgen van een eventuele schending daarvan bepaald overeenkomstig de wettelijke conformiteitsregeling uit titel 7.1 BW. Vaak wordt toepasselijkheid van deze titel echter uitgesloten in een M&A-contract. Een schending van een garantie kan echter ook worden beschouwd als een tekortkoming in de nakoming, waarvoor de wettelijke remedies uit bijvoorbeeld artikel 6:74 BW openstaan.<sup>55</sup>

Voor beide hiervoor genoemde wijzen waarop een 'ordinary course'-verplichting in een koopovereenkomst kan voorkomen, geldt dat ontbinding vaak is uitgesloten. Een beroep hierop zal dus over het algemeen niet werken, tenzij dit naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.<sup>56</sup>

De minst voorkomende variant is de 'ordinary course'-verplichting als opschortende voorwaarde. De kern van een opschortende voorwaarde is dat de onderliggende verbintenis pas haar werking krijgt op het moment dat deze voorwaarde is vervuld.<sup>57</sup> Dit zal in een koopovereenkomst zijn opgenomen als een voorwaarde voor levering van de aandelen.

Uit het hiervoor gaande komt mijns inziens naar voren dat partijen door middel van een 'ordinary course'-bepaling een materiële wijziging van de doelvennootschap hebben willen voorkomen. Dit vertaalt zich meestal in een positieve en negatieve verplichting voor de verkoper, waaraan de koper in redelijkheid zijn medewerking moet verlenen. Ondanks dat de taalkundige betekenis als uitgangspunt geldt bij de uitleg van de deze verplichting, ziet de 'ordinary course'-verplichting in redelijkheid niet op besluiten die zijn ingegeven door externe (markt)omstandigheden als de coronacrisis. Naar mijn idee kan worden betoogd dat dit niet de strekking is van een 'ordinary course'-verplichting, maar eerder van een MAC-clausule.

#### 4. Conclusie en advies

Al met al kan op basis van het voorgaande worden geconcludeerd dat er een aantal haken en ogen zitten aan een beroep op niet-nakoming van een 'ordinary course'-verplichting in tijden van corona. Dit hangt vooral samen met de uitleg en strekking van de onderliggende bepaling. De taalkundige uitleg geldt hierbij als uitgangspunt, maar dit neemt niet weg dat de omstandigheden van het geval tot een andere conclusie kunnen leiden. Meer specifiek kan worden betoogd dat de 'ordinary course'-verplichting niet is geschonden vanwege de externe aard van de omstandigheden die hiertoe mogelijk aanleiding geven. Ook kan worden betoogd dat de koper zijn toestemming aan bepaalde besluiten van de doelvennootschap niet redelijkerwijs mag onthouden. Daarnaast moet de rol van het bestuur niet worden onderschat.

Indien wel vast komt te staan dat er sprake is van niet-nakoming van de 'ordinary course'-verplichting, moeten de rechtsgevolgen worden bepaald. Vaak zullen ontbinding en titel 7.1 BW zijn uitgesloten en valt de koper terug op de contractuele remedies en overige wettelijke remedies. Hierbij zou een verkoper kunnen betogen dat de tekortkoming niet toerekenbaar is vanwege de in het verkeer geldende opvattingen.

In verband met de hiervoor genoemde uitleg van de 'ordinary course'-bepaling, zal een beroep op een MAC of onvoorzienbare omstandigheden in bepaalde gevallen mogelijk meer kans van slagen hebben. Ondanks dat een beroep hierop lastig is, kan wel degelijk worden betoogd dat de gevolgen van de coronacrisis voor bepaalde vennoo-

50 Asser/Sieburgh 6-1 2016/354.

51 Tjittes & Hogeterp, *Ondernemingsrecht* 2020/68. Zie ook C. Cauffman & P. Croes, *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:75 BW, aant. 1.1.

52 Art. 6:74 lid 2 BW.

53 Rb. Amsterdam 2 mei 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:2948, *OR Updates* 2018-0076 (*Sandcape B.V./Kuwait Petroleum Europe B.V.*).

54 C. Karstens, 'Het doel van garanties bij bedrijfsovernames: informatie of risico?', *Contracteren* 2014/2.

55 R.P.J.L. Tjittes, 'Remedies bij inbreuken op garanties in overnamecontracten', *Contracteren* 2015/4.

56 Tjittes, *Contracteren* 2015/4.

57 Art. 6:22 BW.

schappen een significant negatief en structureel effect hebben. Dit negatieve effect moet echter worden onderscheiden van de negatieve gevolgen op de economie in zijn geheel. Hoewel dit vanzelfsprekend lijkt, geldt in alle hiervoor genoemde gevallen dat een beroep met voldoende redenen onderbouwd moet zijn om een rechter te overtuigen.

Voor nieuwe transacties geldt voor zowel de koper als de verkoper en, in mindere mate, de doelvennootschap dat zij er goed aan doen om de gevolgen van de coronacrisis expliciet in de transactiedocumentatie te verwerken.