

Due Diligence procedures

Citation for published version (APA):

Brink, M. (2008). *Due Diligence procedures*. <https://doi.org/10.26481/dis.20081106mb>

Document status and date:

Published: 01/01/2008

DOI:

[10.26481/dis.20081106mb](https://doi.org/10.26481/dis.20081106mb)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Samenvatting

Dit boek bevat de neerslag van de poging om een landkaart te tekenen van het fenomeen *due diligence* zoals dat in het Nederlands recht een plaats heeft verworven. Er werd tot dusverre met enige regelmaat in de literatuur aandacht aan het verschijnsel *due diligence* gegeven, maar een overzicht ontbrak.

Teneinde het onderwerp in kaart gebracht te krijgen is eerst een begripsomschrijving gegeven en is ingegaan op de eigen plaats van een *due diligence* onderzoek te midden van andere vormen van onderzoek (hoofdstuk 1). Na een blik op de herkomst van het fenomeen *due diligence* (als activiteit ter vermindering van risico en aansprakelijkheid in de Angelsaksische transactiepraktijk) en over de grens (Duitsland, Engeland en Frankrijk), wordt besproken op welke informatie een *due diligence* onderzoek zich gemeenlijk richt. Een eerste plaatsbepaling van het onderzoek stelt een *due diligence* onderzoek apart van andere soorten van onderzoek, zoals bijvoorbeeld een periodiek accountantsonderzoek, een waardeonderzoek of een onderzoek ten behoeve van een *risk management* project.

Een *due diligence* onderzoek is een instrument dat wordt gebruikt bij het tot stand brengen van transacties in de zakelijke sfeer.

Een equivalent voor het begrip *due diligence* in het Nederlands zou “gepaste voorzichtigheid” zijn of “verschuldigde oplettendheid”. Een *due diligence* onderzoek komt aan de orde wanneer er sprake is van een wijziging in de zeggenschap over een rechtspersoon of in de eigendom van een onderneming of er een (andere) financiële transactie van betekenis aan de orde is. Te denken valt aan beursintroductions, fusies, overnames, het aangaan van *joint ventures*, het nemen van een financiële of juridische deelneming of het tot stand brengen van leningsarrangementen of andere financiële transacties. Een bijzondere vorm van onderzoek is de zogenaamde *customer due diligence*, het onderzoek dat van dienstverleners in de financiële markt verlangd wordt naar de identiteit en het risicoprofiel van hun cliënten.

Waar het bij de meeste van de hier voor bedoelde transacties van “buitenaf” niet te zien is of er in de doelwitvennootschap of bij de wederpartij aansprakelijkheden aan de orde (kunnen) zijn (“lijken in de kast”) wordt een onderzoek uitgevoerd om teleurstellingen achteraf zoveel mogelijk te vermijden. Of er gesproken kan worden van “gepaste” voorzichtigheid of van “verschuldigde” oplettendheid, komt in het boek aan de orde. Afgezien van situaties waarin de Wet financieel toezicht het instellen van een onderzoek verlangt, is er in Nederland geen wettelijke regel met een verplichting om voorafgaand aan het aangaan van een transactie een onderzoek in te stellen. Van verschuldigdheid in de zin van een verplichting kan in het algemeen dus niet worden gesproken. Niettemin kan het nalaten van een zorgvuldige oriëntatie omtrent de betrouwbaarheid van een wederpartij en het voorwerp van een transactie tot grote nadelen leiden. Daarom luidt één van de stellingen in dit proefschrift, dat het uitvoeren van een *due diligence* onderzoek gerekend moet worden tot de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Het nalaten van een onderzoek, kan leiden tot de kwalificatie dat er sprake is van wanbeleid (artikel 2:355 BW) en onder omstandigheden van onbehoorlijk bestuur (artikel 2:9 BW). De Nederlandse Corporate Governance Code zou nadrukkelijker tot uitdrukking moeten brengen dat het verrichten van een acquisitie zonder naar vermogen een *due diligence* onderzoek uit te (doen) voeren niet aanvaardbaar is. Voorgescreven zou ook moeten worden dat in het geval dat een openbaar bod wordt aangekondigd de doelwitvennootschap een kerncommissie zou moeten instellen uit de raad van commissarissen (of bestaande uit algemene bestuurders in een *one tier* systeem). Die commissie zou het stuur gedurende de periode van besluitvorming over het bod in handen moeten nemen. Die kan ook toezien op een gelijke behandeling van partijen die inzage in informatie van de doelwitvennootschap willen nemen en er voor zorgen dat al het mogelijke wordt gedaan om misbruik van voorwetenschap te voorkomen.

Een *due diligence* onderzoek komt voor in veel verschijningsvormen. Het wordt voor diverse doeleinden verricht. In hoofdstuk 2 worden die verschillende verschijningsvormen en toepassingen besproken. In het volgende hoofdstuk (3) met de titel “*causa efficiens*, aanleiding voor het instellen van een *due diligence* onderzoek” (rechtstreekse, onmiddellijke oorzaak) wordt meer in het bijzonder ingegaan op de redenen waarom een opdrachtgever aanleiding zal zien om een *due diligence* onderzoek te laten uitvoeren. Aandacht wordt gegeven aan de betekenis welke het inzetten van een dergelijk onderzoek en de uitkomst daarvan kan hebben in de strategie van onderhandelingen over een transactie. Ieder van de bij een transactie betrokken partijen heeft een eigen agenda. De belangen divergeren. Het tijdstip waarop een onderzoek wordt uitgevoerd en de manier waarop zijn niet zelden een integraal onderdeel van de strategie van beide partijen om de eigen agenda zoveel mogelijk gerealiseerd te krijgen. In relatie daarmee zijn aspecten als geheimhouding en een denkbare exhibitieplicht (artikel 843 Rv.) van betekenis. Hoeveel informatie wil men op welk tijdstip verkrijgen – of, al naar gelang het geval, prijsgeven – en welke resultaten van een onderzoek zal men willen of moeten delen met de andere partij? Op vragen welke daarmee samenhangen wordt ingegaan in hoofdstuk 10 en 11.

