



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Controlled auction in het Nederlandse rechtsbestel: De verhouding tussen de contractsvrijheid en de precontractuele fase

Hoogeveen, W.; Koster, H.

Citation

Hoogeveen, W., & Koster, H. (2021). Controlled auction in het Nederlandse rechtsbestel: De verhouding tussen de contractsvrijheid en de precontractuele fase. *Contracteren. Tijdschrift Voor De Contractspraktijk*, 2021(2), 48-54. doi:10.5553/Contr/156608932021023002004

Version: Publisher's Version
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3277851>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Controlled auction in het Nederlandse rechtsbestel

De verhouding tussen de contractsvrijheid en de precontractuele fase

W. Hoogeveen en prof. mr. H. Koster*

48

1. Inleiding

In de fusie- en overnamepraktijk wordt veelvuldig gebruikgemaakt van *controlled auctions* om ondernemingen tegen de gunstigst mogelijke voorwaarden te verkopen. De controlled auction is een onderhandse verkoop waarbij de onderneming wordt verkocht door middel van een gesloten veiling. Contractsvrijheid is bij controlled auctions het uitgangspunt.¹ Deze contractsvrijheid brengt met zich dat in het Nederlandse recht geen specifieke regelgeving voor controlled auctions bestaat. De voorwaarden en procedure die de controlled auction vormgeven, kunnen hierdoor volledig worden bepaald door de verkoper. Naast contractsvrijheid bepaalt ook de precontractuele redelijkheid en billijkheid het juridische kader van de controlled auction.²

De juridische aspecten van een controlled auction zijn onderbelicht, ondanks dat het in de praktijk een veelgebruikte verkoopmethode is. In dit artikel onderzoeken we welke positie de controlled auction inneemt in ons rechtssysteem en of deze positie aanpassing behoeft. Daarbij richt dit artikel zich op de procedure van de controlled auction en de bijbehorende documenten die

deze procedure vormgeven. Het doel is meer duidelijkheid te bieden over de juridische kwalificatie van de controlled auction. We gaan daarbij ook in op de economische theorie over veilingen. De economische rationale kan inzicht bieden in de vormgeving van efficiënte en optimale controlled auctions en zodoende wellicht ook in de vormgeving van regelgeving. Daarnaast is een aantal interviews gehouden met gebruikers van de controlled auction om de gebruiken in de procedure inzichtelijker te maken en ervaring en meningen vanuit de praktijk te vergaren.

2. Het proces van de controlled auction in Nederland

Wanneer er is besloten een onderneming te verkopen door middel van een controlled auction, zal gewoonlijk een financieel adviseur de financiële en economische positie van de onderneming in kaart brengen door het opstellen van een informatiememorandum.³ Dit informatiememorandum bevat vrijwel alle essentiële informatie die nodig is voor een primaire waardering van de onderneming. Het memorandum wordt niet onmiddellijk en onvoorwaardelijk vrijgegeven aan alle potentiële bidders op de markt. In plaats daarvan wordt doorgaans eerst een *teaser* opgesteld waarin een zeer beknopte ano-

* W. Hoogeveen is student Ondernemingsrecht en Behavioural Economics aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. H. Koster is verbonden aan de Universiteit Leiden en aan de Universiteit van Dubai.

1. M.J. Janssen & D.R. de Breij, Documentatie in de 'voorfase' van een transactie, TOP 2013/6, p. 214.

2. R.A.I. Snethlage, Controlled auctions: enige kanttekeningen, O&F 2001/58, p. 74.

3. D.A.M.H.W. Strik, Bid-rigging: to play or not to play. Over spelregels ter bewaking van de effectiviteit van controlled auctions, Ondernemingsrecht 2004/14, p. 522.

nieme beschrijving van het bedrijf wordt gegeven.⁴ Deze *teaser* wordt door de financieel adviseur verspreid onder potentiële kopers.

De financieel adviseur brengt vervolgens alle potentiële kopers van de onderneming in kaart die op basis van de *teaser* aangegeven hebben geïnteresseerd te zijn. Geselecteerde bidders ontvangen een procedurebrief over de controlled auction. Het doel van deze brief is het omschrijven van het proces van de controlled auction en het uiteenzetten van de regels van de auction.⁵ Onderwerpen die worden geregeld in de procedurebrief zijn normaliter: een beschrijving van de biedingsrondes, een voorgestelde tijdslijn, de mogelijkheden tot verstrekking van informatie, de deadlines en inhoudelijke vereisten van indicatieve en definitieve biedingen, de mogelijkheid om gedurende het proces de regels te veranderen en de onderhandelingen eenzijdig te beëindigen, en de uitsluiting van aansprakelijkheid.⁶ Zeer belangrijk in de procedurebrief is dat de verkoper zich het recht voorbehoudt om zonder opgaaf van reden de onderhandelingen eenzijdig af te kunnen breken. De partijen die akkoord gaan met de voorwaarden van het proces zullen een geheimhoudingsovereenkomst ontvangen en ondertekenen.⁷ Na ondertekening van de geheimhoudingsovereenkomst krijgen de partijen het complete informatie-memorandum ter beschikking gesteld.⁸

