

1. Inleiding

In 2013 verscheen het proefschrift *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen* van Guus Kemperink.¹ Daarin komt de vraag aan de orde hoe de doelvennootschap moet handelen indien zij voorwerp is van een – vriendelijk of vijandig – bod op haar aandelen. Als na de gestanddoening van het bod de strategie of zelfs de continuïteit van de onderneming in het geding komt ontstaat bij uitstek spanning tussen aandeelhouderswaarde en lange termijn strategische belangen. Welk belang prevaleert of moet doorslaggevend zijn? Hoe ver mag gegaan worden met de inzet van beschermingsmaatregelen? Wie dient in de afweging van die belangen een rol te spelen en op welke wijze moet aan die rol invulling worden gegeven?

De gebeurtenissen rondom KPN en DE Master Blenders 1753 benadrukken nog maar weer eens het actuele gehalte van deze vragen. Het proefschrift van Kemperink heeft dan ook niet alleen academische waarde maar is voor de praktijk minstens even interessant. Het biedt een leidraad voor raden van bestuur en raden van commissarissen van beursvennootschappen in geval van een openbaar bod. In dit hoofdstuk wordt het proefschrift als uitgangspunt genomen voor een nadere beschouwing van theorie en praktijk. Wij zullen daarbij eerst ingaan op het wettelijk kader van een openbaar bod, de wijze waarop een bod wordt beoordeeld, beschermingsmaatregelen, de begrippen vennootschappelijk belang en strategie, tegenstrijdig belang en ten slotte de cruciale rol van de RvC bij een openbaar bod. Dit levert conclusies en aanbevelingen op die voor bestuurders en commissarissen van Nederlandse vennootschappen, wellicht ook in bredere zin dan de beursgenoteerde context, relevant zijn.

2. (Wettelijk) kader openbaar bod

Voor een openbaar bod gelden specifieke regels neergelegd in hoofdstuk 5.5 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Besluit openbare biedingen Wft (Bob). Deze regels gelden voor de bieder en de doelvennootschap en zijn er mede op

¹ G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 92, Deventer: Kluwer 2013.

gericht dat de aandeelhouders alle informatie over het bod krijgen die zij nodig hebben om te beslissen over het bod.

Bij een openbaar bod is in beginsel sprake van een mogelijke transactie tussen aandeelhouders enieder. De aandeelhouders moeten immers beslissen over de verkoop van hun aandelen en daarmee de overdracht van de zeggenschap over de vennootschap. De doelvennootschap dient echter ook een standpunt in te nemen ten aanzien van het bod. In de zogeheten standpuntbepaling (*position statement*) dient de doelvennootschap te beargumenteren of zij het bod steunt of niet. Daarbij dient de doelvennootschap onder meer in te gaan op de visie van de doelvennootschap op de geboden prijs of ruilverhouding, de overwegingen en prognoses welke mede de hoogte van het openbaar bod hebben bepaald, waaronder een cijfermatige onderbouwing van haar visie op deze prijs of ruilverhouding en deze overwegingen en prognoses, de gevolgen van de uitvoering van het openbaar bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap.²

Om de slagingskans van het bod te vergroten zal deieder doorgaans in gesprek willen treden met het bestuur en/of RvC van de doelvennootschap om te proberen overeenstemming te bereiken over het bod. Als overeenstemming wordt bereikt sluiten deieder en de doelvennootschap een fusieprotocol (*merger protocol*). In het fusieprotocol worden afspraken vastgelegd over het openbaar bod, zoals de prijs, het verlenen van toegang tot de boeken van de doelvennootschap en de voorwaarden waarvan het uitbrengen en het gestand doen van het bod afhankelijk is. Door het aangaan van een fusieprotocol verplicht het bestuur van de doelvennootschap zich ertoe het bod aan de aandeelhouders aan te bevelen.

Zowel het bestuur als de RvC dient zich bij de vervulling van zijn taak te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³ Deze wettelijke taakopdracht vervult de functie van 'richtsnoer' voor handelen van het bestuur en de RvC maar geeft niet meer dan een open norm en over de inhoud van het begrip vennootschappelijk belang wordt nog wel verschillend gedacht (zie hieronder in paragraaf 4). Elk van deze belangen dient zonder partijdigheid en vooringenomenheid te worden gewogen.

3. Beoordeling openbaar bod: steun of verzet?

3.1 Belangenweging

In de situatie van een openbaar bod worden de verschillende belangen waarmee besturen van ondernemingen te maken hebben – nog meer dan anders – evident.

² Art. 18 en bijlage G, onder 1 Bob.

³ Art. 2:129 lid 5 en art. 2:140 lid 2 BW.

Het realiseren van koerswinst voor beleggers kan zich aan de ene kant van het spectrum bevinden en andere belangen zoals het behoud van werkgelegenheid en continuïteit van de onderneming aan de andere kant.

