

Het ondernemingsrechtelijke echtscheidingsconvenant

Mr. B.J. Schoordijk

1. Inleiding

Tijdens een workshop voor bijna-afgestudeerde juristen noemde ik als voorbeeld van het verschil tussen een rechtspersoon en een natuurlijk persoon dat bij een rechtspersoon de dochter ouder kan zijn dan de moeder. Een student merkte op dat een ander verschil was gelegen in het feit dat rechtspersonen niet kunnen scheiden. Ik antwoordde dat, hoewel de regeling omtrent het huwelijk in Boek 1 BW inderdaad is voorbehouden aan natuurlijke personen, een scheiding van rechtspersonen zeer wel denkbaar is, en zelfs een scheiding tussen moeder en dochter is geenszins bizar. Zij kunnen daar als zelfstandige rechtsobjecten contractueel afspraken over maken, dus als het ware een ondernemingsrechtelijk echtscheidingsconvenant afsluiten.

Een scheiding van rechtspersonen is in diverse vormen en omstandigheden denkbaar. Waarschijnlijk het meest voor de hand ligt de beëindiging van een joint venture tussen partijen. Dergelijke scheidingen zijn echter vaak al contractueel geregeld in de joint venture overeenkomst en alleen bij interpretatieverschillen of nieuwe omstandigheden zijn dan nadere afspraken nodig. Ook bij de verkoop van een of meer dochtervennootschappen zou je in zekere zin van een scheiding tussen moeder en dochter(s) kunnen spreken. In dat geval echter is de dochter het passieve object van een afspraak tussen de verkopende moeder en de kopende nieuwe moeder, waar moeder en dochter zelden onderling bindende afspraken over maken. Ik noem hier ook nog de juridische splitsing, hoewel dit niet zozeer een echtscheiding betreft (immers uit één vennootschap ontstaan twee of meer vennootschappen).

Het ondernemingsrechtelijke echtscheidingsconvenant wordt in de regel gebruikt in de situatie waarbij de moeder een bedrijfs-onderdeel ‘naar de beurs brengt’, in een *Initial Public Offering* (IPO) in jargon. Hoewel andere namen worden gebruikt, wordt het ondernemingsrechtelijke echtscheidingsconvenant bij een IPO doorgaans (Master) *Separation Agreement* genoemd. Bij gebrek aan een deugdelijke of in ieder geval veelgebruikte Nederlandse vertaling (ook hier is de Anglo-Amerikaanse invloed zichtbaar) zal ik het begrip *Separation Agreement* in dit artikel gebruiken. In een *Separation Agreement* leggen de moeder en de dochter die naar de beurs wordt gebracht (hierna aan te duiden met ‘IPO-dochter’; de IPO-dochter en haar groep zal ik aanduiden met ‘IPO-groep’) een aantal afspraken vast die zullen gelden voor, tijdens en na de IPO, waaronder die over de verdeling van aansprakelijkheden. Omdat partijen naast elkaar komen te staan en zowel partijen als beleggers erop willen kunnen vertrouwen dat er een mogelijkheid bestaat dat nakoming juridisch kan worden afgedwongen, worden dergelijke afspraken in de regel contractueel

vastgelegd. Het prospectus is daar niet het geschikte instrument voor. Het prospectus is immers bedoeld ter informatie van (potentiële) beleggers en niet het constitutieve document waarmee de afspraken worden vastgelegd. Bovendien, hoewel het op het eerste gezicht wellicht wat merkwaardig aandoet (het is de moeder die het initiatief neemt, die de aandelen in de IPO-dochter houdt en die waarschijnlijk – althans het leeuwendeel van – de opbrengst zal krijgen), het is de IPO-dochter die, als de uitgevende instelling, het prospectus uitgeeft, en niet de moeder.