In de volgende fase kunnen de geïnteresseerde partijen een gesloten indicatief en niet-bindend bod uitbrengen.⁹ Alle indicatieve biedingen moeten voldoen aan dezelfde vereisten uit de procedurebrief, dit maakt de biedingen vergelijkbaar.¹⁰ Na de indicatieve biedingen vindt weer een selectie plaats en worden de geselecteerde partijen uitgenodigd voor verdere informatieverschaffing door ontmoetingen met het management en toegang tot een speciaal ingerichte dataroom.¹¹ De omvang van de informatie in de dataroom waarmee het due diligence-onderzoek wordt gedaan, kan per geval sterk verschillen. Die wordt afgestemd op het specifieke doel van het verkoopproces.¹² Aan de hand van de bevindingen uit de dataroom en de gesprekken met het management brengen de bidders vervolgens een bindend en gesloten bod uit. Bij het bindende bod dient wederom te worden voldaan aan de vereisten die volgen uit de procedurebrief. Dit zal in sterke mate dezelfde onderwerpen betreffen als bij het niet-bindende bod.¹³ Daarnaast zal een mark-up met wijzigingen van de door de verkoper

opgestelde conceptovereenkomst worden verwacht bij het bindende bod.¹⁴

De laatste fase is te karakteriseren als een bilaterale verkooponderhandeling. De verkoper maakt op basis van de bindende biedingen een keuze om verder te onderhandelen met één partij over de verkoop. Hoe deze fase precies verloopt, is op voorhand geregeld in de procedurebrief.¹⁵ De onderhandelingen kunnen plaatsvinden op basis van exclusiviteit indien dit is overeengekomen of was vooropgesteld in de procedurebrief. Het gebeurt echter vaak dat nog enige tijd met meerdere partijen wordt onderhandeld alvorens de onderhandelingen een-op-een worden.¹⁶ Het komt in de praktijk voor dat de verkoper gebruikmaakt van een *dripping max*-constructie, hetgeen inhoudt dat de verkoper teruggaat naar de beste bidders met het aanbod van de hoogste bidder in de hand, om er zo voor te zorgen dat de partijen hun biedingen verhogen.¹⁷ Zodoende kan de verkoper de prijs op blijven drijven.¹⁸ Deze fase wordt afgesloten wanneer de onderhandeling met de beste bidder is geslaagd.

3. Het juridische kader van de controlled auction

3.1 Contractsvrijheid

Contractsvrijheid brengt volgens Sieburgh met zich dat rechtssubjecten bij het sluiten van een overeenkomst niet worden belemmerd gebruik te maken van de mogelijkheid om een rechtsgevolg in het leven te roepen door middel van een wilsverklaring.¹⁹ Eenieder heeft hierdoor de vrijheid om een overeenkomst aan te gaan met een ander, maar ook om deze niet aan te gaan. Het staat de partijen vrij om de inhoud en voorwaarden van de overeenkomst zelf te bepalen.²⁰ Voor de controlled auction houdt dit in dat het partijen vrijstaat de procedure naar eigen wensen in te vullen. In beginsel impliceert deze vrijheid ook dat partijen zich de vrijheid voorbehouden om af te zien van een overeenkomst, ook gedurende de onderhandelingen.²¹

Het recht om zonder opgaaf van redenen de onderhandelingen eenzijdig af te kunnen breken komt voort uit contractsvrijheid en dient ter bescherming daarvan. Bescherming van deze vrijheid is voor multilaterale onderhandelingen van groot belang. Indien partijen te snel gebonden worden in de precontractuele fase doet dit onzes inziens ook af aan het doel van de controlled

4. Snethlage 2001, p. 73.

5. J.G.A. Struycken, NDA's, process letters, engagement letters, release letters en biedbrieven, *Contracteren* 2013/ 2, p. 75.

6. Janssen & De Breij 2013, p. 217.

7. Snethlage 2001, p. 73.

8. Strik 2004, p. 523.

9. Strik 2004, p. 523.

10. Janssen & De Breij 2013, p. 216. Zie voor voorbeelden van zaken die normaliter moeten worden vermeld in niet-bindende biedingen: Struycken 2013, p. 77.

11. Strik 2004, p. 522.

12. C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017/9.8.1.

13. Struycken 2013, p. 75.

14. Strik 2004, p. 522.

15. Snethlage 2001, p. 73.

16. Snethlage 2001, p. 73.

17. C.M. Sautter, Auction Theory and Standstill: Dealing with Friends and Foes in a Sale of Corporate Control, *Case Western Reserve Law Review* 2013/2, p. 541.

18. Struycken 2013, p. 75-76.

19. Asser/Sieburgh 6-III 2018/41.

20. Asser/Sieburgh 6-III 2018/41.

21. M.R. Ruygvoorn, Afbreken van onderhandelingen (Monografieën Privaatrecht, nr. 5), Deventer: Kluwer 2005/1.3.

auction om de juiste koper met de hoogste betalingsbereidheid te vinden. De vrijheid om te onderhandelen met alle potentiële kopers is essentieel om de juiste koper te vinden in de controlled auction.

Vanuit een rechtseconomisch perspectief is contractsvrijheid uitermate belangrijk gedurende de precontractuele fase. Contracteren dient namelijk voor beide partijen welvaartvermeerderend te zijn.²² Indien er te veel inbreuk wordt gemaakt op de contractsvrijheid, door middel van aansprakelijkheid, zullen partijen minder snel investeren in de precontractuele fase en zullen er minder overeenkomsten tot stand komen.²³ Ter bescherming van de effectiviteit van de controlled auction dient derhalve een kritische afweging te worden gemaakt tussen de inperking van de contractsvrijheid en de bescherming van de belangen van de partijen.