In hoofdstuk 4 wordt gezien hoe het fenomeen *due diligence* past in het in ons land geldende rechtstelsel. Nu het fenomeen *due diligence* in het Nederlands recht geen eigen plaats kende, moest die plaats worden gevonden door middel van kwalificatie van de verschillende elementen welke daarin te onderscheiden zijn. Dit leidde tot de toepassing van de leerstukken van de onderzoeksplicht en de mededelingsplicht, zoals die zich in ons recht hebben ontwikkeld. De leerstukken die ten grondslag liggen aan de leerstukken van een onderzoeksplicht en een mededelingsplicht worden in hoofdstuk 5 besproken met de beperking welke past bij een boek dat over *due diligence* gaat en niet over de leerstukken van dwaling, conformiteit, bedrog, onrechtmatige daad of wanprestatie zelf. De leerstukken van de onderzoeksplicht en mededelingsplicht hebben vooral een profiel verworven in de rechtspraak en de literatuur. De transacties waarbij een *due diligence* onderzoek te pas komt onderscheiden zich van gewone consumententransacties door hun omvang en complexiteit en het daarmee gemoeide financiële belang. Ook doordat het transacties betreft die zich over het algemeen niet gemakkelijk weer ongedaan laten maken. Sommigen menen dat een ander kenmerk is dat het om transacties gaat welke door professionele partijen – ondernemers - worden verricht. Ondernemers zullen weliswaar meer ervaring hebben met het aangaan van transacties in het algemeen dan gewone consumenten, maar de categorie van besluiten waarbij een *due diligence* onderzoek aan te raden is, kan ook voor ondernemers een incidentele ervaring betreffen. Niet elke ondernemer koopt of verkoopt regelmatig ondernemingen of sluit bij voortdurende omvangrijke financiële transacties af.

De voor de ontwikkeling van de leerstukken van een onderzoeksplicht en een mededelingsplicht meest relevante uitspraken van ons hoogste rechtscollege in de periode 1958 tot en met 2000 worden geïnventariseerd. Dit is de periode waarin in ons land het leerstuk van *due diligence* meer handen en voeten heeft gekregen. Stilgestaan wordt bij de belangrijkste literatuur uit die periode. De rechtspraak leverde voor de *due diligence* praktijk in een aantal opzichten duidelijkheid op. Er werd jurisprudentie gevormd die rechtstreeks betrekking had op de koop en verkoop van aandelen en ondernemingen, hetgeen iets anders is dan de koop en verkoop van tweede hands auto's, huizen, geiten of andere enkelvoudige goederen. Eén van de belangrijkste conclusies was wel dat het nalaten van een onderzoek of het verrichten van een gebrekkig onderzoek, maakt dat er aan de zijde de koper of investeerder in de rechtsverhouding een component van risicoaanvaarding binnen treedt. Als er iets onduidelijk is, moet er navraag worden gedaan. Verder worden in de literatuur ontwikkelde vuistregels genoemd die onder meer inhouden dat de omvang van een onderzoeksplicht mede kan worden bepaald door omstandigheden als de onderlinge relatie tussen partijen (vertrouwen), de hoedanigheid van partijen (professionaliteit), de vraag of er sprake is van bijzondere eigenschappen van de zaak en of gegevens naar verkeersopvattingen als algemeen bekend mogen worden verondersteld.

Een door de Hoge Raad in 1958 ontwikkelde norm doet nog steeds opgeld en wordt zelfs nog meer actueel. Het betreft een uit de redelijkheid en billijkheid voortvloeiende wederzijdse zorgplicht van partijen om te voorkomen dat een transactie onder invloed van een onjuiste veronderstelling wordt aan-

gegaan. Een andere in het boek verdedigde stelling is daarom dat er op beide partijen een verantwoordelijkheid rust om over en weer mededelingen te doen en onderzoek te verrichten omtrent het voorwerp van een transactie.

Ingegaan wordt op de vraag hoe een onderzoeksplicht en mededelingsplicht zich ten opzichte van elkaar verhouden. Het gebruik van het begrip "plicht" moet worden verstaan in het kader van de verantwoordelijkheid welke ingevolge de redelijkheid en billijkheid op beide partijen rust om te voorkomen dat de wederpartij onder invloed van een onjuiste veronderstelling tot een transactie toetreedt. Ook wordt stilgestaan bij de relatie van een onderzoeksplicht tot het verstrekken van garanties en vrijwaringen door één van de partijen (opgewekt vertrouwen). Als vuistregel kan gelden dat het ontvangen van specifieke mededelingen en/of garanties en vrijwaringen aanleiding kan zijn geen of minder (vergaand) onderzoek te doen. Risicoverdeling kent echter meer aspecten dan alleen een geruststelling in de vorm van een bijzondere mededeling of een garantie. Zo is daar de vraag of er in een voorkomend geval (voldoende) verhaal voorhanden is voor dekking van de (volledige) schade. Daarbij komt dat een onderzoek niet meer kan opleveren dan er aan informatie voorafgaand aan het tot stand komen van een transactie ter beschikking is gesteld en/of (anderszins) kon worden waargenomen.

Benadrukt wordt dat er ook sprake is van een onderzoeksplicht na het tot stand komen van een transactie. Er zal voortvarend moeten worden onderzocht of een prestatie voldoet aan hetgeen werd overeengekomen en/of een afgeleverde zaak voldoet aan hetgeen gelet op de aard van de zaak en de ontvangen mededelingen de eigenschappen bezit die op grond van de overeenkomst mochten worden verwacht. Artikel 7:17 BW inzake conformiteit, zo wordt op een enkele uitzondering na algemeen aangenomen, is ook van toepassing op de koop van aandelen. Zowel op grond van artikel 7:23 BW als ook op grond van artikel 6:89 BW kan er verlies van reclamerecht optreden, wanneer er na aflevering van een zaak of een prestatie niet wordt geprotesteerd binnen bekwame tijd nadat het gebrek werd ontdekt of had moeten worden ontdekt.