Naar mijn mening – althans voor dit artikel – het meest interessant is de IPO waarbij de moeder de IPO in fases laat verlopen, waarbij zij eerst nog de meerderheid van de aandelen in de IPO-dochter zal blijven houden, echter met de intentie om op termijn het restant van de hand te doen. Dit omdat er dan in de *Separation Agreement* ook met allerlei *governance*-aspecten rekening moet worden gehouden en er spelregels kunnen worden afgesproken over de wijze waarop het definitieve afscheid vorm zal krijgen.

In dit artikel zal ik derhalve van deze casus uitgaan. Om daar nog een schepje bovenop te doen, ga ik er in dit artikel voorts van uit dat ook de moeder een beursnotering heeft.

Vanwege de aard van het onderwerp zal een enkele keer een uitstapje naar het vennootschaps- en effectenrecht worden gemaakt. Om echter niet al te zeer van het onderwerp af te wijken, zijn deze uitstapjes kort gehouden, hetgeen betekent dat wellicht af en toe een bocht moet worden afgesneden.

2. De Separation Agreement

Ging een bedrijf vroeger ter beurse, tegenwoordig wordt er ge-IPO'd. Hieruit blijkt al dat de Anglo-Amerikaanse invloed zich ook op dit terrein heeft genesteld. Ik zie dit overigens niet als een nadeel. Buitenlands kapitaal moet niet buiten de deur worden gehouden, evenmin als buitenlandse banken die een IPO begeleiden, en een zekere mate van uniformering (mits wijs gebruikt, met oog voor het verschil tussen het recht waaronder bepaalde termen en clausules zijn ontstaan en het toepasselijke recht) kan de rechtszekerheid vergroten.

In zijn verschijning heeft een *Separation Agreement* wel wat weg van een overnamecontract zoals gebruikt in overname(M&A)-

transacties.¹ Toch moet ervoor worden gewaakt dat er te veel wordt aangeleund tegen een dergelijke overeenkomst. Er zijn duidelijke verschillen die in de gaten moeten worden gehouden. De onderwerpen die ik achtereenvolgens de revue laat passeren zijn:

- partijen bij de overeenkomst;
- het moment van effectief worden van de overeenkomst;
- afspraken met betrekking tot de resterende periode tot aan IPO;
- verdeling van de boedel;
- verdeling van aansprakelijkheden en vrijwaringen (*indemnities*), inclusief prospectusaansprakelijkheid;
- werknemers en pensioenen;
- *governance* en rapportage (en restricties);
- overige post-IPO-verplichtingen.

3. Partijen bij de overeenkomst

Hoewel andere constructies denkbaar zijn, ligt het voor de hand om aan de zijde van de oorspronkelijke moeder de top-holding als partij bij de overeenkomst te nemen en aan de zijde van de IPO-dochter de nieuwe holding voor de groep die zal worden ge-IPO'd. Zeker in de door mij gebruikte casus (waarbij de moeder eveneens beursgenoteerd is), omdat die moeder ook allerlei verplichtingen heeft als beursgenoteerde vennootschap en uit dien hoofde verplichtingen moet opleggen aan de nieuwe IPO-dochter (die als holding van de IPO-groep zal fungeren) om aan haar eigen verplichtingen te kunnen voldoen. Terzijde, ik gebruik hier met opzet het woord 'nieuwe', omdat het mij verstandig lijkt om een geheel nieuwe naamloze vennootschap op te richten die zonder historische ballast de functie van beursgenoteerde vennootschap kan vervullen.

Omdat bepaalde afspraken van belang of van toepassing kunnen zijn op de groepsvennootschappen van de respectieve holdings, zal waar nodig moeten worden gewerkt met derdenbedingen of 'bepoortingsclausules' (waarbij de ene partij ten opzichte van de andere partij zich verbindt te bewerkstelligen – 'shall procure' – dat haar dochtervennootschappen iets zullen doen of nalaten).