3.2 Precontractuele redelijkheid en billijkheid

Begrenzings van de contractsvrijheid vloeien onder meer voort uit het leerstuk van de precontractuele redelijkheid en billijkheid. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat partijen door in onderhandeling te treden in een bijzondere rechtsverhouding tot elkaar komen te staan.²⁴ Deze rechtsverhouding gedurende onderhandelingen wordt beheerst door de goede trouw. Dit brengt met zich dat partijen rekening moeten houden met de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij.²⁵ Deze goede trouw is in het huidige recht ingevuld door de redelijkheid en billijkheid.²⁶

Bij een controlled auction wordt de rechtsverhouding tussen de partijen uiteraard eveneens beheerst door de redelijkheid en billijkheid. Bij de onderhandelingen wil de verkoper echter zo min mogelijk gebonden worden, om zo de volledige controle te houden over het proces. Onzes inziens kan de verkoper wel de mate waarin rekening wordt gehouden met die belangen sterk beïnvloeden door helder te communiceren over de controlled auction. Dat wil zeggen: door op voorhand en gedurende het proces duidelijk te maken wat de verwachtingen van de bidders moeten zijn. Deze zullen laag zijn omdat de verkoper zich uitdrukkelijk het recht voorbehoudt om de procedure eenzijdig te wijzigen en te beëindigen. Heldere communicatie heeft als effect dat de contractsvrijheid groter zal zijn, omdat de gerechtvaardigde belangen van de bidders sneller in acht zijn genomen.²⁷ Daarnaast draagt hier ook aan bij dat in de praktijk doorgaans een exoneratiebeding opgenomen

wordt ten aanzien van de aansprakelijkheid bij het afbreken van de onderhandelingen.²⁸

De precontractuele redelijkheid en billijkheid als grondslag van aansprakelijkheid, het gerechtvaardigde vertrouwen in totstandkoming van de overeenkomst, gaat onzes inziens bovendien pas een rol spelen bij de (uiteindelijke) bilaterale onderhandelingen, omdat het in principe uitgesloten lijkt dat er voordien al rechtens relevant vertrouwen in het slagen van de onderhandelingen kan postvatten, aangezien dan bij iedereen bekend is dat er tegelijkertijd met meerdere partijen wordt onderhandeld. Ter bescherming van de contractsvrijheid bij controlled auctions nemen partijen bovendien normaliter op dat verplichtingen jegens elkaar pas ontstaan vanaf het moment dat het definitieve overnamecontract is getekend.²⁹ Een beroep op *subject to contract*- en/of *subject to signature*-bepalingen bij conflicten tijdens bilaterale onderhandelingen kan evenwel naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar worden geacht indien het rechtsgevolg via een andere route kan worden verwezenlijkt. In de praktijk gebeurt dat overigens niet zo vaak.³⁰

3.3 Afbreken van onderhandelingen

Het leerstuk van aansprakelijkheid wegens het afbreken van onderhandelingen gedurende de precontractuele fase vindt zijn grondslag in het arrest Plas/Valburg en is later nader uitgewerkt in onder meer het arrest CBB/JPO.³¹ Voordat deze arresten waren geweest, was de regel dat het partijen vrijstond de onderhandelingen te allen tijde af te breken.³² In het Plas/Valburg-arrest sprak de Hoge Raad zich voor het eerst met zoveel woorden uit over aansprakelijkheid voor het afbreken van onderhandelingen. De Hoge Raad overwoog dat de onderhandelingen niet meer zonder meer kunnen worden afgebroken indien gerechtvaardigd vertrouwen bestaat dat deze onderhandelingen in enigerlei overeenkomst zullen resulteren. Onduidelijk bleef evenwel wanneer dit gerechtvaardigd vertrouwen zich voordoet.³³ In het arrest CBB/JBO herhaalde de Hoge Raad dit in grote lijnen, maar dit keer benadrukte hij ook dat de partijen in beginsel vrij zijn de onderhandelingen af te breken. Daarmee werd door de Hoge Raad weer bevestigd dat contractsvrijheid uitgangspunt is in de precontractuele fase.³⁴

De beoordeling van de onaanvaardbaarheid van het afbreken in de lagere rechtspraak is sterk casuïstisch.³⁵ Het gaat niet om het subjectieve gerechtvaardigde vertrouwen van deze specifieke benadeelde partij, maar

22. W.C.T. Weterings, De rechtseconomische benadering van het contractrecht. Opmerkingen naar aanleiding van en bespreking van G. de Geest (Ed.), *Contract Law and Economics*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2011, Contracteren 2012/3, p. 112-113.
23. L.A. Bebchuk & O. Ben-Shahar, Precontractual reliance, *The Journal of Legal Studies* 2001/2 p. 433.
24. HR 15 november 1957, ECLI:NL:HR:1957:AG2023, NJ 1958/67, m.nt. L.E.H. Rutten (Baris/Riezenkamp).
25. HR 15 november 1957, ECLI:NL:HR:1957:AG2023, NJ 1958/67, m.nt. L.E.H. Rutten (Baris/Riezenkamp).
26. P.S. Bakker, Redelijkheid en billijkheid als gedragsnorm (Serie Recht en Praktijk CA6) (diss. Amsterdam VU), Deventer: Kluwer 2012/2.8.3; HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7337, r.o. 3.6 (CBB/JPO).
27. Bakker 2012/2.8.3.

