

47 De inspanningsverplichting van de koper bij een earn-out vanuit economisch perspectief

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel ^[1]
JCDI	JCDI:BSD116647:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

47.1 Inleiding47.2 Earn-outs47.3 Verklaring voor earn-outs vanuit de economische theorie - 'The Market for Lemons'47.4 De inspanningsverplichting van de koper bij earn-outs47.5 Afronding

Voetnoten

[1] Mr. J.L. van der Schrieck is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek. Mr. S.C.M. van Thiel is advocaat bij EversSoerjatin. Deze bijdrage is een beknopte uitwerking van (een deel van) de tijdens de VCL-voorjaarsbijeenkomst op 23 juni 2025 gegeven voordracht over het thema earn-outs.

47.1 Inleiding

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel
JCDI	JCDI:BSD116557:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In rechtspraak over earn-outs wordt aangenomen dat de koper in het algemeen gehouden zal zijn om zich ervoor in te spannen dat de earn-out-targets worden behaald.^[1] Zo'n inspanningsverplichting voelt logisch aan, met name in situaties waarin de verkoper na de overname weinig of geen invloed heeft op het beleid van de onderneming. Tegelijkertijd kan een inspanningsverplichting op gespannen voet staan met de gedachte dat (de waarde van) de onderneming zich aan de koper zal moeten bewijzen. Deze bijdrage gaat over de verklaring voor earn-outs vanuit de economische theorie en hoe die bij de invulling van de inspanningsverplichting van de koper een rol kan spelen.^[2]

Voetnoten

[1] Rb. Rotterdam 18 maart 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BI1963 (*IP-COM/Newtel Essence*), r.o. 4.3. Zie par. 4 hierna voor een bespreking van deze en andere uitspraken.

[2] Tijdens de voordracht is ingegaan op meer juridische aspecten rondom de earn-out en een aantal aspecten uit de economische theorie, waaronder de principal-agentproblematiek, maar dit wordt in deze bijdrage niet verder uitgewerkt. Als algehele caveat zij verder opgemerkt dat, hoewel voor deze bijdrage economische literatuur is geraadpleegd, geen economische analyse wordt gepretendeerd. De beschrijving daarvan dient slechts om mogelijke verklaringen voor earn-outs en het belang daarvan voor geschillen over de inspanningsverplichting van de koper te illustreren.

Vereniging Corporate Litigation 2025-2026 (VDHI nr. 205) 2026/47.2

47.2 Earn-outs

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel
JCDI	JCDI:BSD116685:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Earn-outs zijn een bron van procedures. Een bekend citaat van een rechter uit Delaware luidt:

“An earn-out often converts today’s disagreement over price into tomorrow’s litigation over outcome.”^[1]

Een earn-out is een contractuele afspraak waarbij de koopprijs voor een onderneming geheel of gedeeltelijk afhankelijk is van toekomstige prestaties.^[2] Door de koopprijs hieraan te koppelen kan de earn-out een *price gap* tussen koper en verkoper overbruggen. Ook kunnen overigens andere motieven spelen, zoals het motiveren van de verkoper(s), veelal de oprichter(s), om bij de onderneming betrokken te blijven.

Earn-out-targets variëren. Het kan gaan om puur financiële resultaten zoals winst, EBITDA en omzet, maar soms ook om niet-financiële KPI's, bijvoorbeeld het aantal nieuwe klanten na de overname. De verkoper ontvangt doorgaans een deel van de koopprijs bij closing. De rest volgt alleen indien binnen een bepaalde earn-out-periode de afgesproken earn-out-targets, ook wel: triggers, worden gehaald.

De earn-out is populair. Zo laat de jaarlijkse Europese M&A Study van CMS zien dat ongeveer een kwart van de deals een earn-out-component heeft.^[3] Een piek van earn-outs in 2021 en 2022 wordt toegeschreven aan de onzekerheid tijdens de coronapandemie.

Voetnoten

[1] *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP*, C.A. No. 4410-VCL (Del. Ch. Nov. 23, 2010).