In zijn proefschrift pleit Kemperink ervoor een bod vooral te bekijken op de economische effecten voor de onderneming en in brede zin. Bij de beoordeling van een bod door de doelvennootschap moet een fundamenteel onderzoek worden gedaan naar de effecten van het bod op de strategie van de onderneming. Beoordeeld moet worden welke plannen de bieder heeft met de onderneming, of daarmee additioneel kapitaal beschikbaar komt voor noodzakelijke investeringen of expansie waarmee aandeelhouderswaarde op de lange termijn wordt gecreëerd die mede ten goede zal komen aan werknemers, klanten en de regio waarin de onderneming actief is. Het strategisch belang van de onderneming staat centraal in de te maken afweging. De historische en toekomstige strategie van de doelvennootschap speelt daarin een cruciale rol. Niet de aandeelhouder, maar het bestaansrecht van de doelvennootschap op lange termijn staat voorop. Als de strategische gevolgen van een bod op een onderneming centraal staan, vloeien de belangen van alle betrokkenen in elkaar over. Het strategische en het financiële belang zijn immers beide gediend met de afweging of het bod resulteert in groei van aandeelhouderswaarde op lange termijn. De continuïteit dient uiteindelijk beide.

Deze gedachte strookt met het van oudsher in Nederland aangehangen Rijnlandse model of 'stakeholders'-model waarbij als uitgangspunt geldt dat de vennootschap en haar onderneming een belangengemeenschap is waarin de factoren kapitaal en arbeid zo veel mogelijk in harmonie samenwerken. De tegenhanger is het zogeheten Anglosaksische model of 'shareholders'-model dat vooral gericht is op waardemaximalisatie voor aandeelhouders, zoals we dat kennen uit de Verenigde Staten.⁴ In realiteit is de tegenstelling tussen beide modellen niet zwart wit. Het is niet te ontkennen dat ook in Nederland het aandeelhoudersdenken aan kracht heeft gewonnen, daarvan getuigt bijvoorbeeld een aantal wetswijzigingen.⁵ De financiële crisis heeft er de afgelopen jaren voor gezorgd dat geleidelijk weer een lichte kentering is opgetreden in de richting van het 'stakeholder model'. Zo heeft de Hoge Raad in 2007 in de ABN AMRO-beschikking duidelijk bevestigd dat bij een openbaar bod het bestuur van de doelvennootschap alle betrokken belangen moet waarderen en daarbij niet het belang van de aandeelhouder voorop mag stellen.⁶

Niettemin blijft een feit dat de praktijk anders leert. Het is de aandeelhouderswaarde die de boventoon voert bij de weging van een bod. In de *position statement* waarin het standpunt van de doelvennootschap over het bod uiteengezet wordt komt veelal prominent naar voren of het bod in financiële zin goed is voor de

4 Asser 2-II* De naamloze en besloten vennootschap, 394 Vennootschappelijk belang; algemeen.

5 Aanpassing structuurregime 2004, invoering 2:107a BW.

6 HR 13 juli 2007, NJ 2007/434.

aandeelhouders of niet. En hoewel daarnaast ook andere zaken naar voren worden gebracht zoals het belang van de werkgelegenheid en de gevolgen voor de vestigingsplaats van de onderneming, zijn deze feitelijk van ondergeschikt belang. Recente voorbeelden zijn de snelle overname van DE Master Blenders 1753 door het Duitse Joh. A. Benckiser en het – mislukte – bod van het Mexicaanse América Móvil op KPN.⁷ In het onderhandelingsproces kwamen die andere belangen duidelijker aan bod, maar de hoofdrichting bleef wel de aandeelhouderswaarde. Deze grote aandacht voor één van de stakeholders van een onderneming staat echter haaks op de bedoeling van de Nederlandse wetgever.

3.2 *Verzet: beschermingsmaatregelen*

Indien de doelvennootschap een aangekondigd of uitgebracht openbaar bod niet steunt is sprake van een vijandig openbaar bod. Nederlandse beursvennootschappen kunnen in dergelijke ‘oorlogstijd’ beschermingsconstructies in stelling brengen die de transactie tussen aandeelhouders en bieder blokkeert.

Onderscheid wordt gemaakt tussen twee categorieën beschermingsmaatregelen: de ene categorie wordt aangeduid als ‘structurele’ beschermingsmaatregelen. Dit zijn maatregelen die zijn ingevoerd met goedkeuring van de algemene vergadering, zoals statutaire benoemings- en ontslagbeperkingen, statutaire stemrechtbeperkingen, statutaire beperkingen op overdracht van aandelen, certificering van aandelen en de vrijwillig toegepaste structuurregeling. De andere categorie beschermingsmaatregelen wordt aangeduid als ‘ad-hoc’beschermingsmaatregelen. Het gaat daarbij om emissies van aandelen waardoor het belang van de bieder verwatert, transacties met kroonjuwelen waardoor belangrijke activa de vennootschap verlaten, andere Pandora-constructies, toevlucht tot een white knight en andere besluiten die in het licht van een overnamedreiging kunnen worden genomen.