28. R.P.J.L. Tjittes, De aansprakelijkheid voor afgebroken onderhandelingen – een kritisch overzicht, *RMThemis* 2016/5, p. 251.
29. R.P. Schrooten & B.C. Elion, (Potestatieve) voorwaarden in overnamecontracten: van theorie naar praktijk, *Contracteren* 2020/2, p. 61.
30. Tjittes 2016, p. 257-259; M.R. Ruygvoorn, Voorwaardelijke verbintenissen (Cahier Privaatrecht), *Ars Aequi Cahier* 2017/7.4.
31. HR 18 juni 1982, ECLI:NL:HR:1982:AG4405, NJ 1983/723, m.nt. C.J.H. Brunner (Plas/Valburg); HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7337, NJ 2005/46, m.nt. T Hartlief (CBB/JPO).
32. Ruygvoorn 2009/3.1.2.
33. Ruygvoorn 2009/3.1.4.
34. Tjittes 2016, p. 240.
35. Zie voor een uitgebreide jurisprudentieanalyse Ruygvoorn 2009/3.3.12.

om objectief vertrouwen: een gemiddelde onderhandelaar in de positie van de betreffende partij moet erop kunnen hebben vertrouwen dat een overeenkomst tot stand zou komen.³⁶ Dit heeft naar onze mening ook implicaties voor het mogelijke gerechtvaardigde vertrouwen bij een controlled auction. Partijen bij een controlled auction weten van meet af aan dat er wordt onderhandeld met meerdere partijen, en dat de verkoper niet gebonden wenst te worden zonder ondertekening van een definitief overnamecontract.³⁷ Het onderhandelen naast meerdere onbekende andere gegadigden brengt onzekerheid met zich over de concurrentiepositie van de onderhandelaar. Hij kan daardoor onzes inziens geen snelle eenduidige gerechtvaardigde conclusies trekken over de totstandkoming van de overnameovereenkomst. Deze totstandkomingsverwachtingen worden tevens door de procedurebrief sterk beperkt. Derhalve wordt niet eenvoudig voldaan aan de eis van objectief vertrouwen. Een vergelijkbare argumentatie geldt voor het aanknopingspunt van de Hoge Raad met betrekking tot de mate waarin partijen hebben meegewerkt aan het vertrouwen. De verkoper probeert gedurende de gehele procedure het gerechtvaardigd vertrouwen te minimaliseren, en daardoor zullen zijn gedragingen normaliter minder spoedig gerechtvaardigd vertrouwen kunnen opleveren.

De Hoge Raad benadrukt expliciet dat hij een 'strengere en tot terughoudendheid nopende' maatstaf heeft geformuleerd.³⁸ Volgens Ruygvoorn is deze strenge maatstaf gepast, omdat het een verstrekkende inbreuk maakt op het fundamentele rechtsbeginsel van contractsvrijheid.³⁹ Een dergelijke inbreuk moet volgens hem niet te lichtvoetig worden aanvaard. Wij delen deze mening: contractsvrijheid is een beginsel dat fundamenteel is voor een goed werkende markteconomie.⁴⁰

3.4 Reglement van de procedure

Zoals reeds opgemerkt, is de procedurebrief een belangrijk standaarddocument bij een controlled auction. De procedurebrief schept de voorwaarden waaronder de partijen mee kunnen doen aan de controlled auction en poogt zodoende het gerechtvaardigde vertrouwen te limiteren. Een vraag die echter rijst ten aanzien van de procedurebrief is: wat is de juridische waarde hiervan? De procedurebrief is doorgaans niet een stuk dat door de partijen bij de auction wordt ondertekend. Dit heeft als effect dat de procedurebrief niet zonder meer kan worden gezien als bindende overeenkomst, omdat geen sprake is van expliciete aanvaarding.⁴¹ Wel kan betoogd

worden dat er sprake is van impliciete aanvaarding. In de praktijk worden deze voorwaarden overigens vaak nogmaals geformuleerd in een geheimhoudingsovereenkomst of zal een andere overeenkomst verwijzen naar de voorwaarden en onderwerpen van de procedurebrief. Zo krijgen de procedurele voorwaarden van de controlled auction toch (wel) een contractuele verankering.⁴² Daarnaast kan worden betoogd dat wederkerigheid van de procedurebrief niet van belang is zolang de procedurebrief geen verplichting oplegt aan de bidders. De procedurebrief mag alleen maar eenzijdige voorwaarden voor het proces geven.⁴³ Deze eenzijdige voorwaarden worden veelal gecombineerd met de tweezijdige geheimhoudingsovereenkomst.⁴⁴

De procedurebrief is van belang mocht het tot afbreken van de onderhandelingen komen. De verkoper maakt met de procedurebrief immers de regels van de controlled auction op voorhand duidelijk aan de bidders en bakent daarmee af wat partijen over en weer van elkaar mogen verwachten. Daarbij dient te worden bedacht dat het niet mogelijk is de redelijkheid en billijkheid bij een controlled auction contractueel uit te sluiten;⁴⁵ dit zou een vrijbrief zijn voor partijen om zich onredelijk te gedragen, iets wat maatschappelijk onaanvaardbaar is en in strijd is met de openbare orde.⁴⁶ Zoals wij al eerder opmerkten, kan de verkoper wel de mate waarin rekening wordt gehouden met die belangen sterk beïnvloeden door helder te communiceren over de controlled auction. Zodoende heeft de procedurebrief in de controlled auction juridische waarde door middel van de invloed die hij heeft op het gerechtvaardigde vertrouwen.