[2] De earn-out kent vele verschijningsvormen, zoals een *reverse earn-out*, *equity earn-out* en *negative earn-*

out. Daarnaast kunnen met de keuze voor het soort earn-out-target en de formulering van de earn-out-afspraken procedures zoveel als mogelijk worden voorkomen. Daarop wordt in deze bijdrage niet verder ingegaan.

[3] *CMS European M&A Study 2025* (17e editie), te raadplegen via <https://cms.law/en/int/publication/cms-european-m-a-study-2025>.

Vereniging Corporate Litigation 2025-2026 (VDHI nr. 205) 2026/47.3

47.3 Verklaring voor earn-outs vanuit de economische theorie - ‘The Market for Lemons’

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel
JCDI	JCDI:BSD116941:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Vanuit de economische theorie zijn er meerdere verklaringen voor earn-outs. De op het eerste gezicht wellicht meest voor de hand liggende is de *competing uncertainty* hypothese: de earn-out adresseert onzekerheid rondom toekomstige gebeurtenissen en de impact daarvan op de resultaten van de onderneming, met name indien koper en verkoper daar verschillende visies op hebben. Partijen kiezen dan voor een earn-out-regeling die het risico vanwege deze onzekerheid beoogt te mitigeren en te verdelen. Dit kan bijvoorbeeld de earn-out-piek tijdens de coronapandemie verklaren.

De heersende leer in de economische literatuur blijkt echter een andere. Empirisch onderzoek wijst erop dat earn-outs in belangrijke mate het gevolg zijn van het fenomeen *adverse selection*.^[1] De economische theorie hierachter werd ontwikkeld door de Amerikaanse econoom George Akerlof in zijn artikel *The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* uit 1970.^[2]

Akerlof beschreef als voorbeeld de markt voor tweedehandsauto's. Een kwalitatief slechte tweedehandsauto wordt in de VS een *lemon* genoemd, een goede een *peach*.^[3] Op de markt voor tweedehandsauto's weet de verkoper vrijwel altijd meer over de kwaliteit van de auto dan de koper. Door deze informatie-asymmetrie kan de koper niet goed beoordelen of hij een *lemon* koopt. Het gevolg is dat kopers vanwege *quality uncertainty* niet méér willen betalen dan voor *lemons* en een *market for lemons* ontstaat. Volgens de economische theorie vindt daarbij onder de verkopers *adverse selection* plaats en bieden zij vooral nog *lemons* te koop aan. Met het begrip *adverse* wordt hierbij bedoeld dat deze (zelf)selectie schadelijk is voor de andere transactiepartij - in dit voorbeeld de koper van een tweedehandsauto - die over minder informatie beschikt.^[4]

Akerlof beschreef tevens manieren om deze effecten te ondervangen en (daardoor) partijen in staat te stellen wel kwalitatief goede producten aan te bieden voor een juiste prijs.^[5] De voor de hand liggende manier is het verstrekken van garanties. Een andere is het ontwikkelen van een merk dat kopers vertrouwen moet geven in de kwaliteit en - omgekeerd - ervoor zorgt dat de verkoper door merkschade nadeel zal ondervinden van kwaliteitsklachten. Beide beogen de kwaliteitsonzekerheid weg te nemen. Bij tweedehandsauto's kan hierbij worden gedacht aan de BOVAG-garantie of merkdealers die ingeruilde auto's met eigen garanties op de markt brengen.