Een ‘ad-hoc’ beschermingsmaatregel die bij Nederlandse beursvennootschappen (weer) aan populariteit heeft gewonnen is de mogelijkheid om in een ‘oorlogssituatie’ niet-genoteerde preferente beschermingsaandelen (hierna beschermingsprefs) uit te geven aan een bevriende partij, zoals aan een continuïteitstichting. Om in een situatie van ‘oorlogstijd’ snel te kunnen handelen, dient het bestuur bevoegd te zijn om tot uitgifte van beschermingsprefs over te gaan. Bij besluit van de algemene vergadering kan delegatie van de emissiebevoegdheid aan het bestuur plaatsvinden voor een periode van ten hoogste vijf jaar. Uitgifte van de beschermingsprefs is dan zonder verdere medewerking van de aandeelhouders mogelijk. De beschermingsprefs worden niet direct uitgegeven aan de continuïteitstichting, maar aan de continuïteitstichting zal in de regel een optie worden verleend tot het verkrijgen van de preferente aandelen. Hiertoe zal het bestuur (namens de vennootschap) met de stichting een optieovereenkomst aangaan waarin onder

⁷ G.N.H. Kemperink, Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen, *Ondernemingsrecht* 2014/67.

meer is bepaald wanneer de continuïteitstichting tot het invoeren van de optie mag overgaan, zoals in geval van een vijandig openbaar bod. Een uitgifte van beschermingsprefs vindt dan plaats doordat de continuïteitstichting een aan haar verleende calloptie uitoefent. Algemeen wordt aangenomen dat de stichting de optie ook kan uitoefenen indien het bestuur niet meer bevoegd is om tot uitgifte van aandelen te besluiten. De stichting zou het optierecht aldus voor onbepaalde tijd in de toekomst kunnen uitoefenen. Er is geen besluit meer vereist van het bestuur van de vennootschap, laat staan van de algemene vergadering. Bovendien is de continuïteitstichting uitgezonderd van de verplichting een openbaar bod uit te brengen indien door de uitoefening van de optie overwegende zeggenschap wordt verkregen mits zij een onafhankelijke rechtspersoon is die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en die de aandelen voor maximaal twee jaar gaat houden. Beschermingsconstructies zijn dus voor de duur van twee jaar toegestaan. Dit alles maakt de beschermingsprefs tot een effectief instrument.

Het hanteren van een beschermingsmaatregel is echter niet onder alle omstandigheden toelaatbaar. Voor de beoordeling van de juridische toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen wordt aangenomen dat de RNA-beschikking van de Hoge Raad richtinggevend is.⁸ Daarin geeft de Hoge Raad een stelsel van normen dat erop neerkomt dat een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd kan zijn als deze noodzakelijk is met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van betrokkenen. Er moet sprake zijn van een reële bedreiging en proportionaliteit tussen de beschermingsmaatregel en deze bedreiging. Het bestuur moet in redelijkheid tot het oordeel kunnen komen dat het treffen van de maatregel noodzakelijk is om een status quo te handhaven, in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de bieder. De Hoge Raad lijkt daarbij als voorwaarde voor de toelaatbaarheid van de beschermingsmaatregel te stellen dat het een tijdelijke maatregel dient te zijn.

Het bestuur en de raad van commissarissen ('RvC') zullen terughoudend moeten zijn met het invoeren van beschermingsmaatregelen. Bij de beoordeling van de toelaatbaarheid zal mede bepalend zijn of de gevoerde strategie van de doelvennootschap succesvol is geweest of dat de voorstellen van de bieder geacht moeten worden de continuïteit van de doelvennootschap te waarborgen of misschien zelfs te verbeteren. Wanneer de voorstellen van een bieder uitzicht bieden op verbetering, is inzet van beschermingsmaatregelen ons inziens lastig verdedigbaar en dienen het bestuur en de RvC medewerking te verlenen en informatie aan de bieder te verschaffen. Het voorgaande wil geenszins zeggen dat beschermingsmaatregelen zonder meer wel toegelaten zijn wanneer een bieder niet in staat is een betere strategie voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te presenteren. Dat zou namelijk betekenen dat een bestuur en RvC voor het invoeren

⁸ HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA/Westfield). Alhoewel de RNA-zaak geen poging tot verwerving van zeggenschap door middel van een openbaar bod betrof (maar op beslissende invloed op de samenstelling van het bestuur), wordt aangenomen dat de daarin geformuleerde voorwaarden evenzeer gelden voor het gebruik van beschermingsmaatregelen in een openbaar bod-situatie, gelet op de bewoordingen van de Hoge Raad in deze beschikking (poging tot overname).

van beschermingsmaatregelen (te) eenvoudig rechtvaardiging kunnen vinden. Bovendien dient een beschermingsmaatregel gericht te zijn op het inlassen van een pauze in het biedingsproces. Deze onderbreking kan en zal moeten worden benut voor verder overleg tussen de betrokken partijen.