In hoofdstuk 6 wordt de rechtspraak op het vlak van *due diligence* besproken zoals die na het jaar 2000 is ontwikkeld. Daarbij komen onderwerpen aan de orde als de vraag of het verwijtbaar is dat onderzoekers problemen over het hoofd gezien hebben, die zo bijzonder zijn, dat men op het bestaan daarvan niet bedacht behoefde te zijn. Verdedigd wordt dat niet te snel mag worden aangenomen dat onachtzaamheid verschoonbaar is. Ingegaan wordt op de vraag wanneer het bestaan van verkeersopvattingen mag worden aangenomen. Voor zover op het terrein van fusies en overnames sprake zou zijn van een verkeersopvatting dat een onderzoeksplicht zou moeten prevaleren boven een mededelingsplicht of andersom, wordt opgemerkt, dat ter zake geen algemene regel te formuleren valt. Een ander paradigma wordt aanbevolen. Door de vraag te stellen welke van de partijen het kan worden toegerekend dat de ander in een onjuiste veronderstelling verkeerde ten tijde van het aangaan van een transactie, kan de vraag worden beantwoord aan wie het risico van problemen achteraf behoort te worden toegerekend. Het is daarbij niet beslissend of het veroorzaken of in stand laten van een onjuiste veronderstelling met (kwade) opzet gebeurde. Het gebruik van het begrip 'toerekenbare veronderstelling' of 'toerekenbare (onjuiste) veronderstelling' maakt duidelijk dat beide bij een transactie betrokken partijen verantwoordelijkheid (hebben te) dragen om te vermijden dat er achteraf problemen ontstaan. In het normale geval hebben zij daar ook allebei belang bij. De connotatie dat een onderzoeksplicht duidt op verantwoordelijkheden van (alleen) de koper en een mededelingsplicht duidt op een verantwoordelijkheid van (alleen) de verkoper krijgt daar door minder kans om post te vatten.

Verder wordt in hoofdstuk 6 stilgestaan bij de betekenis van een onevenwichtige verdeling van deskundigheid bij contracterende partijen; de noodzaak om als vermeende gelaedeerde een vordering te kunnen onderbouwen; verdiscontering van risico wanneer beide partijen bij een transactie verantwoordelijk kunnen worden geacht voor de problemen welke zich eerst achteraf voordoen (daarbij ook de verantwoordelijkheid betrokken voor het inzetten van hulppersonen of gevolmachtigden) en bij bijkomende omstandigheden, zoals de voorwaarden welke (overigens) vervuld moeten zijn om met succes een beroep te doen op een gebrek in de prestatie of bijvoorbeeld non conformiteit van een afgeleverde zaak. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een aantal nadere gevolgtrekkingen. Die komen er

ruwweg gezegd op neer, dat tussen ondernemers voorop staat dat ieder in beginsel het eigen belang nastreeft. Het gaat om de toerekenbare veronderstelling. Ook tussen ervaren ondernemers geldt dat over en weer rekening moet worden gehouden met hetgeen men weet of kan vermoeden dat bij de ander de veronderstelling is omtrent de kennis van het voorwerp van de transactie. Een grotere (kenbare) deskundigheid bij een wederpartij zal eerder de veronderstelling opleveren dat die meer weet. Afgezien van aanprijzingen in algemene bewoordingen (artikel 3:44 lid 3 laatste zin BW) mag in de regel worden vertrouwd op de juistheid van gedane mededelingen. Bij twijfel dient nader onderzoek plaats te vinden.

In hoofdstuk 7 wordt ingegaan op een aantal juridische aspecten welke samenhangen met het fenomeen van een *due diligence* onderzoek. Bijvoorbeeld de vraag of het uitvoeren van een onderzoek moet meebrengen dat er nog maar beperkt garanties in overnamecontracten behoeven te worden opgenomen. Stilgestaan wordt bij functie van een zogenaamde *disclosure letter* en bij de vraag welke betekenis toekomt aan de opmerking dat informatie is verschaft 'naar beste wetenschap'. Kan er een rechtsplicht worden aangenomen om tijdens het onderzoek vastgestelde gebreken te melden aan vertegenwoordigers van het voorwerp van onderzoek?

Een *due diligence* onderzoek is bedoeld als waarborg tegen teleurstellingen. Dit betekent dat er veelal in de afspraken opgenomen wordt dat de uitslag van het onderzoek bepalend zal zijn voor de vraag of de onderzoekende partij uiteindelijk gebonden wil zijn aan een transactie. Besproken wordt welke rol opschortende of ontbindende voorwaarden in dit opzicht vervullen (zoals ook *subject to board approval* clausules). Er wordt stilgestaan bij *material adverse change* clausules, die het recht geven om van een transactie af te zien wanneer er zich bijvoorbeeld na afsluiting van het onderzoek nog een wijziging in de omstandigheden voordoet waardoor een (volstrekt) ander licht op de voorgenomen transactie wordt geworpen. Het hoofdstuk wordt afgesloten met de bespreking van enkele algemene onderwerpen zoals de vraag of het ten onrechte achterwege laten van mededelingen waarvan moet worden aangenomen dat die relevant zijn voor de wederpartij aanleiding kan zijn voor persoonlijke aansprakelijkheid.

Het maakt verschil of er sprake is van kapitaalmarkt transacties dan wel onderhandse transacties. Op die verschillen werd in hoofdstuk 1 al ingegaan. *Due diligence* wordt bij kapitaalmarkttransacties in een andere context gebruikt dan bij onderhandse transacties. In het eerste geval gaat het vooral om de mate van zorgvuldigheid die een bank als *lead manager* in acht moet nemen jegens het beleggend publiek, terwijl bij een onderhandse transactie men een onderzoek vooreerst voor zichzelf doet. Overigens doet een bank een onderzoek niet alleen maar ten behoeve van het beleggend publiek. De wens staat voor aansprakelijkheid te vermijden vanwege misleidende of onvolledige informatie in documentatie welke op een transactie betrekking heeft. Prospectusaansprakelijkheid is één van de onderwerpen welke in hoofdstuk 8 nader aan de orde komen. Ingegaan wordt op de vereisten waarmee een beursvennootschap heeft te rekenen wanneer het onderwerp *due diligence* aan de orde komt, zoals het vermijden van problemen rond voorwetenschap. Aandacht wordt besteed aan vragen van aansprakelijkheid van verschillende betrokken partijen op de primaire markt maar ook op de secundaire markt (de markt waar inmiddels aangeboden effecten worden verhandeld).

Vragen rond de uitvoering van een *due diligence* onderzoek (opdrachtformulering, wijze van rapporteren en dergelijke) komen aan de orde in hoofdstuk 9, evenals vragen rond kwaliteitswaarborgen bij de uitvoering van een onderzoek. Op welke normen dient een onderzoeker acht te slaan, moet deze bijvoorbeeld hoor en wederhoor toepassen alvorens rapport uit te brengen? Aspecten van geheimhouding hangen met een en ander rechtstreeks samen. Die komen in het volgende hoofdstuk (10) aan de orde. Vragen van deontologie (beroepsgedragsregels) alsmede bijzondere onderwerpen als afspraken rond de toelating tot informatie (*data room protocol*) en de Wet bescherming persoonsgegevens passeren de revue. In hoofdstuk 11 wordt daarna de betekenis besproken welke de nu sedert een aantal jaren in ons land geldende bepalingen van artikel 843a Rv. hebben voor de mogelijkheid om de inhoud van een *due diligence* rapport te kunnen beschouwen als behorend tot het exclusieve domein van degene die tot het verrichten van het onderzoek opdracht heeft gegeven. De bijzondere exhibitieplicht

van artikel 843a Rv. geeft onder voorwaarden recht op inzage, afschrift of uittreksel van bepaalde bescheiden, zelfs wanneer die zich bij een derde bevinden. Wie kan er een beroep op doen dat deze uit hoofde van diens ambt, beroep of betrekking, niet aan een veroordeling tot overlegging van stukken behoeft te voldoen? Is artikel 843a Rv. van dwingendrechtelijke aard? Hoe moet met vragen als hier voor bedoeld worden omgegaan wanneer de fiscale autoriteiten inzage in de resultaten van een *due diligence* onderzoek willen nemen?