4. Het moment van effectief worden van de overeenkomst

Allereerst zal de vraag moeten worden beantwoord wanneer de *Separation Agreement* moet worden getekend. Beurstrajecten vergen een lange voorbereiding en tijdens dat proces kunnen de panelen nog flink verschuiven. In ieder geval zal de overeenkomst getekend moeten zijn bij het verschijnen van het prospectus. Het is immers een materiële overeenkomst tussen de te verzelfstandigen IPO-dochter en de moeder/groootaandeelhouder die van belang is voor de toekomstige kapitaalverschaffers en die in het prospectus

zal moeten worden genoemd en omschreven.² Beleggers willen er bovendien op kunnen vertrouwen dat de overeenkomst daadwerkelijk getekend is. Het lijkt mij verstandig om het moment van ondertekening eerst kort voor de uitgifte van het prospectus te laten plaatsvinden, zodat de nodige flexibiliteit kan worden behouden.

Het moment van effectief worden van de overeenkomst of onderdelen daarvan, de *effective date*, zal waarschijnlijk primair afhankelijk zijn van de vraag welke afspraken er nodig zijn voor de periode tussen ondertekening van de overeenkomst en de IPO (waarover hierna meer). Indien de *Separation Agreement* kort voor de uitgifte van het prospectus wordt getekend, zal in de regel minder moeten worden geregeld voor de periode tussen ondertekening en IPO dan bij een ondertekening die maanden van tevoren plaatsvindt. Er kan echter ook behoefte aan bestaan het (economisch) effect van een aantal afspraken te bepalen op een tijdstip dat ligt vóór de ondertekening van de *Separation Agreement*, bijvoorbeeld voor wat betreft de verdeling van aansprakelijkheden.

De *effective date* moet niet worden verward met de *separation date*. Met deze laatste bedoel ik de dag dat de scheiding daadwerkelijk ingaat. Het lijkt mij verstandig deze laatste te bepalen op de dag waarop de aandelen die aanvankelijk bij de IPO aan het publiek worden aangeboden, niet meer in handen zijn van de moeder. Ik kom hierna nog terug op een aantal momenten in het hele proces waarop dit onderscheid van belang kan zijn.

5. Afspraken met betrekking tot de resterende periode tot aan IPO

De afspraken die kunnen worden gemaakt met betrekking tot de resterende periode tot aan IPO zijn legio en uiteraard geheel afhankelijk van de situatie op het moment van sluiten van de overeenkomst. Ik noem een paar voorbeelden, in willekeurige volgorde:

– *Wijzigingen in de structuur*

Het kan zijn dat er op het moment van ondertekening nog wijzigingen moeten plaatsvinden in de juridische structuur van de IPO-dochter, bijvoorbeeld omdat bepaalde vennootschappen nog niet op de juiste plaats 'hangen'. Voorkomen moet worden dat dit na de *separation date* zal plaatsvinden. Mocht de IPO-groep al geheel gereed zijn op het moment dat de *separation agreement* wordt getekend, dan kan eventueel toch een bepaling worden opgenomen waarbij partijen de juridische structuur vastleggen (bijvoorbeeld in de vorm van een schema) welke de IPO-groep op de *separation date* zal hebben. Hiermee wordt wat extra zekerheid toegevoegd aan de juistheid van het prospectus op dit punt en kunnen eventueel noodzakelijke wijzigingen contractueel worden afgedwongen.

2 De overeenkomst zal ten minste ruim moeten zijn omschreven in het prospectus. Niet ongebruikelijk is echter om (daarnaast) de gehele overeenkomst als bijlage in het prospectus op te nemen. Daarmee wordt in ieder geval het verwijt achteraf vermeden, dat bepaalde elementen niet, onvolledig of onjuist in het prospectus zijn omschreven