In geval beschermingsprefs zijn uitgegeven geldt dat het bestuur en de RvC van de doelvennootschap in belangrijke mate zijn aangewezen op het bestuur van de continuïteitstichting dat een eigen taak en verantwoordelijkheid heeft en verondersteld wordt onafhankelijk te zijn.⁹ Het bestuur van de continuïteitstichting beslist zelfstandig over het uitoefenen van de calloptie op de beschermingsprefs en zal dus aan de hand van de RNA-norm zelf moeten beoordelen of het openbaar bod een bedreiging vormt voor de continuïteit van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming het uitoefenen van de calloptie gerechtvaardigd is. De continuïteitstichting zal moeten onderzoeken of deze rechtvaardiging er is en daarbij de strategie van de vennootschap moeten afzetten tegen de door de bieder voorgestelde strategie. De continuïteitstichting zal in aanmerking moeten nemen of de strategie van de bieder een bedreiging vormt voor de continuïteit van de vennootschap. Ervan uitgaande dat de door het bestuur gevoerde strategie de continuïteit van de vennootschap bevordert, zal het bestuur van de continuïteitstichting in beginsel tot het besluit moeten komen de calloptie uit te oefenen. Immers, het doel van de continuïteitstichting is het beschermen van de strategie van de vennootschap. Indien de bieder gedetailleerd heeft onderbouwd dat hij een superieure strategie voorstaat, zal de continuïteitstichting haar besluit om de calloptie uit te oefenen voldoende moeten motiveren. Alleen in het geval de strategie van de vennootschap in redelijkheid niet meer geacht kan worden de continuïteit van de vennootschap te verzekeren, zal de continuïteitstichting besluiten geen maatregelen nemen en de bieder vrij spel te geven. Een dialoog tussen de vennootschap en de continuïteitstichting over de overwegingen die aan de strategie ten grondslag liggen, ontwikkelingen en de gevolgen daarvan voor de strategie, zal eraan bijdragen dat de continuïteitstichting in staat is haar taak adequaat te vervullen. Daarbij dient het bestuur de eisen van redelijkheid en billijkheid in acht te nemen op grond van art. 2:8 BW dat op (de organen van) de continuïteitstichting van toepassing is.

3.3 Europese beschermingsmaatregelen

In Europa is in 2004 een overnamerichtlijn tot stand gekomen die individuele lidstaten toestaat zelf te bepalen of ze beschermingsmaatregelen toestaan of niet. Naast Nederland hebben bijvoorbeeld ook België en Duitsland ervoor gekozen dergelijke maatregelen onder omstandigheden toe te staan, maar landen als het Verenigd Koninkrijk, Oostenrijk, Spanje en Italië niet. Het zou ons inziens aanbeveling verdienen op Europees niveau nieuwe uniforme wetgeving te ontwikkelen, waarbij voor alle lidstaten geldt dat vennootschappen de mogelijkheid

⁹ Voor een nuancering zie noot M.J. van Ginneken bij HR 9 juli 2010, JOR 2010/228 (ASMI).

hebben een beperkt en mild beschermingsregime toe te passen. Daarmee zou de bestaande onevenwichtigheid tussen de verschillende lidstaten plaatsmaken voor een gelijk speelveld voor vennootschappen in Europa in gevallen waarin een wijziging in de zeggenschap als ongewenst kan worden aangemerkt. Bij die afbakening dient een evenwichtige afweging van de belangen van alle betrokkenen plaats te vinden met de strategie als belangrijke bepalende factor.

4. Nadere verkenning van begrippen: vennootschappelijk belang en strategie

Bij de beoordeling van een openbaar bod en het al dan niet inzetten van beschermingsmaatregelen zullen bestuurders en commissarissen zich moeten laten leiden door het vennootschappelijk belang. Als gezegd bestaat over de inhoud van dit begrip verschil van inzicht. Het vennootschappelijk belang wordt wel omschreven als het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel.¹⁰ Gesteld wordt dat de uitspraken van de Hoge Raad in ABN AMRO en ASMI aanleiding geven om dit eigen belang van de vennootschap als richtpunt voorop te stellen.¹¹ Een andere visie op de inhoud van het begrip vennootschappelijk belang is dat deze een verzameling van verschillende deelbelangen is waaronder het belang van aandeelhouders, het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt, werknemers, klanten, leveranciers en andere bij de vennootschap betrokkenen, alsmede de continuïteit van de onderneming.¹² De omstandigheden van het concrete geval dienen in aanmerking te worden genomen bij het bepalen welk deelbelang in het gegeven geval prevaleert. Door een aantal aanhangers van deze visie is voorts bepleit dat bij de afweging van belangen, de aandeelhouderswaarde (op de lange termijn) vooropgesteld moet worden.¹³

Aangenomen wordt dat het vennootschappelijk belang en strategie met elkaar verband houden. Met beleid en strategie wordt in feite invulling gegeven aan het vennootschappelijk belang of anders gezegd, het vennootschappelijk belang ligt besloten in het beleid en de strategie van de vennootschap. Wat precies onder strategie verstaan moet worden is een vraag die door juristen en bedrijfseconomen verschillend en doorgaans abstract wordt beantwoord. Gezegd kan worden dat strategie een plan is dat aangeeft op welke wijze middelen worden ingezet om doelen te bereiken. Strategie wordt ook wel omschreven als de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een lange(re) periode en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die hij op korte(re) termijn neemt.

10 Asser/Maeijer 2-III 2000/293.

11 R. Mendel en W. Oostwouder, Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad, *NJB* 2013/1776.

12 E.J.J. van der Heijden, W.C.L. van der Grinten en P.J. Dortmund, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, 2013, p. 483-484 en P. van Schilfgaarde, J. Winter en J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, 2013, p. 28.

13 L. Timmerman, Grondslagen van geldend ondernemingsrecht, *Ondernemingsrecht* 2009/2.

Een vennootschap zoals een NV of een BV is gericht op het behalen van vermogensrechtelijk voordeel ten behoeve van haar aandeelhouders. In de kern is de vennootschap er om het in de vennootschap gestoken kapitaal te laten renderen. Het realiseren van economische waarde creatie is daarmee een legitieme doelstelling die aan de strategie van de vennootschap ten grondslag gelegd moet worden. De strategie zal geschikt moeten zijn om rendement te creëren op het door de aandeelhouder in de vennootschap geïnvesteerde vermogen.