In hoofdstuk 12 wordt met een enkel woord ingegaan op de vraag of en hoe *due diligence* in artikel 25 van de Wet op de ondernemingsraden een rol kan spelen, waarna in hoofdstuk 13 vragen aan de orde worden gesteld rond beroepsaansprakelijkheid van onderzoekers en mogelijkheden van die onderzoekers om aansprakelijkheid te beperken of uit te sluiten (exoneratiemogelijkheden). Bij beantwoording van de vraag hoe ver de verantwoordelijkheid (en in het verlengde daarvan aansprakelijkheid) van onderzoekers strekt, zal met meerdere omstandigheden rekening moeten worden gehouden. In het algemeen geldt dat het aanbeveling verdient een *due diligence* onderzoek te laten uitvoeren door deskundigen die ter zake ervaring hebben. Kennis en het ontbreken daarvan aan de zijde van ingeschakelde hulpverleners worden als regel aan de opdrachtgever toegerekend.

Hoofdstuk 14 bevat een aantal slotopmerkingen. Er wordt onder meer op gewezen dat in de jaren 2006 en 2007 wereldwijd er voor 8.650 miljard aan grote transacties werd gemeld. Volgens onderzoekers was het grootste gedeelte daarvan tot mislukken gedoemd (volgens cijfers van *Business Week* en *The Economist* mislukt 70% van alle fusies en overnames, volgens de Utrechtse hoogleraar Schenk zelfs 85%). Toch wordt ter gelegenheid van die fusies en overnames in vrijwel alle gevallen vooraf onderzoek ingesteld en ligt er aan de besluitvorming een plan ten grondslag. De fase na het *due diligence* onderzoek is vervolgens bepalend voor het succes van een fusie of overname. Gelet op het veronderstelde aantal mislukte integratieprocessen – ondanks een uitgevoerd *due diligence* onderzoek – levert dit een aanwijzing op dat er in een *due diligence* onderzoek nog meer aandacht uit zou moeten gaan naar de zogenaamde ‘zachte factoren’ voor zover die meetbaar of inschatbaar zijn. Deze factoren zijn als indicatoren ook voor de kansen op succes voor het doormaken van een succesvol integratieproces belangrijk. Daarbij moet dan vooral worden gedacht aan cultuur. Er is inmiddels een toenemend aantal mogelijkheden voorhanden om tijdens een *due diligence* onderzoek ook de bedoelde zachte factoren in kaart te brengen (hetgeen in hoofdstuk 2 wordt besproken). Vast te stellen is in ieder geval dat een *due diligence* onderzoek niet alleen maar een juridische of financiële aangelegenheid is of zou mogen zijn. Afhankelijk van het soort transactie zullen andere dan juridische en financiële aspecten de aandacht verdienen om uiteindelijk economische meerwaarde van een investering te secureren.

Het fenomeen *due diligence* kan in ons land nog niet als een rechtsfiguur *sui generis* worden gezien. Om tot een plaatsbepaling van een *due diligence* onderzoek in het Nederlands recht te komen, kan aan de toepassing van algemene leerstukken als conformiteit, wanprestatie en dwaling niet worden ontkomen. Voor zover aan het onderwerp *due diligence* in het juridisch landschap al een eigen plaats toe te kennen zou zijn, kan die plaats door niet meer dan een stippellijn worden gemarkeerd. Wel is het duidelijk dat *due diligence* een eigen plaats verdient in de algemene leerstukken die wij kennen als onderzoeks- en mededelingsplicht. *Due diligence* komt te pas bij in ieder geval die transacties die door tenminste één professionele partij worden aangegaan in de kapitaalmarkt en transacties van (ook) andere partijen met betrekking tot het financieren van, het deelnemen in of het verwerven van zeggenschap over (een onderdeel van) een onderneming. Het onderzoek dat aan het verrichten van een dergelijke transactie (verder “Investering” genoemd) vooraf zou behoren te gaan, is een *due diligence* onderzoek. Degene die de Investering doet wordt hierna “de Investeerder” genoemd. Het rechtskarakter van de onderzoeksplicht is niet vastomlijnd.

Voor het bestaan van een mededelingsplicht wordt een aanknopingspunt gevonden in artikel 6:228 lid 1 sub b BW. Het voldoen aan of verzaken van een mededelingsplicht kan mede van invloed zijn op hetgeen er van de Investeerder verwacht mocht worden bij wijze van een *due diligence* onderzoek. De vraag die gesteld kan worden is of niet ook de wederpartij van de Investeerder een eigen onderzoeks-

plicht heeft. Wat moet of mag er worden gelezen in de woorden “of behoorde te weten” in artikel 6:228 lid 1 sub b BW?

Mij dunkt, dat een Investeerder van diens wederpartij in ieder geval mag verwachten dat die mededeling zal doen van die informatie waarvan die weet of redelijkerwijs behoort te weten (vergelijk artikel 7:17 lid 5 in de andere richting) dat die informatie voor de Investeerder van belang kan zijn bij het nemen van diens beslissing over het wel of niet doen van de Investering. Dit is een regel die volgens artikel 2:228 lid 1 sub b te onzent al geldt, wanneer wij althans het woord “redelijkerwijs” in die laatst bedoelde wetsbepaling begrepen kunnen achten. Wat behoort de wederpartij van de Investeerder te weten? In elk geval doet de Investeerder er verstandig aan duidelijk te maken welke bedoelingen die bij een transactie heeft. Door dat te doen, geeft deze immers inhoud aan hetgeen zijn wederpartij wist (en behoorde te weten). De behoefte om het hiervoor genoemde begrip “redelijkerwijs” dan in de regel van artikel 2:228 lid 1 sub b te lezen, kan dan minder groot zijn. Brengt een en ander (ook) een ‘mededelingsplicht’ aan de zijde van de Investeerder mee?