Op vergelijkbare wijze kan de earn-out worden gezien als een contractuele reactie op het probleem van

adverse selection in de context van bedrijfsovernames. De redenering daarbij gaat als volgt. Bepaalde verkopers beschikken over *positieve* informatie over de onderneming (een *peach*) die zij niet voldoende geloofwaardig aan potentiële kopers kunnen overbrengen (informatie-asymmetrie). Zonder die informatieoverdracht is een verkoper met een onderneming van hoge kwaliteit niet goed in staat om het vermoeden van potentiële kopers, dat er verborgen *negatieve* informatie over de onderneming (een *lemon*) bestaat, te weerleggen. De earn-out is een mechanisme om de informatie over de kwaliteit van de onderneming aan potentiële kopers over te dragen. Deze stelt de koper in staat de precontractuele verklaringen over de kwaliteit van de onderneming te verifiëren. Voor verkopers met een onderneming van lage kwaliteit zal een earn-out hierbij zodanig onaantrekkelijk (moeten) zijn, dat zij een dergelijke afspraak zullen vermijden.^[6]

Voetnoten

[1] Bijvoorbeeld Kohers & Ang, *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*, 73 J. BUS. 445 (2000).

[2] G.A. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3 (1970), 488-500 (hierna: Akerlof). Akerlof ontving in 2001 de Nobelprijs voor Economie.

[3] Zoals tijdens de VCL-voorjaarsbijeenkomst door een van de aanwezigen werd opgemerkt zou men ten onzent waarschijnlijk spreken van knollen en citroenen, waarbij in deze beeldspraak de citroenen juist te prefereren zijn.

[4] Hierbij is sprake van *adverse selection* aan de aanbodzijde. Als een - klassiek - voorbeeld van *adverse selection* aan de vraagzijde beschrijft Akerlof verder de zorgverzekeringsmarkt in de VS. Daarbij doet zich voor dat oudere verzekeringsnemers die gezond zijn hun zorgverzekering bij vanwege hun leeftijd sterk stijgende premies plegen te beëindigen, terwijl andere verzekeringnemers dit niet doen. De verzekeraar wordt daardoor geconfronteerd met *adverse selection* door de (potentiële) verzekeringnemers. Zie Akerlof, p. 493 e.v.

[5] Akerlof, p. 500.

[6] B.J.M. Quinn, *Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions*, 81 University of Cincinnati Law Review (2012), p. 128-129, onder verwijzing naar, onder meer, Kohers & Ang, *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*, 73 J. BUS. 445 (2000) en Datar, Frankel & Wolfson, *Earnouts: The Effects of Diverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques*, 17 J. L.ECON. & ORG. 201 (2001).

Vereniging Corporate Litigation 2025-2026 (VDHI nr. 205) 2026/47.4

47.4 De inspanningsverplichting van de koper bij earn-outs

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel
JCDI	JCDI:BSD116940:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Hoe verhouden deze inzichten uit de economische theorie zich nu tot de inspanningsverplichting van de koper bij een earn-out?

De Rechtbank Rotterdam overwoog in 2009 in de zaak *IP-Com/Newtel Essence* dat “*de koper van een onderneming die [een earn-out] afsprekt in het algemeen gehouden zal zijn om zich ervoor in te spannen dat er een maximale omzet en winst wordt gerealiseerd*”. Volgens de rechtbank vloeit een dergelijke inspanningsverplichting, gelet op de kenbare belangen van de verkoper bij een earn-out-regeling, naar verkeersopvattingen voort uit de eisen van redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 lid 1 BW). De omvang van de inspanningsverplichting van de koper wordt bepaald door de omstandigheden van het concrete geval, waaronder het antwoord op de vraag wat partijen over en weer hebben verklaard tijdens de onderhandelingen en wat zij dienaangaande van elkaar mochten verwachten.