De vaststelling van de strategie is een taak van het bestuur. In de ABN AMRO-beschikking uit 2007 heeft de Hoge Raad bevestigd dat het bepalen van de strategie van de vennootschap in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat de RvC daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering haar opvatting ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten.¹⁴ In aanvulling hierop overweegt de Hoge Raad dat het bestuur – behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen – niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken daar waar het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is.

Het bestuur behoeft de aandeelhouders dus niet vooraf te raadplegen bij het definiëren van de strategie van de vennootschap. Het bestuur kan in beginsel volstaan met het (achteraf) afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over het gevoerde strategische beleid van de vennootschap. Bij het bepalen van de strategie staat de aandeelhouder in zekere zin op afstand. De aandeelhouder kan niet het initiatief nemen bij het vaststellen van de strategische koers. Evenmin kan de aandeelhouder deelnemen aan de besluitvorming over het strategisch beleid van de vennootschap. Feitelijk kan de aandeelhouder niet meer dan achteraf zijn opvattingen over de strategische koers van de vennootschap in de algemene vergadering kenbaar maken en daar zo nodig consequenties aan verbinden door – indien hij daartoe voldoende aandelen bezit¹⁵ – de positie van het bestuur ter discussie te stellen of door zijn aandelenbelang in de vennootschap te verkopen.

Niettemin zal het bestuur het belang van de aandeelhouder bij het formuleren van de strategie relatief zwaar laten meewegen. Het creëren van rendement op het door de aandeelhouder in de vennootschap geïnvesteerde vermogen en daarmee het tot stand brengen van economische waarde zijn immers doelstellingen die ten grondslag liggen aan de strategie. Bovendien kan het bestuur voor de uitvoering van de vastgestelde strategie mede afhankelijk zijn van de aandeelhouders, bijvoorbeeld indien voor een transactie aanvullend kapitaal vereist is of de algemene vergadering op grond van art. 2:107a BW goedkeuring moeten geven aan bepaalde besluiten van het bestuur betreffende een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming.

¹⁴ En later nadrukkelijk herhaald in HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (ASMI).

¹⁵ Op grond van art. 2:114 BW komt het agenderingsrecht toe aan aandeelhouders met een belang van 3% of meer, tenzij in de statuten een lager percentage is vastgesteld.

De met het rendement tot stand gebrachte economische waarde dient niet alleen het belang van de aandeelhouder. Het dient evenzeer de continuïteit van de onderneming. De rendementseis moet derhalve in een brede vennootschappelijke context beschouwd worden. Zo lijkt de cirkel rond. Het vennootschappelijk belang is vastgelegd in het beleid en de strategie. Strategie is een economisch gekleurd begrip en in onze ogen mede, maar niet alleen, gericht op aandeelhoudersbelang/rendement. Dit dient de continuïteit van de door de vennootschap in stand gehouden onderneming. Zonder strategie is het vennootschappelijk belang eigenlijk een leeg begrip.

5. (Schijn van) Belangenverstrengeling bestuurders doelveennootschap

Het voorliggende bod dient door de doelveennootschap in de context van het vennootschappelijk belang te worden beoordeeld op zijn effecten op de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. In geval van een openbaar bod is het zeker niet ondenkbaar dat persoonlijke belangen van bestuurders een rol kunnen spelen bij hun overwegingen ten aanzien van een openbaar bod. In de eerste plaats valt daarbij te denken aan financiële belangen zoals bonusregelingen en aandelen- en optiebelangen waardoor een bestuurder belang heeft bij het slagen van het bod. Bovendien staat bij een openbaar bod veelal ook de eigen carrière van bestuurders op het spel. Het slagen van een openbaar bod kan ertoe leiden dat een bestuurder zijn bestuurderspositie verliest of een juist een functie onder aantrekkelijker voorwaarden krijgt.

Een veelvoorkomende regeling is dat een bestuurder bij gestanddoening van het bod (een change of control) zijn aandelen- of optiebelang kan verzilveren en de premie op de beurskoers van de aandelen incasseren. Inmiddels is in art. 2:135 BW de zogeheten *claw back*-regeling ingevoerd die voorziet in een verplichting om in bepaalde situaties de waardevermeerdering van (certificaten van) aandelen en opties die aan een bestuurder zijn toegekend als bezoldiging, in mindering te brengen op zijn bezoldiging. Deze verplichting ontstaat in de situatie van (i) een openbaar bod; (ii) een besluit van de algemene vergadering als bedoeld in art. 2:107a BW; en (iii) een besluit tot juridische fusie of splitsing. Deze *claw back*-regeling is door juristen echter kritisch ontvangen, met name omdat de gekozen peildatum voor de verplichting tot terugbetaling van eventuele koerswinst arbitrair zou zijn en daarom zelfs aanleiding zou kunnen vormen voor bestuurdersopportunisme. Bovendien is te verwachten dat naar aanleiding van de invoering van de *claw back*-regeling de bezoldigingsregelingen voor bestuurders zullen worden aangepast om toepassing van de *claw back*-regeling te voorkomen, bijvoorbeeld door het toekennen van een overnamepremie in contanten in plaats van in aandelen.