1 Voor tal van voorbeelden van *Separation Agreements* verwijst ik naar onder meer de website <www.findlaw.com>.

- *Overeenkomsten in groepsverband*
In het prospectus moeten de belangrijke bestaande contracten tussen de moeder en haar resterende groep enerzijds en de IPO-groep anderzijds worden opgesomd en omschreven. Om te voorkomen dat dergelijke contracten in de opsomming over het hoofd worden gezien, is het verstandig om in de *Separation Agreement* een limitatieve opsomming te maken van de overeenkomsten die op de *separation date* over en weer zullen (voort)bestaan, met daarbij de bepaling dat alle overige contracten tussen de IPO-dochter en haar groepsmaatschappijen enerzijds en de moeder met haar groepsmaatschappijen (uitgezonderd de IPO-groep) uiterlijk op de *separation date* zullen komen te vervallen.
- *Prospectus*
Zoals hiervóór al is toegelicht, is het niet de moeder maar de IPO-dochter (als uitgevende instelling) die het prospectus uitbrengt. Omdat de uitgifte van het prospectus in de regel zal volgen op de ondertekening van de *Separation Agreement*, kan het zijn dat er op het moment van ondertekening nog geen (in Nederland: door de AFM) goedgekeurd prospectus is. In dat geval komt het mij geraden voor te bepalen dat partijen elkaar over en weer alle assistentie, informatie en documentatie zullen geven die redelijkerwijs nodig is om het prospectus op tijd goedgekeurd te krijgen en uit te geven. En uiteraard de verplichting op de IPO-dochter om desverzocht het goedgekeurde prospectus daadwerkelijk uit te geven.³
- *Noteringsovereenkomst*
De noteringsovereenkomst met de effectenbeurs waar de notering zal worden aangevraagd is, althans in Nederland, een vrij eenvoudig standaarddocument. Ook deze moet echter worden getekend om tot de notering te worden toegelaten en dus is het zaak vast te leggen dat de IPO-dochter deze desverzocht zal tekenen.
- *Ontslag bestuurders en procuratiehouders*
In het kader van de scheiding moet tot in detail worden nagegaan of er bestuurders, commissarissen en procuratiehouders zijn die een functie bekleden bij de vennootschappen in de IPO-groep en die achterblijven bij de moeder, of omgekeerd. Dit kunnen uiteraard natuurlijke personen zijn, maar (behalve ten aanzien van de commissarissen) ook dochtervennootschappen van de moeder die een rol als bestuurder vervullen. Dergelijke banden kunnen leiden tot tegenstrijdige belangen en deze zouden mijns inziens moeten worden vermeden. Voor zover ze nog bestaan op het moment van ondertekening van de *Separation Agreement* kan daarin worden bepaald dat partijen ervoor zullen zorgen dat uiterlijk op de *separation date* de desbetreffende bestuurders, commissarissen en procuratiehouders ontslag zullen nemen c.q. zullen worden ontslagen.

³ De moeder moet tot het laatste moment de IPO kunnen afblazen en zal dus de uitgifte van het prospectus nog moeten kunnen tegenhouden en zich niet tot uitgifte van het prospectus moeten committeren.

6. Verdeling van de boedel

Als het goed is, dan zullen de activa (hier in de zeer ruime zin gebruikt, inclusief IP/IT-rechten en contracten met derden) die bij de business van de IPO-dochter horen al ruim van tevoren (en dus ook vóór de ondertekening van de *Separation Agreement*) bij de juiste vennootschappen terecht zijn gekomen. Toch kan het natuurlijk zijn dat er nog het een en ander moet worden overgedragen, hetzij voor dan wel na de IPO, vooral indien het uit fiscaal oogpunt verstandig was om daar nog even mee te wachten. Ook kan het zijn dat er na de IPO betalingen binnenkomen bij de ene groep die thuishoren bij de andere groep. In een zogeheten ‘*wrong pockets*’-clausule kan worden vastgelegd hoe ervoor te zorgen dat dergelijke betalingen uiteindelijk bij de juiste groep terechtkomen. De complexiteit daarvan neemt toe indien er een overlap is tussen de activiteiten van de IPO-dochter en de activiteiten van de rest van de onderneming, of indien er activa zijn die voor méér dan alleen de IPO-business worden gebruikt.