3.5 Afwijking van het proces zoals gesteld in de procedurebrief

Uit de jurisprudentie lijkt te volgen dat heldere communicatie ook essentieel is voor de mogelijkheid om af te wijken van de op voorhand gestelde procedure. Het veranderen of niet vasthouden aan de gestelde regels van de procedure zonder hierover transparant te zijn, kan ongewenste effecten hebben.

Zo was in de zaak de Staat/Broadcast Newco Two voorafgaand aan een controlled auction medegedeeld dat indien er werd overgegaan tot verkoop via een controlled auction, de verkoper een transparant verkoopproces zou doorlopen; ook werd de gelijkheid van de bidders gegarandeerd.⁴⁷ De verkoper ging over tot een controlled auction en deelde dit niet mee aan de eiser in de procedure. De eiser werd op eigen verzoek naderhand toegelaten tot de controlled auction, maar kreeg een aanzienlijk kortere termijn om de geheimhoudingsovereenkomst te tekenen en een niet-bindend bod uit te

36. F.J. de Vries, *De overeenkomst in het algemeen* (Monografieën BW, nr. B54), Deventer: Wolters Kluwer 2016/4.66.

37. Schrooten & Elion 2020, p. 61; Tjittes 2016, p. 258; Bakker, *Drafting tips & skills: 'subject to clauses'*, ORP 2019/2, p. 23.

38. HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7337, r.o. 3.7, NJ 2005/46, m.nt. T Hartlief (CBB/JPO).

39. Ruygvoorn 2009/3.3.11; T. Hartlief, annotatie bij ECLI:NL:HR:2005:AT7337, NJ 2005/46 (CBB/JPO).

40. P. Cserne, *Freedom of Contract (and Economic Analysis)*, in: J. Backhaus e.a. (red.), *Encyclopedia of Law and Economics*, New York: Springer 2015, p. 233.

41. Strik 2004, p. 522.

42. Dit bleek ook uit de afgenomen interviews; Strik 2004, p. 527.

43. Struycken 2013, p. 75.

44. Janssen & De Breij 2013, p. 214.

45. Bakker 2012/3.5.3.

46. Asser/Sieburgh 6-III 2018/392.

47. Rb. 's-Gravenhage (vzr.) 29 juli 2005, ECLI:NL:RBSGR:2005:AU0262, r.o. 1.7, JIN 2005/349.

brenge⁴⁸. De voorzieningenrechter oordeelde dat mede gelet op de toezeggingen wat betreft de transparantie en gelijkheid van bieders, het de verkoper niet vrijstond om kortere termijnen te stellen. Door de toezeggingen was bij de potentiële bieders een opgewekt vertrouwen ontstaan. Tevens was het niet toegestaan om minder informatie te verstrekken aan bepaalde bieders – zij zouden hierdoor in hun belangen geschaad zijn.⁴⁹ De voorzieningenrechter verbood uiteindelijk de voortzetting van de controlled auction.⁵⁰

Uit het vonnis volgt dat afspraken die worden gemaakt over de voorwaarden waaronder een controlled auction wordt gehouden, bindend voor partijen zijn, ongeacht of ze vastgelegd zijn in een schriftelijke overeenkomst (nu wilsovereenstemming immers evengoed mondeling kan worden bereikt). Gedane toezeggingen over het proces moeten worden nageleefd. Indien dit niet gebeurt en de bieders daardoor in hun belangen worden geschaad, kan de verkoper door de rechter worden teruggefloten. Dit neemt niet weg dat de verkoper de regels van de controlled auction eenzijdig kan wijzigen, mits dit is meegeëeld aan de bieders.

Een ander voorbeeld uit de lagere rechtspraak is de zaak *Stoas/Van Dijk*. Van Dijk was in de laatste biedingsronde van de controlled auction de hoogste bidder en kreeg exclusiviteit. Voorwaarde voor de transactie was dat Van Dijk schriftelijk, binnen een bepaalde termijn, moest bevestigen dat het due diligence-onderzoek naar tevredenheid was afgerond.⁵¹ Van Dijk vroeg een verlenging aan van de termijn voor het onderzoek. Dit werd door Stoas niet verleend.⁵² Stoas nam vervolgens een bod van een andere partij in overweging, om daarna met die andere partij in onderhandeling te treden.⁵³ De rechtbank oordeelde dat het niet verlenen van verlenging van de termijn niet onredelijk was. Het stond de partijen vrij om hier afspraken over te maken.⁵⁴ De rechtbank oordeelde dat ondanks het verbreken van de exclusiviteit Stoas toch de onderhandelingen af mocht breken. Dit kwam doordat Van Dijk niet had voldaan aan de voorwaarde, hetgeen uitdrukkelijk was afgesproken.⁵⁵

4. De auction theory

4.1 Inleiding

Elementaire economische intuïtie suggereert dat het competitieve principe van een veiling ervoor zorgt dat de onderneming zal worden verkocht tegen de hoogst

mogelijke prijs. Doordat veel verschillende bieders participeren, wordt een setting gecreëerd waarin bieders worden gestimuleerd om agressief te bieden.⁵⁶ Agressief biedgedrag kan leiden tot overschatting van de waarde en opdrijving van de prijs.⁵⁷ Daarnaast valt te beargumenteren dat een veiling uitgezet onder een breed publiek grotere kansen biedt om de bidder met de hoogste betalingsbereidheid te vinden.⁵⁸ Dit wordt door de recente Nobelprijswinnaar Milgrom geduid als het *tatonnement*-proces. Milgrom stelt dat het van belang is dat de veiling gebruikmaakt van reële toewijding waarbij de bieders moeten investeren in het veilingproces.⁵⁹