Een bestuurder met een aandelen- of optiebelang heeft een dubbelrol (bestuurder en aandeelhouder), hetgeen ertoe kan leiden dat de bestuurder het belang van de

aandeelhouders van de vennootschap laat prevaleren boven de belangen van de overige stakeholders, omdat dit meer in lijn is met zijn eigen belang. Deze omstandigheden maken dat ten aanzien van de bestuurder zich op zijn minst genomen de schijn van belangenverstrengeling voordoet en ook dat moet worden voorkomen. De wetgeving op het gebied van tegenstrijdige belang is sinds 1 januari 2013 gewijzigd.¹⁶ Voor bestuurders (alsook voor commissarissen) van een NV of BV geldt dat zij niet mogen deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming over onderwerpen indien zij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang hebben dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Wel mogen zij deelnemen aan de onderhandelingen met derden over een onderwerp waarbij zij een tegenstrijdig belang hebben. Deze wettelijke eisen gelden ook in geval van een openbaar bod. Omdat in de praktijk de grens tussen beraadslagen en onderhandelen moeilijk te trekken valt (neem als voorbeeld DE Master Blenders met Jan Bennink), dienen dergelijke bestuurders het proces in belangrijke mate over te laten aan niet-geconflicteerde bestuurders en aan de RvC, ervan uitgaande dat de leden van de RvC zelf geen persoonlijk belang bij de uitkomst van het bod hebben. Bestuurders met een tegenstrijdig belang dienen zich beschikbaar te houden voor het geven van informatie en voor het geven van hun oordeel over de transactie aan niet-geconflicteerde bestuurders en de RvC. De ontvanger van deze informatie dient zich daarbij te realiseren dat de informatie gekleurd kan zijn en moet deze dus op de juiste waarde schatten.

Voor de uitleg van het begrip ‘*tegenstrijdig persoonlijk belang*’ is het Bruil-arrest van de Hoge Raad nog steeds van belang.¹⁷ Van een tegenstrijdig persoonlijk belang van de bestuurder is sprake wanneer een persoonlijk belang:

“(...) tegenstrijdig was met het belang van de vennootschap(pen) en de daaraan verbonden onderneming op grond van (...) omstandigheden die zodanig van invloed kunnen zijn geweest op de besluitvorming van de betrokken bestuurder dat hij zich (...) niet in staat had mogen achten het belang van de vennootschap(pen) en de daaraan verbonden onderneming met de vereiste integriteit en objectiviteit te behartigen en zich van de desbetreffende rechtshandeling had moeten onthouden.”

Niet vereist is dat de desbetreffende rechtshandeling daadwerkelijk tot benadeling van de vennootschap zal leiden. Voldoende is dat de bestuurder te maken heeft met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend laat leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Daarbij hangt het af van de omstandigheden van het concrete geval of een tegenstrijdig belang bestaat.

¹⁶ F. Leijten, In: *Jaarboek Corporate Governance* 2012-2013, red. M. Lückerath-Rovers, B. Bier, H. Van Ees en M. Kaptein, *Tegenstrijdig belang: een corporate Governance kluif*, p. 89-104.

¹⁷ HR 29 juni 2007, NJ 2007/420.

Indien alle bestuurders een tegenstrijdig belang hebben dan verschuift de bestuursbevoegdheid naar de RvC. Voor commissarissen met een tegenstrijdig belang geldt eenzelfde regeling als voor bestuurders.

6. Rol RvC doelvennootschap

6.1 Algemeen

Op grond van de wet geldt in het algemeen dat de RvC de taak heeft om (i) toezicht te houden op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken en (ii) het bestuur met raad bij te staan. Hierbij dienen de commissarissen zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De continuïteit van de met de vennootschap verbonden onderneming staat centraal.

De RvC dient integraal toezicht te houden, dat wil zeggen toezicht op alle aspecten van de vennootschap en daarbij alle relevante belangen in overweging nemend. De toezichthoudende taak brengt mee dat de RvC het bestuur op alle terreinen kritische vragen dient te stellen en voorts de informatie die door het bestuur wordt verschaft kritisch dient te benaderen. De RvC staat het bestuur met raad en advies terzijde, gevraagd en ongevraagd. Als zodanig heeft de RvC een klankbordfunctie ten opzichte van het bestuur. Ieder lid van de RvC dient de hoofdlijnen van het totale beleid van de vennootschap te kunnen beoordelen en verder te beschikken over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is voor de vervulling van zijn taak, binnen zijn rol in het kader van de profielschets van de RvC.

In de vervulling van zijn taak dient de RvC alle betrokken belangen zonder partijdigheid en vooringenomenheid te wegen. De RvC zal hierbij steeds moeten bekijken welke omstandigheden van het geval bij die weging in aanmerking moeten worden genomen. Dit vergt een onafhankelijke, kritische en zelfstandige opstelling van de RvC en de leden onderling. Het begrip onafhankelijkheid laat zich moeilijk in een sluitende definitie vatten. De Corporate Governance Code (de 'Code') bevat een lijst van onverenigbare relaties en functies, zoals familiebanden en voormalige dienstbetrekkingen waardoor een lid van de RvC niet-onafhankelijk wordt geacht. Met onafhankelijkheid wordt bedoeld dat er geen ongewenste afhankelijkheidsrelaties bestaan die een onafhankelijke uitoefening van zijn functie kunnen belemmeren. De Code bepaalt voorts dat leden van de RvC niet worden beloond in aandelen.