Voor zover er van schuld- en/of contractsovername sprake is, kan de toestemming van de schuldeiser (art. 6: 155 BW) c.q. de medewerking van de wederpartij (art. 6: 159 BW) nog ontbreken. Hier dienen nadere afspraken over te worden gemaakt, meestal inhoudende dat partijen zullen meewerken aan het verkrijgen daarvan en voorts dat de oorspronkelijke contractspartij de overeenkomst voor rekening en risico van de andere partij bij de *Separation Agreement* zal voortzetten (of beëindigen, al naar gelang). Bij overeenkomsten met bijvoorbeeld leveranciers die aan beide leverens onder hetzelfde raamcontract zal moeten worden bekeken wat de gevolgen van de IPO op deze relatie zijn en zeker ook hoe een splitsing kan worden bewerkstelligd. Hierbij speelt nogal eens het dilemma dat de IPO-business en de achterblijvende business(es) er een commercieel belang bij hebben de bestaande situatie (in verband met schaalvoordelen) te continueren, maar anderzijds wil de een niet de kans lopen aansprakelijk te worden gesteld voor een onjuiste nakoming door de ander. Ook in de praktische uitvoering zijn er legio problemen denkbaar, bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling van kortingen en de gevolgen van het niet-verkrijgen van een bepaalde korting omdat een van beide minder heeft afgenomen dan tussen partijen onderling was afgesproken of begroot. Het is verstandig hier de nodige afspraken over te maken en vast te leggen (in de *Separation Agreement* of elders).

7. Verdeling van aansprakelijkheden en vrijwaringen (*indemnities*), inclusief prospectusaansprakelijkheid

De verdeling van aansprakelijkheden en de vrijwaringen die over en weer worden gegeven, zijn een van de belangrijkste onderdelen van een *Separation Agreement*. Het ligt voor de hand om het

spiegelbeeld te nemen van de verdeling van de activa en daarbij dezelfde principes te hanteren. Met andere woorden, aansprakelijkheden volgen de activa. Er zal een afweging moeten worden gemaakt tussen enerzijds de verkoopbaarheid van de aandelen bij de beursgang en de daarmee samenhangende waarde, en anderzijds de belangen van de moeder en haar aandeelhouders. Reden temeer om zo veel mogelijk te komen tot een *'fair split'*, waarbij de IPO-dochter datgene meekrijgt, ook aan aansprakelijkheden, wat redelijkerwijs bij de desbetreffende business hoort, zonder dat de moeder wordt overbedeeld of achterblijft met een overmaat aan vuiltjes die samenhangen met de activiteiten van de IPO-dochter. Hierin past eventueel zelfs dat de IPO-dochter aansprakelijkheden meekrijgt die betrekking hebben op businesses die in het verleden zijn verkocht maar wel samenhangen met de activiteiten van de IPO-dochter.

Wat de aansprakelijkheid voor het prospectus betreft, zal het niet verbazen dat deze kan ontstaan op basis van contractuele afspraken (bijvoorbeeld met de begeleidende banken) of op basis van de wet (bijvoorbeeld onrechtmatige daad of misleidende reclame). Zoals hiervoor geschetst is het de IPO-dochter die het prospectus uitgeeft. De primaire verantwoordelijkheid voor de juistheid en volledigheid van het prospectus berust dan ook bij de IPO-dochter. Echter, in het prospectus zullen ook gegevens betreffende de moeder staan en het zou mijns inziens wat te veel zijn gevraagd om de verantwoordelijkheid te dier zake bij de IPO-dochter neer te leggen. Conform de Prospectusrichtlijn⁴ zal in het prospectus moeten worden vermeld wie voor welke onderdelen in het prospectus de verantwoording draagt. De afspraken die ter zake in de *Separation Agreement* worden opgenomen dienen derhalve ook in het prospectus hun weerslag te vinden.