Daaropvolgende rechtspraak geeft een vergelijkbaar beeld. De Rechtbank Overijssel formuleerde het zo dat bij een omzetafhankelijke earn-out-regeling de koper “*in het algemeen gehouden zal zijn om zich er voor in te spannen dat er een zo hoog mogelijke omzet wordt gerealiseerd*”.^[1] De Amsterdamse voorzieningenrechter benaderde de kwestie vanuit een breder perspectief en oordeelde dat de koper uitvoering dient te geven aan de earn-out “*met inachtneming van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid*”, hetgeen impliceert dat de koper het belang van de verkoper bij het maximaliseren van de earn-out dient mee te wegen.^[2] Een thema dat in de rechtspraak aan de orde komt, is verder de verhouding tussen de inspanningsverplichting en de beleidsvrijheid van de koper, althans de ondernemingsleiding. De Amsterdamse voorzieningenrechter overwoog dat de koper de onderneming mag leiden op een wijze waarbij het ondernemingsbelang vooropstaat, maar in de door hem te maken afwegingen tevens het belang van de verkoper dient mee te wegen.^[3] Ten slotte valt uit de rechtspraak ten aanzien van de risicoverdeling af te leiden dat de onzekerheid die inherent is aan een earn-out in beginsel voor risico van de verkoper komt, aangezien die ermee heeft ingestemd dat een deel van de koopsom afhankelijk is van onzekere toekomstige omstandigheden.^[4]

Van belang hierbij is dat deze rechtspraak zeer casuïstisch is en de omvang van de inspanningsverplichting volgens deze rechtspraak - uiteraard - steeds mede wordt bepaald door de omstandigheden van het concrete geval. Het is in dat kader dat de verklaringen voor earn-outs vanuit de economische theorie een rol zouden kunnen spelen. Daarbij komt het aan op een beoordeling van de redenen waarom een earn-out is overeengekomen. Wanneer uit de omstandigheden blijkt dat de earn-out (vooral) moet worden gezien als een contractuele reactie op *adverse selection*, krijgt deze meer de trekken van een garantie in plaats van (slechts) een mechanisme om het risico vanwege onzekerheid over toekomstige prestaties te verdelen. Een inspanningsverplichting zal in dat geval in elk geval niet te streng moeten zijn.

In termen van het voorbeeld van de Amerikaanse tweedehandsautomarkt is hierbij de (kern)vraag of de earn-out is overeengekomen vanwege de kans dat de beloofde *peach* ook een *lemon* kan blijken, of veeleer vanwege algehele onzekerheid over toekomstige (markt)omstandigheden. In de eerste situatie, waarbij van aanmerkelijke informatieasymmetrie sprake zal (moeten) zijn geweest, is het uitgangspunt vanuit het perspectief van de koper dat een *peach* is gekocht. Als de onderneming dan vervolgens een *lemon* blijkt, smaakt voor de koper een inspanningsverplichting ook wat zuur. Een (te) vergaande inspanningsverplichting ondermijnt dan de beschermingsfunctie van de earn-out. In de tweede situatie, waarbij beide partijen uitgaan van dezelfde onzekere informatie, ligt een inspanningsverplichting veel meer voor de hand. Hoewel het in de praktijk niet altijd goed mogelijk zal zijn de redenen voor de earn-out scherp te onderscheiden,^[5] biedt de mogelijkheid van de earn-out als contractuele reactie op het fenomeen *adverse selection* bij de invulling van de inspanningsverplichting minst genomen een relevant gezichtspunt.

Ter vergelijking is nog interessant hoe in de VS met deze problematiek wordt omgegaan. Daar valt het onder de *duty of fair dealing*. In de zaak *Winshall v. Viacom* oordeelde de *Delaware Supreme Court* dat, bij gebreke van een concrete contractuele verplichting, de *implied covenant of good faith and fair dealing* als zodanig geen verplichting oplegt aan de koper tot een bedrijfsvoering waarmee de earn-out wordt gemaximaliseerd.^[6] De *Supreme Court* oordeelde verder dat zakelijke beslissingen van de koper - ook als deze negatief uitpakten voor de earn-out - geen schending van de *implied covenant* opleverden, zolang die beslissingen werden genomen in het kader van een legitieme bedrijfsvoering en niet met het doel de earn-out te frustreren. Bij de toets of de koper *honestly*, *fairly* en in *good faith* heeft gehandeld lijkt het daarbij meer te gaan om de vraag of

het behalen van de earn-out-targets is gefrustreerd. Oftewel, een verplichting om eerlijk met de earn-out om te gaan, maar niet tot een inspanning om deze te laten slagen. Dit sluit meer aan bij art. 6:23 BW over voorwaardelijke verbintenissen, dat - als een van de uitvloeiselen van de redelijkheid en billijkheid - bepaalt dat een voorwaarde als vervuld kan gelden indien de partij die bij niet-vervulling belang had, de vervulling heeft belet.^[7] Toegepast op earn-outs zou dit erop neerkomen dat de koper de earn-out niet mag frustreren, maar niet dat hij gehouden is deze actief te laten slagen.