6.2 Strategie en machtsverhouding

Een onderdeel van de in de wet verankerde algemene toezichtstaak wordt geacht te zijn toezicht op de strategie. Dit is in de Code neergelegd in Best Practice II.1.2. Onder toezicht van de RvC wordt door het bestuur de strategie vastgesteld en de RvC houdt toezicht op de wijze waarop de strategie wordt uitgevoerd. In dit kader

dient de RvC erop toe te zien dat het door het bestuur te ontwikkelen strategische beleid geëigend is tot het realiseren van vermogensrechtelijk voordeel en daarmee kan bijdragen aan duurzame economische waardecreatie in het belang van alle belanghebbenden bij de onderneming. Met de strategie dient het succes van de vennootschap voor de toekomst bevorderd en zo mogelijk verzekerd te worden.

Een relevante factor voor het tot stand brengen van duurzame economische waardecreatie en het succes van de vennootschap, is een harmonieuze samenwerking tussen alle betrokkenen bij de vennootschap. Het voeren van een dialoog met de aandeelhouders over de te volgen strategische koers is een ding, maar als bestuur daarover structureel met de aandeelhouders in discussie is zal dit de kans op succes allicht niet vergroten. De verantwoordelijkheid van de RvC zou mede moeten omvatten het bevorderen van stabiele machtsverhoudingen binnen de onderneming, dit met het oog op het beschermen van de onder zijn toezicht vastgestelde strategie en de continuïteit van de vennootschap. Een gemeenschappelijk gedragen strategie is misschien wel de beste beschermingsmaatregel. Door aandeelhouders te overtuigen van het belang van de vastgestelde strategie voor aandeelhouderswaarde op de lange termijn, is de kans groot dat deze strategie ook actief ondersteund wordt en dat de positie van het bestuur en RvC niet ter discussie worden gesteld. De RvC zal samen met het bestuur die steun van de aandeelhouders moeten proberen te verwerven. Een geslaagde uitkomst staat uiteraard niet op voorhand vast. Volgens Kemperink zal de RvC met het oog op de situatie dat de strategie en/of de positie van het bestuur en de RvC wel ter discussie wordt gesteld, erop moeten toezien dat de vennootschap over adequate (aanvullende) beschermingsmaatregelen beschikt.¹⁸

6.3 Beoordeling bod en beschermingsmaatregelen

In de situatie dat de vennootschap het voorwerp is of het voorwerp dreigt te worden van een openbaar bod komen alle bij de vennootschap betrokken (financiële en niet-financiële) belangen samen. Een dergelijke uitzonderlijke gebeurtenis in het leven van de vennootschap vraagt zonder meer om scherp toezicht door de RvC vanuit de algemene taakopdracht. Voorts bepaalt de Code dat in geval van een bod op de aandelen in de doelvennootschap, het bestuur er zorg voor draagt dat de RvC tijdig en nauw wordt betrokken bij het overnameproces. Ook in het geval dat het bestuur een verzoek van een derde concurrerende bidder ontvangt om inzage te krijgen in de gegevens van de doelvennootschap, bespreekt het bestuur dit verzoek onverwijld met de RvC.

Niet alleen zou sprake moeten zijn van (interne) betrokkenheid van de RvC, wij menen dat sprake zou moeten zijn van een sleutelrol voor de RvC in geval van een openbaar bod gelet op mogelijke tegenstrijdige belangen van bestuurders. De RvC

¹⁸ G.N.H. Kemperink, Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen, *Ondernemingsrecht* 2014/67.

zou ervoor moeten zorg dragen dat bestuurders met tegenstrijdige belangen op de juiste manier hun rol vervullen in het overnameproces. De RvC moet vooral voorkomen dat dergelijke bestuurders zelfstandig onderhandelingen met de bidder voeren of een overwicht krijgen in de besprekingen met de bidder. In een zogeheten *transaction committee* dienen onafhankelijke bestuurders (indien die er zijn) en commissarissen voldoende overwicht te hebben om hun mening door te zetten. Feitelijk wordt daarmee ook gepleit voor het afschaffen van aandelen of optierechten voor de leden van de RvC, een redenering die ons inziens goed te verdedigen is in het licht van een bredere onafhankelijke rol van de RvC.

In deze gedachte is een belangrijk aspect van de toezichtstaak van de RvC van de doelvennootschap in geval van een openbaar bod, de beoordeling van de gevolgen die het bod heeft voor de strategie van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. De RvC zal zich daarbij de vraag moeten stellen of een geslaagd openbaar bod leidt tot discontinuïteit van het beleid en de strategie van de vennootschap en zo ja, wat de gevolgen zijn van een dergelijke wijziging van beleid en strategie. Het zal nog niet eenvoudig zijn bij de beoordeling van een openbaar bod, alle belangen te wegen die in het vennootschappelijk belang besloten liggen. Dergelijke belangen, zoals de belangen van aandeelhouders, de belangen van werknemers en crediteuren, alsmede buitenvennootschappelijke belangen, zoals het belang van de regio waar de onderneming gevestigd is, lopen bij een openbaar bod veelal niet parallel. Soms botsen dergelijke belangen in een overnamesituatie zelfs regelrecht met elkaar. In het licht van de pluralistische taakopvatting van bestuur en RvC, zoals wij die in Nederland kennen, achten wij het niet goed mogelijk om één specifiek belang, zoals het aandeelhoudersbelang, tot uitgangspunt te nemen bij de belangenafweging. Toch lijken commissarissen in de praktijk vooral voor het aandeelhoudersbelang op te komen bij de beoordeling van een openbaar bod. Gesteld zou kunnen worden dat deze praktijk in strijd is met het wettelijk stelsel.