8. Werknemers en pensioenen

Meer nog dan bij de verdeling van de activa en passiva zal bij de (oneerbiedig gezegd) verdeling van de werknemers zorgvuldigheid moeten worden betracht, zowel ten aanzien van de individuen als ten aanzien van de te volgen procedures. Voor het gros van de werknemers zal duidelijk zijn bij welk bedrijfsonderdeel zij werkzaam zijn en een diligente onderneming zal ervoor hebben gezorgd dat de werknemers in dienst zijn van de desbetreffende bedrijfsonderdelen. Desalniettemin kunnen er grijze gebieden zijn en niet altijd is even duidelijk of een werknemer bij de IPO-groep hoort of bij een ander bedrijfsonderdeel van de moeder. Dit doet zich bijvoorbeeld voor bij werknemers bij ondersteunende diensten die niet alleen voor de IPO-groep werkzaamheden ver-

richten. Daar waar nodig zal er overleg moeten worden gevoerd met ondernemingsraad⁵ en vakbonden en het lijkt mij verstandig om de verantwoordelijkheidsverdeling ten aanzien van de met OR en bonden gemaakte afspraken ook in de *Separation Agreement* vast te leggen.

Het kan voorkomen dat een werknemer niet akkoord gaat met de hem of haar toegewezen werkgever. Dit zal zich in de regel uitsluitend voordoen bij de werknemer die formeel in dienst is van een vennootschap die bij de moeder achterblijft maar die (bijvoorbeeld op basis van een afgesproken verdeelsleutel) zou moeten worden overgeplaatst naar een vennootschap binnen de IPO-groep. In dat geval rest partijen weinig anders dan af te spreken dat de IPO-dochter moet zorgdragen voor een passend aanbod aan de desbetreffende werknemer en wie de economische gevolgen van de weigering voor de oorspronkelijke werkgever zal dragen.

Over pensioenen bij een IPO zoals in de door mij beschreven casus zouden boeken vol kunnen worden geschreven. Men zal er bij de voorbereiding van een dergelijke IPO rekening mee moeten houden dat dit een van de ingewikkeldste en tijdrovendste klussen zal zijn, zeker indien er een belangrijke internationale component in het spel is. Er zal in kaart moeten worden gebracht welke pensioenregelingen en -vehikels er zijn. Vaak zijn er (ondernemings) pensioenfondsen waar werknemers van beide groepen in participeren en daarin zal een splitsing moeten worden aangebracht.⁶ In een aantal jurisdicties zal dit mogelijk in de vorm van een juridische splitsing plaatsvinden (hetgeen als bijkomend voordeel kan hebben dat ook de met de IPO-groep verbonden geweest zijnde gepensioneerden mee over kunnen gaan). In Nederland zal een juridische splitsing van een pensioenfonds echter waarschijnlijk stranden op de (vrees voor de) wederzijdse aansprakelijkheid tot nakoming van verbintenissen van de ander ten tijde van de splitsing.⁷ Het meest voor de hand ligt dan een uitpassing van de actieven, al dan niet met meegeven van (een deel van) de voor deze groep opgebouwde reserves. Partijen kunnen echter contracteren wat ze willen, voor zover de statuten van het pensioenfonds en het pensioenreglement daarin niet voorzien, zal medewerking van (het bestuur van) het pensioenfonds nodig zijn.⁸ Mocht het pensioenfonds niet meegaan in de plannen zoals partijen die voor ogen stonden, dan kunnen partijen niet veel meer doen dan een afspraak maken over de financiële gevolgen daarvan.

4 Richtlijn 2003/71/EG; zie art. 6 lid 1: De lidstaten dragen er zorg voor dat de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een geregelende markt of de garant, al naar gelang van het geval. De verantwoordelijke personen worden duidelijk in het prospectus geïdentificeerd met vermelding van hun naam en functie of, ingeval van rechtspersonen, naam en statutaire zetel, waarbij tevens een door deze personen afgelegde verklaring is opgenomen dat, voorzover hun bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.