In de rechtspraak is een veelheid van uitspraken bekend, waarin de onderzoeksplicht met de mededelingsplicht strijdt om de voorrang. De hoedanigheid van partijen en de feitelijke omstandigheden in elk geval zijn bepalend. Aanbevolen wordt om afstand te nemen van de verwarrende vraagstelling of een onderzoeksplicht zwaarder weegt dan een mededelingsplicht of andersom. Het onderbrengen van de beide begrippen onderzoeksplicht en mededelingsplicht in het ene begrip toerekenbare (onjuiste) veronderstelling drukt beter uit dat beide partijen een rol (een zekere zorgplicht) hebben te vervullen bij het tot stand komen van een transactie om er voor te zorgen dat die zo tot stand komt, dat procederen achteraf niet nodig zal zijn.

Zoals (in hoofdstuk 5 onder 5.4) is aangegeven vindt het begrip zorgplicht in ons land steeds meer ingang en niet alleen in het effectenverkeersrecht. Het begrip geeft op passende wijze uitdrukking aan het gegeven dat een Investeerder maar even zo goed diens wederpartij, zich beiden inspanning zouden moeten getroosten (de passende zorg moeten besteden) aan het op een zodanige wijze tot stand brengen van een door hen voorgenomen transactie, dat er met de gerechtvaardigde belangen van de ander rekening is gehouden. Er moet invulling worden gegeven aan wat wel als precontractuele zorgplichten is aangeduid. Wat dit betreft is er niet zo veel verschil tussen transacties in de effectenhandel (ook kapitaalmarkttransacties) en (andere) onderhandse transacties, zoals fusies, overnames en het nemen van participaties of het aangaan van *joint ventures*. Ook buiten het terrein van de effectenhandel kan daarom heel goed van het begrip zorgplicht gebruik worden gemaakt om aan te geven dat er een zorgvuldigheidsnorm aan de orde is waarvan beide bij een Investering betrokken partijen zich rekening dienen te geven.

Bij de beantwoording van de vraag wie welke duidelijkheid aan de ander had behoren te verschaffen moet zoals gezegd worden gelet op de hoedanigheid van de betrokken partijen en de omstandigheden van het geval. Door het hier voor genoemde gebruik van de definitie van Investering is de aard van de zaak een gegeven.

Het eerder in dit boek genoemde begrip toerekenbare (onjuiste) veronderstelling nu drukt beter uit dat er op beide partijen, aan beide zijden van een transactie een zekere zorgplicht rust of zou moeten rusten om rekening te houden met de (kenbare) belangen van de wederpartij. Afhankelijk van wat men weet - of behoort te weten wat de ander (niet) weet - past het binnen de opvattingen over de precontractuele redelijkheid en billijkheid dat beide partijen over en weer zich er van vergewissen (en zich inspannen door uitdrukking van de eigen positie of door het stellen van vragen en het geven van inlichtingen) dat er bij hun wederpartij niet sprake is van een onjuiste veronderstelling. Spant men zich daarvoor onvoldoende in, dan is dat strijdig met een zorgplicht die ontleend kan worden aan de richtsnoer welke de Hoge Raad al in het arrest Baris/Riezenkamp⁸⁰⁷ gaf en welke onlangs nog te vinden

⁸⁰⁷ HR 15 november 1958, NJ 1958, 67, waarin werd gezegd: “dat immers partijen, door in onderhandeling te treden over het sluiten van een overeenkomst, tot elkaar komen te staan in een bijzondere, door de goede trouw beheerste, rechtsverhouding, medebrengende, dat zij hun gedrag mede moeten laten bepalen door de gerechtvaardigde belangen van

was in de uitspraak van de Hoge Raad over het afbreken van onderhandelingen van 12 augustus 2005,⁸⁰⁸ namelijk dat partijen hun gedrag door elkaars gerechtvaardigde belangen moeten laten bepalen. Voor het onderwerp van dit boek kan dit een bijstelling van het paradigma opleveren waar het gaat over de vraag hoe uitgebreid een *due diligence* onderzoek moet zijn. Dit geeft weer sturing bij de beantwoording van de vraag of een teleurstelling achteraf door diens wederpartij zou mogen worden beantwoord met een verwijt dat er door de Investeerder onvoldoende (diepgaand) onderzoek is gedaan. Het antwoord op die vraag wordt namelijk mede bepaald door het gedrag van die wederpartij zelf.

de wederpartij; dat dit onder meer medebrengt, dat voor degene die overweegt een overeenkomst aan te gaan, tegenover de wederpartij een gehoudenheid bestaat om binnen redelijke grenzen maatregelen te nemen om te voorkomen dat hij onder den invloed van onjuiste veronderstellingen zijn toestemming geeft, de omvang van welke gehoudenheid mede hierdoor wordt bepaald, dat men in den regel mag afgaan op de juistheid van door de wederpartij gedane mededeling".

⁸⁰⁸ NJ 2005, 467.

Summary

This book contains the result of an attempt to draw a map of the phenomenon due diligence as it found its own position in Dutch law. So far, in literature more or less regularly attention was paid to the phenomenon of due diligence, but an overview did not exist.

In order to draw the map first of all definitions have been mentioned and attention has been paid to the identifiable meaning of a due diligence investigation amidst other sorts of investigation (chapter 1). After visiting the origins of the phenomenon due diligence (as an activity aimed at avoiding risk and liability in the Anglosaxon transaction practice) and a brief look across the border (Germany, United Kingdom and France) it is being discussed to what kind of information a due diligence investigation generally pertains. A first allocation of the nature of the investigation sets a due diligence investigation apart from other sorts of investigation, such as e.g. a periodical auditor's investigation, a value assessment or an investigation on behalf of a risk management project.

A due diligence investigation is an instrument which is used in order to realise transactions in a business environment.

An equivalent for the notion due diligence in the Dutch language would be "*gepaste voorzichtigheid*" ("required care") or "*verschuldigde oplettendheid*" ("due attentiveness"). A due diligence investigation becomes relevant in the event of a change in control over a legal entity or in the ownership of an undertaking or in the event another financial transaction of significance is at hand. Examples are initial public offerings, mergers, takeovers, the entering into joint venture agreements and the acquisition of a financial or legal participation or the realisation of credit arrangements or other financial transactions. A special form of investigation is the so-called customer due diligence, the investigation that financial service providers in the financial market need to carry out in order to verify the identity of their clients and to assess their risk profile.