Veilingen worden opgezet omdat de verkoper geen zekerheid heeft over de waarderingen van de potentiële kopers. Indien de verkoper deze zekerheid wel had gehad, was hij direct gaan onderhandelen met de bidder met de hoogste waardering.⁶⁰ Deze informatieasymmetrie is een van de redenen om een onderneming te verkopen via een controlled auction. De verkoper behoudt zo de mogelijkheid om informatie selectief te delen en zodoende de partij met de hoogste betalingsbereidheid te vinden.⁶¹

De reserveringsprijs van de partijen in de veiling is tevens van groot belang. De reserveringsprijs van de verkoper is de prijs waarvoor hij minimaal wil verkopen.⁶² De reserveringsprijs van de bidder is de prijs waartegen hij maximaal wil kopen.⁶³ De prijs die zal worden betaald, zal in beginsel liggen tussen de reserveringsprijs van de op een na hoogste bidder en de hoogste bidder. Door de veiling te optimaliseren tracht de verkoper de prijs zo dicht mogelijk bij de reserveringsprijs van de uiteindelijke hoogste bidder te krijgen.⁶⁴

4.2 Optimale opzet qua bieders

Ten aanzien van het genereren van de hoogst mogelijke opbrengst is het van belang dat de verkoper het juiste aantal bieders in de veiling laat participeren. Het uitgangspunt in de *auction theory* is dat de waardering van de bieders dichter bij hun werkelijke waardering komt naarmate het aantal bieders groter wordt.⁶⁵ Dit heeft als gevolg dat de biedingen dus ook hoger worden

48. Rb. 's-Gravenhage (vzr.) 29 juli 2005, ECLI:NL:RBSGR:2005:AU0262, r.o. 1.13, JIN 2005/349.
 49. Rb. 's-Gravenhage (vzr.) 29 juli 2005, ECLI:NL:RBSGR:2005:AU0262, r.o. 3.2, JIN 2005/349.
 50. Rb. 's-Gravenhage (vzr.) 29 juli 2005, ECLI:NL:RBSGR:2005:AU0262, r.o. 3.6, JIN 2005/349.
 51. Rb. Amsterdam 22 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6894, r.o. 2.6.
 52. Rb. Amsterdam 22 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6894, r.o. 2.8.
 53. Rb. Amsterdam 22 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6894, r.o. 2.9.
 54. Rb. Amsterdam 22 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6894, r.o. 4.11.
 55. Rb. Amsterdam 22 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6894, r.o. 4.12.

56. J.K. Goeree & T. Offerman, Competitive Bidding in Auctions with Private and Common Values, *The Economic Journal* 2003/489, p. 609-610.
 57. D.G. De Silva e.a., The impact of public information on bidding in highway procurement auctions, *European Economic Review* 2008/1, p. 174.
 58. A.L. Boone & J.H. Milherin, Is There One Best Way to Sell a Company? Auctions Versus Negotiations and Controlled Sales, *Journal of Applied Corporate Finance* 2009/3, p. 30.
 59. P.R. Milgrom, Putting auction theory to work, Cambridge, VS: Cambridge University Press 2004, p. 5.
 60. V. Krishna, *Auction Theory*, San Diego: Academic Press 2002, p. 2.
 61. J. Bulow & P. Klemperer, Why do sellers (usually) prefer auctions, *American Economic Review* 2009/4, p. 1546.
 62. Krishna 2002, p. 21.
 63. T. Borgers & E. van Damme, Auction theory for auction design, in: M. Janssen (red.), *Auctioning Public Assets Analysis and Alternatives*, Cambridge: Cambridge University Press 2004, p. 55-56.
 64. J. Bulow & P. Klemperer, Auctions vs. Negotiations, *National Bureau of Economic Research* 1996/1, p. 182.
 65. S. Dasgupta & R.G. Hansen, Auctions in corporate finance, in: T. Espen Eckbo, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier 2007, p. 90-92.

en daarmee de opbrengst van de verkoper groter wordt.⁶⁶ In de regel blijven de bidders bij sterke concurrentie achter met een minimaal surplus en is de winst van de verkoper het hoogst.⁶⁷ De verkoper is er dus bij gebaat om zo veel mogelijk bidders in de veiling te laten participeren.

Empirisch onderzoek toont aan dat dit principe in de praktijk niet altijd wordt nageleefd. Uit een data-analyse van Boone en Mulherin in de Verenigde Staten blijkt een kwart van de ondernemingen te worden verkocht door middel van een grootschalige veiling waarin elke bidder kan participeren. Ook blijkt dat de helft van de ondernemingen wordt verkocht via rechtstreekse een-op-een onderhandelingen.⁶⁸ Er bestaat dus een discrepantie tussen de theorie en de praktijk. Recenter onderzoek naar overnames toont aan dat de afweging tussen een veiling en een-op-een onderhandelingen afhangt van meerdere factoren, zoals variatie van bidders, risicoaversie en de industrie waarin de verkopende onderneming actief is.⁶⁹ Daarbij moet de verkoper per geval kijken naar de specifieke factoren die van invloed zijn en dus kiest hij in de praktijk niet altijd voor een veiling.