5 Terzijde (het valt buiten het bestek van dit artikel), het is opvallend dat een beursgang niet staat genoemd in de adviesplichtige (voorgenomen) besluiten ex art. 25 Wet op de ondernemingsraden. Er vindt naar mijn mening geen overdracht van zeggenschap plaats zoals bedoeld in lid 1 sub a (de onderneming wordt niet aan een ander overgedragen) en hoewel daar verschillend over wordt gedacht, brengt het limitatieve karakter van lid 1 van dat artikel derhalve mijns inziens mee dat de IPO als zodanig niet adviesplichtig is. Echter, bij een IPO met een belangrijke Nederlandse component zal een dergelijk besluit in de regel een belangrijke wijziging inhouden in de organisatie van de onderneming en tevens in de verdeling van bevoegdheden binnen de onderneming, zodat in ieder geval advies moet worden gevraagd op grond van art. 25 lid 1 sub e WOR.

6 Weliswaar is het in Nederland sinds de invoering van de Pensioenwet mogelijk dat een ondernemingspensioenfonds voor beide ondernemingen de pensioenvoorzieningen blijft uitvoeren, maar verkieslijk is dit niet. Het is waarschijnlijk dat op termijn de pensioenregelingen uit elkaar gaan lopen en ook governancematig kan dit tot allerlei complicaties leiden.

7 Art. 2: 334t BW.

8 Eventueel ook van toezichthouders als De Nederlandsche Bank.

9. Governance en rapportage (en restricties)

In het gegeven voorbeeld waarbij de moeder nog een belangrijk aandeel in de IPO-dochter zal houden, zal de moeder (niet als goede ouder, maar als hoeder van de belangen van haar eigen aandeelhouders en andere stakeholders) waarschijnlijk meer controle willen kunnen uitoefenen, meer informatie willen ontvangen en meer betrokken willen worden bij (het toezicht op) de gang van zaken bij de IPO-dochter dan een 'gewone' aandeelhouder. Immers, de moeder zal onder meer moeten blijven voldoen aan haar consolidatieverplichtingen, verplichtingen op het gebied van de interne risicobeheersings- en controlesystemen⁹ en haar eigen verplichtingen ten aanzien van het tijdig naar buiten treden met koersgevoelige informatie.¹⁰ Er zijn op dit punt echter grenzen aan de contractsvrijheid. In het bijzonder is het de vraag in hoeverre dit valt te rijmen met de gelijkheid van aandeelhouders als bedoeld in artikel 2:92 BW. En in het verlengde daarvan (maar vanuit een andere invalshoek), in hoeverre daarmee al dan niet het verbod op het meedelen van informatie waarop voorwetenschap betrekking heeft,¹¹ wordt overtreden. Om met het laatste te beginnen, het staat als een paal boven water dat de moeder die 'de beschikking krijgt over informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op' de IPO-dochter,

'welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten',

niet mag handelen in de aandelen van de IPO-dochter. Dat wil op zichzelf echter niet zeggen dat de moeder deze informatie niet zou mogen ontvangen op een tijdstip dat andere aandeelhouders deze nog niet krijgen. Wel moet de informatievervalsing gebeuren in de normale uitoefening van het werk, beroep of functie van degene die de informatie verschaft¹² en zal er een (contractuele) verplichting tot geheimhouding moeten bestaan.¹³ Bovendien dient er wel een relatie te zijn tussen de informatie en het geoorloofde doel waarvoor de informatie wordt verschaft.

Voor wat betreft de gelijke behandeling van aandeelhouders als bedoeld in artikel 2:92 BW bevat lid 2 van dat artikel al de belangrijke kwalificatie, dat het moet gaan om aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden. Het feit dat een grote aandeelhouder de cijfers van de IPO-dochter moet consolideren, belangrijke *governance* en andere verplichtingen heeft en wellicht een beurskoers heeft die mede afhangt van de koers van de IPO-dochter, rechtvaardigt mijns inziens reeds een andere behandeling van de meerderheidsaandeelhouder dan de kleine(re) aandeelhouder die dergelijke verplichtingen en omstandigheden niet heeft. Daarnaast kan ervoor worden gekozen om een speciaal aandeel te creëren waaraan dergelijke rechten zijn verbonden. Aan dit aan-