Ten slotte zal de tussen koper en verkoper overeengekomen earn-out-bepaling de inspanningsverplichting veelal kwalificeren. Enkele veelgebruikte begrippen in dat kader zijn *best efforts*, *reasonable best efforts*, *commercially reasonable efforts* en *good faith*. Verkopers willen kopers daarbij steevast een zo streng mogelijke inspanningsverplichting opleggen. Kopers daarentegen zullen de voorkeur geven aan een beperkte inspanningsverplichting die flexibiliteit biedt bij de bedrijfsvoering en het risico voor het niet halen van de earn-out-targets zo veel als mogelijk bij de verkoper laat. Dit laatste laat zich onder meer verklaren door de risico's vanwege *adverse selection* en kan voor de uitleg van de earn-out-bepaling dan ook relevant zijn.

Voetnoten

[1] Rb. Overijssel 21 februari 2024, ECLI:NL:RBOVE:2024:937 (*TKH*), r.o. 5.11.

[2] Rb. Amsterdam (vzr.) 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, *RCR* 2020/19 (*Oprichters eVision/Wolters Kluwer*), r.o. 4.3. Zie vergelijkbaar: Hof Arnhem-Leeuwarden 3 september 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:6437, *RCR* 2013/78 (*Smeets q.q./Quirius*), r.o. 3.6.

[3] Rb. Amsterdam (vzr.) 19 november 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:8689, *RCR* 2020/19 (*Oprichters eVision/Wolters Kluwer*), r.o. 4.3.

[4] Rb. Overijssel 21 februari 2024, ECLI:NL:RBOVE:2024:937 (*TKH Group*), r.o. 5.3 en Rb. Amsterdam (vzr.) 4 juli 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:3999, *JOR* 2024/281, m.nt. G.M. Unval (*Climate Click*).

[5] Bij de beoordeling zal ook betekenis kunnen toekomen aan de aard van de onderneming als zodanig. Is sprake van een start-up, een gevestigde onderneming, of zelfs een consoliderende koper met een eigen business plan?

[6] 55 A.3d 629 (Del. Ch. 2011) en 76 A.3d 808 (Del. 2013).

[7] Zie voor een zaak hierover Rb. Overijssel 30 september 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:4521 (*Equinix*) en Hof Arnhem-Leeuwarden 24 april 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:3872 (*Equinix*).

Vereniging Corporate Litigation 2025-2026 (VDHI nr. 205) 2026/47.5

47.5 Afronding

Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel, datum 21-04-2026

Datum	21-04-2026
Auteur	Mr. J.L. van der Schrieck en mr. S.C.M. van Thiel
JCDI	JCDI:BSD116556:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

De economische theorie over *adverse selection* laat zien dat earn-outs de koper (ook) bescherming beogen te bieden tegen het overnemen van ondernemingen van slechte kwaliteit. De reden daarvoor is dat een informatieoverdracht tussen verkoper en koper over de kwaliteit van de onderneming, en dus ook de te verwachten toekomstige prestaties, niet altijd goed mogelijk is. De earn-out dient niet alleen om toekomstrisico's te adresseren, maar ook als een garantie voor een kwalitatief goede onderneming. Dit inzicht biedt een aanvullend gezichtspunt bij de vraag of de koper een inspanningsverplichting heeft en, zo ja, hoe deze dient te worden ingevuld met inachtneming van de omstandigheden van het concrete geval. Ook laat het zien dat, in plaats van een inspanningsverplichting, toepassing van art. 6:23 BW in bepaalde gevallen wellicht meer passend zou zijn.