Now that in most of the transactions as intended hereinabove it cannot be ascertained from the outside whether or not in the target company or on the part of the counterpart liabilities are existing or may be incurred ("corpses in the cupboard") an investigation is carried out in order to avoid disappointment afterwards. Whether the notion "required" care or "due" diligence is most apt, is being discussed in the book. Apart from situations where the Act on the financial supervision ("*Wet financieel toezicht*") require an investigation, in the Netherlands there is no statutory rule prescribing to carry out an investigation before entering into a transaction. In that sense one cannot say that there is a duty to investigate. Nevertheless failure to carry out a careful orientation where it concerns the reliability of a counterpart and the object of a transaction may result in substantial damages. This is why one of the theses in this book reads that the carrying out of a due diligence investigation must be considered part of the elementary principles of responsible entrepreneurship. The failure to carry out an investigation may lead to the qualification that mismanagement ("*wanbeleid*") has taken place (article 2:355 DCC) and under circumstances also to the qualification improper management in the sense of article 2:9 DCC ("*onbehoorlijk bestuur*"). The Dutch Corporate Governance Code would more explicitly have to express that entering into a transaction without having given the best effort to carry out a due diligence investigation ought not to be acceptable. It also ought to be prescribed that in the event a public offer has been announced, the target company would have to appoint a committee consisting of members of the supervisory board (or existing of general managing directors in case of a one tier system). This committee would have to take the steering wheel in hands where it concerns decision making. It can also supervise the equal treatment of parties wanting to investigate information pertaining to the target company and ascertaining that everything possible will be done to avoid issues of insider trading.

A due diligence investigation occurs in many forms. It is conducted for various purposes. In the second chapter these various forms and applications are being discussed. In the next chapter (3) (direct,

immediate cause) the reasons for a principal to feel a need to have a due diligence investigation be carried out, are discussed into greater detail. Attention is given to the significance of a request to carry out a due diligence investigation and what the outcome thereof may mean within the context of negotiations about a transaction. Each of the parties involved in the transaction has their own agenda. The interests are different. The timing of an investigation and the manner in which it is carried out, are not seldom an integrated part of the strategy of both parties in order to realise their own agenda as much as possible. In connection therewith aspects of confidentiality and a possible duty to disclose information (article 843 Rv.) are relevant. What extent of information one wants to obtain at what point in time – or, as the case may be, have disclosed – and which results of the outcome of an investigation will be shared or will have to be shared with the other party? Questions related to these issues are being discussed in chapter 10 and 11.

In chapter 4 it is considered how the phenomenon due diligence fits into the Dutch legal system. Now that the phenomenon due diligence did not have its own statutory place in Dutch law, this place had to be allocated by means of qualification of the various elements which can be distinguished in that phenomenon. This leads to the application of the doctrines of a duty to investigate and a duty to inform as these has been developed in the Dutch legal system. The tenets forming the basis for the doctrines of a duty to investigate and a duty to inform, are discussed in chapter 5 with the limitation which is becoming for a book that concentrates on due diligence and was not written about the doctrines of error, conformity, deceit, tort or default as such. The doctrines of a duty to investigate and a duty to inform obtained an identifiable form mostly in jurisprudence and literature. The transactions whereby a due diligence investigation is indicated, distinguished themselves from normal consumer transactions by reason of their size and complexity and the financial interest involved. Also because it concerns transactions which in general cannot easily be reversed. Others maintain that another characteristic is that it concerns transactions which are undertaken by professional parties (entrepreneurs). Entrepreneurs, so much is granted, will in general avail over more experience when it comes to entering into transactions than ordinary consumers, but the category of decisions whereby a due diligence investigation is recommendable, may involve an incidental experience for entrepreneurs also. Not every entrepreneur sells or buys undertakings continuously or is in the habit of concluding substantial financial transactions regularly.

For the development of the doctrines of the duty to investigate and the duty to inform the most relevant judgements of the highest Court in the Netherlands in the period 1958 until the year 2000 inclusive are collected and discussed. It concerns the period during which in the Netherlands the tenet of due diligence materialised to a certain extent. Attention is paid to the most important literature from that period. In certain respects jurisprudence rendered direction for the due diligence practice. Jurisprudence became available which pertained directly to the acquisition and sale of shares and undertakings which is something different than the purchase and sale of second hand cars, houses, goats or other singular goods. One of the most important conclusions derived at was that failure to undertake an investigation or to carry out a superficial or insufficient investigation may result in it that the purchaser or investor will be deemed to have accepted a certain risk. In the event something is not entirely clear, further questioning is required. Also rules of thumb, developed in literature, are mentioned which amongst others say that the extent of a duty to investigate is in part also determined by circumstances such as the mutual relationship between the parties (trust), the capacity or nature of the parties (professionalism), the question whether the object of the transaction can be distinguished by means of special features and also whether certain information resulting from custom may be considered to be generally known or publicly available.

The norm as developed by the Supreme Court in 1958 is still applicable and is becoming even more actual. It concerns a mutual duty of care of both parties to avoid that a transaction is being concluded under the influence of misperception on either part, which duty of care stems from equitable principles. Another thesis in the book therefore is that both parties will have to accept a certain responsibility to investigate and inform each other concerning the object of a transaction.

The question is addressed how a duty to investigate and a duty to inform relate to one another. The use of the notion “duty” will have to be understood within the framework of the responsibility which results from equitable principles which rest on both parties in order to prevent that the other party enters into a transaction under influence of misperception. Attention is also given to the relationship between a duty to investigate on the one hand and the rendering of representations and warranties by one of the parties on the other hand (justified trust). In general, obtaining specified information and/or representations and warranties may justify the absence of an investigation or an in depth investigation. Dividing risks however, entails more than obtaining comfort only in the form of receiving specific information or a guarantee. It is e.g. relevant, when appropriate, whether or not sufficient recourse will be available in order to cover damages in full. Moreover it need to be remembered that an investigation cannot render more information than what has been made available previous to the finalisation of a transaction and/or which otherwise could within reason be discovered.

It is emphasised that a duty to investigate is also at hand after a transaction has been concluded. Without delay it will have to be investigated whether or not a performance complies with what was agreed upon and/or whether a delivered object was in conformity with the information received and the nature of the object, meeting the requirements which could be expected in accordance with the agreement. It is generally accepted – apart from an incidental exception – that article 7:17 DCC on conformity is also applicable to the purchase of shares. Both on the basis of article 7:23 DCC and article 6:89 DCC a loss of a right to claim may occur in the event a protest has not been communicated with proper speed after a failure in the delivery of a good or the performance of an obligation was discovered or needed to have been discovered.