4.3 Rol van informatie op de prijs

Een van de algemene principes van de *auction theory* is dat de verkoper de prijs omhoog kan drijven door informatie te verstrekken over de onderneming.⁷⁰ In essentie stelt het principe dat de verkoper door informatiever-schaffing de waardering van bidders verhoogt en daarmee de verwachte opbrengst van de veiling vergroot. Door deze informatie over de werkelijke waarde van de onderneming komen de geschatte waarderingen van de bidders dichterbij de werkelijke waarde.⁷¹ Dit komt ten gunste van de verwachte opbrengst van de verkoper. Ook neemt hierdoor de variantie van de waarderingen onder bidders af, wat als gevolg heeft dat de reserveringsprijs stijgt.⁷²

Daarnaast kan het vrijgeven van privé-informatie aan een enkele bidder leiden tot informatieasymmetrie onder de bidders. Dit wordt in de praktijk veelvuldig gedaan bij controlled auctions.⁷³ Doordat waarderingen deels afhangen van de waardering en signalen van deze enkele geïnformeerde bidder, zullen alle bidders de onderneming hoger waarderen.⁷⁴ Hierdoor zal de verwachte opbrengst van de veiling stijgen, omdat de betalingsbe-

reidheid ook zal stijgen.⁷⁵ Boone en Mulherin stellen dat bij de verkoop van ondernemingen de kosten van de informatie per geval sterk verschillen, waardoor het niet efficiënt kan zijn om alle informatie vrij te geven en verkopers niet altijd een weidse veiling uit zullen zetten.⁷⁶

De aard van de informatie, de markt en de partijen die beschikking krijgen over de informatie kunnen dus de rendabiliteit van het vrijgeven van informatie bepalen. Hierbij moet de verkoper per geval beoordelen of het rendabel is om de informatie vrij te geven – dit heeft een sterk casuïstisch karakter. Het is dus geen gegeven feit dat meer informatie prijsgeven altijd voordelig is voor de verkoper. Daardoor zijn wij van mening dat het de effectiviteit van de controlled auction niet altijd ten goede komt indien er gelijkheid van bidders bestaat. Deze gelijkheid impliceert immers dat de informatiever-schaffing niet meer selectief plaats mag vinden. Hierdoor ontnemt men dus de verkoper een belangrijk waardegenererend mechanisme in een veiling.

4.4 Bidders en informatie in een controlled auction

Enkele keuzes in de procesvormgeving van de controlled auction kunnen niet worden verklaard door de normale *auction theory*, maar komen in de praktijk wel vaak voor. Ten eerste laten verkopers maar een gelimiteerd aantal bidders participeren. Daarnaast beperken verkopers de informatievoorziening aan bidders.⁷⁷ Zoals reeds besproken, stijgt de verwachte opbrengst voor de verkoper indien het aantal bidders toeneemt. In een controlled auction daarentegen wordt het aantal bidders gelimiteerd door de verkoper en de vorm van de veiling.⁷⁸ Uit de theorie blijkt dat het in sommige type veilingen voordelig kan zijn om het aantal bidders te beperken, maar dat dit uitzonderlijk is.⁷⁹ In die gevallen is de verkoper passief in het proces van wering van bidders.⁸⁰ Dit is anders bij controlled auctions; daar worden potentiële bidders door de verkoper zelf buiten de veiling gehouden. Bestaande modellen geven geen eenduidige verklaring voor deze actieve strategie van verkopers.

Ook het beperken van de informatie aan de bidders gaat in tegen de algemene theorie. In de praktijk wordt niet alle informatie vrijgegeven aan de bidders. Dit kan worden verklaard door het principe van competitieve informatiekosten.⁸¹ Dat houdt in dat de verkoper gedurende het proces een balans moet vinden tussen het vrijgeven van informatie en het aantal bidders dat deze informatie ontvangt. Het vrijgeven van gedetailleerde informatie is mogelijk op zichzelf een bron van vermindering van waarde van de onderneming, omdat concurrenten deze informatie ontvangen en zij hun gedrag kunnen afstemmen op deze informatie, wat tot een

66. Dasgupta & Hansen 2007, p. 94.

67. Dasgupta & Hansen 2007, p. 93.

68. Boone & Mulherin 2009, p. 31.

69. N.E. Aktas, E. de Bodt & R. Roll, Negotiations under the Threat of an Auction, *Journal of Financial Economics* 2010/2, p. 243-244; R. Vasu, Auctions or Negotiations? A Theory of How Firms are Sold (Working paper), 2018, p. 5.

70. R. Engelbrecht-Wiggans, P.R. Milgrom & R.J. Weber, Competitive bidding and proprietary information, *Journal of Mathematical Economics* 1983/2, p. 162-163.

71. Dasgupta & Hansen 2007, p. 108.

72. R.P. McAfee & J. McMillan, Auctions and bidding, *Journal of Economic Literature* 1987/2, p. 722.

73. Dit bleek uit de afgenomen interviews.

74. V. Mares & R.M. Harstad, Private information revelation in common-value auctions, *Journal of Economic Theory* 2003/2, p. 269-270.

75. Boone & Mulherin 2009, p. 33.

76. Boone & Mulherin 2009, p. 34.

77. R.G. Hansen, Auctions of companies, *Economic Inquiry* 2001/1, p. 32.

78. Hansen 2001, p. 32.

79. P. Klemperer, 'Auction Theory: A Guide to the Literature', *Journal of Economic Surveys* 1999, p. 238-239.

80. M. Gentry & T. Li, Identification in auctions with selective entry, *Econometrica* 2014/1, p. 334.

81. Hansen 2001, p. 33.

waardedaling van de onderneming leidt.⁸² Er bestaat dus een negatief verband tussen de hoeveelheid vrijgegeven informatie en het aantal bidders: naarmate meer bidders participeren in de veiling, zal ook de kans op vermindering van de waarde van de onderneming toenemen. Door dit negatieve verband is het voor de verkoper van belang dat hij een optimaal aantal bidders in de veiling laat participeren en de informatievervalsing controleert.