De RvC moet er volgens Kemperink niet alleen op toezien dat de vennootschap de mogelijkheid tot het nemen van beschermingsmaatregelen voorzien heeft, maar ook dat het bestuur daarvan daadwerkelijk gebruikmaakt wanneer de strategie van de vennootschap in het geding is. Ook wij pleiten hier voor een actieve rol aan de zijde van de RvC. De al dan niet bestaande rechtvaardiging voor (het voorgenomen besluit van het bestuur tot) het hanteren van beschermingsmaatregelen moet gevonden worden in de context van het concrete geval. De beschermingsmaatregel moet strekken tot het dienen of beschermen van het vennootschappelijk belang en tevens vallen binnen de RNA-norm.

6.4 Bondgenoten

Om risico's te mitigeren zou de RvC moeten inventariseren welke bondgenoten de vennootschap heeft wanneer haar strategie en zelfstandig voortbestaan op het spel staan. Naast de continuïteitstichting kan gedacht worden aan kernaandeelhouders,

dat wil zeggen aandeelhouders die een substantieel percentage van de aandelen houden. Bij kernaandeelhouders maken wij in navolging van Kempering onderscheid tussen familieaandeelhouders en strategische aandeelhouders. Om te kunnen rekenen op steun van kernaandeelhouders is het essentieel dat de gevoerde strategie aansluit bij die van de betreffende aandeelhouder. Familieaandeelhouders zullen daarbij veelal vanuit historisch perspectief belang hechten aan behoud van het karakter en de identiteit van de vennootschap. Ten slotte kan de ondernemingsraad als bondgenoot fungeren, vooral in geval van een vijandige bod. De ondernemingsraad zou zich kunnen verzetten tegen beleidsvoornemens zoals herstructureeringsmaatregelen die de bieder bij het slagen van het bod zou willen doorvoeren, door een negatief advies hierover uit te brengen en vervolgens gebruik te maken van het aan de ondernemingsraad toekomende beroepsrecht bij de Ondernemingskamer.

7. Conclusie en aanbevelingen

De beoordeling van een openbaar bod door het bestuur en de RvC zou vooral vanuit het strategische belang van alle betrokkenen moeten worden gedaan. Dit vergt wel dat de vennootschap een gedegen langetermijnstrategie ontwikkelt, onderbouwt en documenteert die voor aandeelhouders waarde creëert op lange termijn. De strategie behoort tot de bevoegdheden van het bestuur en niet tot die van de aandeelhouder.

Een solide langetermijnstrategie is bovendien de meest effectieve bescherming tegen een vijandige overname. Daarop dient de RvC toezicht te houden. De RvC zal erop moeten toezien dat de vennootschap de mogelijkheid tot het nemen van beschermingsmaatregelen voorzien heeft en dat het bestuur daarvan ook daadwerkelijk gebruikmaakt wanneer de strategie van de vennootschap in het geding is. De RvC dient zich daarbij voor ogen te houden dat beschermingsmaatregelen geen waterdichte bescherming bieden voor het behoud en de handhaving van de strategie. Zo kunnen er zich situaties voordoen waar de bieder geacht moet worden een superieure strategie ten aanzien van de doelvennootschap te bieden en geacht moet worden in staat te zijn deze strategie ook werkelijk ten uitvoer te brengen. Een beschermingsmaatregel moet beschouwd worden als ultimum remedium.

Een van de taken van de RvC zou moeten zijn het creëren en handhaven van de rust en harmonie binnen de vennootschap, hetgeen zich vertaalt in het streven naar een aandeelhoudersbestand dat de strategie van de vennootschap actief ondersteunt. De RvC zal ter beteugeling van risico's de positie van 'bondgenoten' moeten inventariseren. Die bondgenoten zijn de continuïteitstichting, kernaandeelhouders en de ondernemingsraad. De positie van de continuïteitstichting wordt met name gekleurd door de RNA-norm, de kernaandeelhouder die instemt met de gekozen strategie biedt een zekere immuniteit tegen ongewenste biedingen en de ondernemingsraad heeft mogelijk een rol van betekenis indien de bieder uit is op

herstructureringsmaatregelen. Ieder van die bondgenoten dient op eigen wijze te worden benaderd.

Een beursvennootschap dient beleid vast te stellen voor het geval dat zich een openbaar bod voordoet. Bij beursvennootschappen lijkt dit zich thans veelal te beperken tot een draaiboek voor bescherming tegen vijandige overnames.

Aan de RvC dient een grotere rol te worden toegekend. De RvC zou daartoe moeten beschikken over toegenomen bevoegdheden en met name een goedkeuringsbevoegdheid ten aanzien van besluiten die het bestuur in een situatie van een openbaar bod zou kunnen nemen.