In chapter 6 jurisprudence in the field of due diligence is discussed as it has been developing after the year 2000. Topics are addressed like the question whether or not it will qualify as a reproach that investigators did not notice certain issues, which were so special that one needed not to be attentive on the existence thereof. The position is taken that one may not easily assume that inattention can be pardoned. The question is discussed when the occurrence of generally known information may be assumed. It is noted that in the field of mergers and acquisitions it is not possible to assume a general norm that the duty to investigate ought to prevail over a duty to inform or the other way around. A different paradigm is recommended. By posing the question which of the parties can be held responsible for the fact that the other party did not have a proper understanding at the time of entering into a transaction, the question can be addressed to whom the risk of problems afterwards ought to be attributed. Thereby it is not decisive whether or not the causing or letting exist a misconception occurred as a result of intent or ill intent. The use of the notion “attributable perception” or “attributable (mis)perception” makes it clear that both parties involved in a transaction are to be responsible for avoiding problems afterwards. In a normal event they both have an interest to ascertain no problems will occur afterwards. Less room will be left for the connotation that a duty to investigate expresses responsibilities of the purchaser only and the duty to inform of only the vendor.

Furthermore, in chapter 6 attention has been given to the significance of a disproportionate balance in professionalism on the part of the parties involved with a transaction; the necessity for a party who states to have suffered damages to evidence a claim; setting off risks in the event both parties to a transaction may be considered responsible for problems which occur first after a transaction has been concluded (inclusive the responsibility for the instruction of third parties or attorneys) and additional circumstances, such as the conditions which need to be fulfilled in order to successfully invoke a failure in a performance or e.g. a default in the conformity of a good that was delivered. The chapter ends with a number of further conclusions. Very briefly stated these entail that between entrepreneurs the principle applies that each will be trying to serve one’s own interest. The attributable perception is relevant. Also between seasoned entrepreneurs the rule applies that mutually one needs to take account of the information available and what one can assume the perception to be on the part of one’s counterpart where it concerns knowledge of the object of the transaction. An obviously vaster expertise on the part of a counterpart will sooner justify the assumption that this party already avails

over the necessary information. Apart of recommendations in general terms (article 3:44 paragraph 3 final sentence DCC) one may as a rule rely on the correctness of information provided. In the event of doubt further investigation is required.

In chapter 7 a number of legal aspects is discussed which are related tot the phenomenon of a due diligence investigation. E.g. the question whether the conducting of an investigation will bring that only a limited number of guarantees will have to be provided in takeover contracts. The function of a so-called disclosure letter is being considered and also the question what meaning is to be attributed to the notion that information has been provided 'to the best of one's knowledge'. Can a legal duty be assumed to notify representatives of the object of investigation of issues of concern, while the investigation is taking place?

A due diligence investigation is intended as a safeguard against disappointments. This means that normally covenants are being included in the documentation of a transaction, saying that the result of the investigation will be decisive for the question whether or not the investigating party will ultimately want to be committed to finalise a transaction. It is being discussed what meaning in this respect suspending or rescinding conditions precedent can have (such as also subject to board approval-clauses). Attention is paid to material adverse change clauses, which allow that a transaction will not be completed in the event that e.g. after finalising the investigation changes in the circumstances occur which shed a different light on the envisaged transaction. The chapter ends with addressing certain general topics such as the question whether a failure to disclose certain information of which it had to be assumed that it was relevant for the counterparty, may result in personal liability.

It makes a difference whether a transaction is carried out on the regulated financial market or as a private transaction. These differences were already addressed in chapter 1. Due diligence in capital market transactions is used in a different manner than in the event of private transactions. In the first case focus is especially on the degree of care which a bank as lead manager will have to observe vis-à-vis the public, whereas in the event of a private transaction an investigation is carried out foremost for one's own interest. Nevertheless also a bank does not undertake an investigation only on behalf of investors amongst the general public. It is also intended to avoid liability as a result of misrepresentation or insufficient information in documentation pertaining to a transaction. Liability for the content of a prospectus is one of the topics addressed into greater detail in chapter 8. Attention is given to the requirements to be observed by a stock exchange listed company in the event the subject of due diligence has to be put on the agenda, such as the avoidance of issues in respect of insider trading. Attention is also given to questions of liability of various parties involved in both the primary markets and secondary markets (the latter market being the market where securities already issued are being traded).

Questions concerning a due diligence investigation (formulating instruction of investigators, the manner of reporting and such) are being discussed in chapter 9 and also questions pertaining to quality safeguards in respect of the execution of an investigation. Which norms are to be observed by an investigator? Is there e.g. a need to submit a draft report to representatives of the object or company under investigation before reporting to one's own principal? Directly connected to this are aspects of confidentiality. These are addressed in chapter 10. Questions concerning deontology (professional rules of conduct) as well as special subjects like agreements concluded before access to information is granted (data room protocol) and the Act on protecting the privacy of persons ("*Wet bescherming persoonsgegevens*") are being looked into. In chapter 11 the meaning is discussed of the statutory provisions of article 843a Rv., which apply in the Netherlands since several years and which are relevant for answering the question whether the content of a due diligence report can be considered as the exclusive property of the person who instructed the investigation to take place. The special exhibition duty of article 843a Rv. under circumstances causes disclosure of information, even by means of a duty to submit copies or extracts of certain documents, even when these find themselves in the possession of a third party. Which parties may on ground of their profession, occupation or

involvement refuse to adhere to a Court order to supply documents? Is article 843a Rv. of a compulsory nature? How to deal with questions as mentioned hereinabove in the event the tax authorities request disclosure of results of a due diligence investigation?

In chapter 12 attention is given in brief how due diligence may be relevant in terms of article 25 of the Dutch Act on the Works Councils (“*Wet op de ondernemingsraden*”), whereupon in chapter 13 questions are addressed involving professional liability of investigators and possibilities of those investigators to limit their liability or to exclude liability (possibilities to exonerate themselves). In answering the question what the extent is of responsibility (and in connection therewith, liability) of investigators, various circumstances will have to be taken into account. As a general rule it is recommended to have a due diligence investigation be carried out by parties who have expertise and experience in a certain matter. Both knowledge and the lack thereof on the part of representatives of the principal will as a rule be attributed to the principal.