4.5 Optimale aantal bidders en vrijgegeven informatie

In een controlled auction kan een verkoper het aantal bidders en informatie goed controleren. Indien de verkoper goed in controle blijft over het verkoopproces, controleert hij de informatiestroom richting de bidders. In het informatiememorandum kan de verkoper selectief informatie opnemen waarvan de kosten niet te hoog zijn. Dit geldt tevens voor de informatie in de dataroom. Daarnaast zal de verkoper zo min mogelijk verplichtingen aangaan met de bidders gedurende het proces, waardoor hij vrij is informatie te verstrekken op de wijze die hij zelf het meest geschikt acht. Bidders in het proces staan in beginsel niet op gelijke voet. De verkoper is dus niet verplicht alle informatie met alle bidders te delen, maar kan dit selectief doen. Dit mechanisme kan worden gebruikt door de verkoper om informatie in de veiling optimaal te alloceren, om zo de veiling zo efficiënt mogelijk vorm te kunnen geven.

Een kanttekening hierbij is dat het gebruikelijk is om bidders een geheimhoudingsovereenkomst te laten tekenen voordat zij gevoelige informatie ter beschikking krijgen. Hierdoor zou de vertrouwelijkheid van de informatie in beginsel moeten zijn gegarandeerd. Het is van belang dat de omvang van de geheimhoudingsplicht scherp wordt geformuleerd en dat een goede administratie wordt bijgehouden van de verstrekte gegevens, om zo lastige bewijsvraagstukken voor te zijn.⁸³ Indien informatie die onder de geheimhoudingsovereenkomst valt uitlekt, is het voor de verkoper echter vaak moeilijk vast te stellen waar het lek heeft plaatsgevonden.⁸⁴ Zelfs al heeft de verkoper een idee welke partij de geheimhoudingsovereenkomst heeft geschonden, is het lastig om dit te bewijzen en om de omvang van de schade vast te stellen.⁸⁵

Stringente regelgeving wat betreft de gelijkheid van bidders en de informatievervalsing zou ervoor kunnen zorgen dat het hiervoor genoemde selectiemechanisme niet meer kan worden geëffectueerd. De verplichting om alle bidders dezelfde informatie te verschaffen kan dan leiden tot een daling van de verwachte waarde van de veiling. Daarnaast hebben in dat geval ook echt alle bidders, ongeacht hun concurrentiepositie, toegang tot de informatie, wat als uitgangspunt, gelet op het voorgaande, niet wenselijk lijkt. Zoals hiervoor is opgemerkt,

is maatwerk nodig om een veiling efficiënt en effectief te laten verlopen en dit kan per veiling sterk verschillen. Uniformiseren van de procedure komt daarom vanuit het economische perspectief van de verkoper waarschijnlijk de algehele effectiviteit niet ten goede.

5. Conclusie

In dit artikel hebben wij de positie van de controlled auction in het Nederlandse recht nader belicht en onderzocht of de controlled auction daarin een adequate behandeling krijgt.

Uit de beschikbare literatuur en jurisprudentie komt onzes inziens een goed functionerend systeem naar voren. Een kleine nuancering is wel dat in dit systeem veel macht bij de verkoper ligt. Door de macht van de verkoper gedurende de procedure hebben (potentiële) bidders een zwakke positie gedurende de verkoop. Door middel van de procedurebrief en het multilaterale karakter van de controlled auction is gerechtvaardigd vertrouwen niet snel aan de orde. De precontractuele redelijkheid en billijkheid gaat onzes inziens bovendien pas een prominente rol spelen bij de (uiteindelijke) bilaterale onderhandelingen. Enige mate van bescherming is er wel. Uit de jurisprudentie lijkt namelijk te volgen dat heldere communicatie over de procedure essentieel is voor de mogelijkheid om af te wijken van de op voorhand gestelde procedure. Het veranderen of niet vasthouden aan de gestelde regels van de procedure zonder hierover transparant te zijn, kan ongewenste effecten hebben. Verkopers zijn, kortom, gehouden helder te communiceren over de controlled auction. Bidders weten dan waar ze aan toe zijn.

Vanuit een economisch perspectief blijkt dat de theorie over veiling niet altijd opgaat voor controlled auctions. In de praktijk dient het optimale aantal bidders bij de verkoop van een onderneming sterk casuïstisch te worden bepaald, wil de veiling maximaal waardegenererend zijn. Derhalve zijn wij van mening dat gelijke informatievervalsing en gestandaardiseerde regelgeving de effectiviteit van de controlled auction niet zullen bevorderen.

Kort en goed, ook zonder specifieke regelgeving krijgt de controlled auction een adequate behandeling in het Nederlandse rechtsbestel. De huidige positie van de controlled auction in het Nederlandse recht behoeft onzes inziens derhalve geen aanpassing.

82. Hansen 2001, p. 33-34.

83. Janssen & De Breij 2013, p. 215.

84. Struycken 2013, p. 75.

85. H.J. de Kluiver, Overnamecontracten, letters of intent en garanties, O&F 2003/58, p. 37.