Chapter 14 contains a number of closing remarks. Reference is made amongst others to the fact that in the years 2006 and 2007 on a global scale 8650 billion of large transactions were reported. According to scholars the major part thereof was deemed to fail (according to surveys of Business Week and the Economist 70% of all mergers and acquisitions are a failure and according to professor Schenk at the University of Utrecht even 85%). Yet in almost all cases for the occasion of those mergers and acquisitions a previous investigation has been carried out and decision making has been done on the basis of a distinctive plan. The phase after the due diligence investigation is consequently determining for the success of a merger or acquisition. Considered the reported number of failed integration processes – in spite of a due diligence investigation having been carried out – this renders an indication that in a due diligence investigation even more attention will have to be given to the so-called soft factors in as far as these can be measured or estimated. These factors are also important as indicators for the chances of success to successfully complete an integration process. More in particularly culture. By now there is an increasing number of possibilities available during a due diligence investigation to also obtain an inventory of the intended soft factors (which have been discussed in chapter 2). In any event it can be concluded that a due diligence investigation ought not only to be a legal or financial undertaking. Depending on the kind of transaction other than legal and financial aspects will deserve attention in order to ultimately secure the economical upside of an investment.

The phenomenon due diligence in the Netherlands cannot yet be considered a tenet *sui generis*. In order to determine the place of a due diligence investigation in Dutch law it cannot be avoided to apply the general doctrines of conformity, default and error. In as far as the topic due diligence in the Dutch legal landscape has already procured its own place, this place cannot be marked by more than dotted lines. It is clear however that due diligence does deserve its own place in the general doctrine that we know as duty to investigate and duty to inform. Due diligence is relevant in any event in case of those transactions, which are being entered into by at least one professional party in the capital market, and the transactions of (also) other parties concerning the financing of, the participation in or the acquisition of control over (a part of) an undertaking. The investigation which ought to precede such a transaction (hereinafter referred to as “Investment”) can be considered a due diligence investigation. The party undertaking the investment is hereinafter referred to as “the Investor”. The legal nature of a duty to investigate is not clearly determined.

For the existence of a duty to inform a point of reference can be found in article 6:228 paragraph 1 sub b DCC. The compliance with or the failure to perform a duty to inform may also be of influence on what may be expected from the Investor in terms of a due diligence investigation. The question that can be raised is whether not also the counterparty of the Investor will have to carry out its own investigation. What is to be or can be read into the words “or ought to have known” in article 6:228 paragraph 1 sub b DCC? The view is taken that an Investor may in any event expect from its counterparty that information will be supplied of which the counterparty knows or within reason ought to know (compare article 7:17

paragraph 5 in the reversed direction) that this information may be relevant for the Investor in order to derive at a decision whether or not to make the Investment. This rule already applies in the Netherlands according to article 2:228 paragraph 1 sub b. when at least the words “within reason” (“*redelijkerwijs*”) may be deemed to form part of the latter statutory provision. What is it that the counterparty of the Investor ought to know? The Investor in any event will do the right thing to express clearly what the intentions are in respect of a transaction. By doing so content is given to what its counterparty knew and ought to have known. The need to read the abovementioned notion “within reason” (“*redelijkerwijs*”) into the provision of article 228 paragraph 1 sub b can then be less pressing. Does all this also incur ‘a duty to inform’ on the part of the Investor?

In jurisprudence a number of judgements is at hand in which the duty to investigate and the duty to inform are battling for priority. The capacity of the parties involved and the actual circumstances in each case will be determining. It is recommended abandon the confusing question whether a duty to investigate carries more weight than a duty to inform or the other way around. Absorption of both the notion duty to investigate and the duty to inform in the one notion attributable (mis)perception expresses much better that both parties have to observe a certain duty of care at the occasion of the coming into existence of an Investment in order to secure that in the event the Investment is completed, litigation afterwards will not be needed.

As has been mentioned (in chapter 5 under 5.4) the notion “duty of care” is becoming established more and more within the Netherlands and not only in the security exchange laws. The notion expresses in a suitable manner the understanding that an Investor, but also its counterparty, both will have to render effort (to apply due care) to realise an Investment as envisaged by them in such a manner that the justified interest of both parties will be taken into account. A duty of pre-contractual care will need to be observed. In as far as this is concerned, there is not much difference between the securities trade (also capital market transactions) and (other) private transactions, such as (other) mergers, acquisitions and participations or joint ventures. Also outside of the terrain of the securities trade the notion “duty of care” can be used very well to express that a duty of care is at hand in respect of what both parties involved in an Investment have to observe.

In order to answer the question who needs to provide clarity to whom, as said, attention will have to be paid to the nature of both parties and the circumstances of each case. As a result of the definition used for “investment” the nature of the case itself is a given.

The notion “attributable (mis)conception” as used earlier in this book expresses better that on both parties at both ends of a transaction as a result of equitable principles a certain duty of care is posed - or ought to apply - to take into account the (recognisable) interest(s) of the other party. Depending on what one knows – or ought to know that the other party does or does not know – it is becoming within the framework of the perception of pre contractual reasonableness and fairness that both parties mutually make certain (and give effort by expressing their own position or by asking questions and rendering information) that there is no misperception on the part of their counterparty. In the event one does not render sufficient effort in this respect, this may be deemed in breach of the duty of care which can be derived from the norm which the Supreme Court has already laid down in the judgement *Baris/Riezenkamp*⁸⁰⁹, and which recently was again formulated in the judgement by the Supreme Court about the breaking off of negotiations of August 12, 2005⁸¹⁰ namely that the parties will have to let their behaviour be determined by their mutual interests. For the subject of this book this may lead to

⁸⁰⁹ Supreme Court November 15, 1958, NJ 1958, 67, in which was stated: “that were parties by entering into negotiations about the concluding of an agreement will enter into a special relationship, within the ambit of equitable principles, causing that they will have to let their behaviour be determined also by the justified interests of their counterparty; that this means amongst others that on the party considering to enter into an agreement vis-à-vis the counterparty an obligation exists to within reasonable boundaries take measures in order to avoid that consent will be given under influence of wrong perceptions or the content of which obligation is also determined by the fact that as a rule one may rely on the correctness of information provided by the counterparty”.

⁸¹⁰ NJ 2005, 467.

revisiting the manner in which one regards the question how extensive a due diligence investigation has to be. This again may help to answer questions whether a disappointment afterwards may be responded to by a counterparty with a reproach that the Investor has conducted too superficially an investigation. The answer to this question is then also determined by the behaviour of the counterparty itself.