deel kunnen ook bepaalde zeggenschapsrechten worden verbonden, zoals ten aanzien van benoemingen (of beter: bindende voordrachten) van bestuurders en/of commissarissen. De regelingen met betrekking tot een dergelijk bijzonder aandeel horen uiteraard primair in de statuten van de IPO-dochter thuis, maar ook contractueel kan er nog een en ander tussen moeder en IPO-dochter worden geregeld, hetgeen de afdwingbaarheid kan vergroten of in ieder geval vergemakkelijken. Zo zal de moeder het lang niet altijd op een stemming in de aandeelhoudersvergadering willen laten aankomen om met een negatieve stem bepaalde beslissingen van de IPO-dochter tegen te houden.

Kortom, in de *Separation Agreement* zal in het onderhavige voorbeeld in ieder geval de geheimhouding van de ontvangen informatie moeten worden geregeld. Met oog voor de eigen publicatieverplichtingen van de moeder dienen, voor zover mogelijk (en dan vooral gezien het vereiste van onverwijldheid ten aanzien van het naar buiten brengen van koersgevoelige informatie),¹⁴ persberichten van de IPO-dochter met koersgevoelige informatie van tevoren met de moeder te worden afgestemd. Ook op de volgende onderwerpen passen contractuele afspraken:

- *Accounting en financiële rapportage* De consoliderende moeder zal er behoefte aan hebben dat financiële informatie op bepaalde tijden en in een bepaald format worden aangeleverd. Voor zover IFRS (de verplichte *accounting standard* voor beursgenoteerde bedrijven) nog ruimte biedt voor eigen invulling dienen de interne regelingen ter zake van beide vennootschappen zo veel mogelijk op elkaar aan te sluiten om een uniforme rapportage mogelijk te maken.
- *Accountants* Voor de moeder kan het een voordeel betekenen indien de accountants van beide vennootschappen dezelfde zijn, althans dat beide hetzelfde accountantskantoor gebruiken.
- *Interne risicobeheersing en controle* Bij voorkeur dienen de interne risicobeheersings- en controlesystemen van moeder en IPO-dochter op elkaar te zijn afgestemd. Daarbij past echter de noot dat de verantwoordelijkheid ter zake rust bij de raden van bestuur van beide vennootschappen, zodat de *Separation Agreement* ruimte moet bieden aan beide partijen om – zij het zo veel mogelijk onderling afgestemd – daar een eigen invulling aan te geven voor zover de desbetreffende raden van bestuur dit nodig achten.

Het kan zijn dat zekere bepalingen hun noodzaak en rechtvaardiging verliezen op het moment dat de moeder in een minderheidspositie komt. Zolang de moeder de zogeheten *equity method of accounting* moet toepassen (in principe bij een aandeel van 20% of meer, maar niet zoveel dat de moeder de IPO-dochter moet meconsolideren) is er aanleiding om een aantal van deze bepalingen, in een wat afgezwakte vorm, te laten voortduren (bij voorbeeld ten aanzien van het op elkaar afstemmen van accountantscontroles, toegang van accountants van de moeder tot informatie en de accountants van de IPO-dochter, en het kunnen becommentariëren door de IPO-dochter van cijfers die de moeder ten aanzien van de deelneming in de IPO-dochter wil publiceren).

9 Principe II.1 Nederlandse *corporate governance code*.

10 Art. 5:59 Wet op het financieel toezicht (Wft).

11 Art. 5:57 Wft.

12 Art. 5:57 lid 1 onderdeel a Wft.

13 Zie ook art. 5:59 lid 6 Wft.

14 Art. 5:59 Wft.

Bij het onderwerp *governance* van een IPO-dochter met haar voormalige moeder die de meerderheid van de aandelen houdt, past tevens een woord over mogelijk tegenstrijdige belangen. Ook indien de moeder met bindende voordrachten, direct of indirect, invloed kan uitoefenen op de samenstelling van de raden van bestuur en/of commissarissen, zullen bestuurders en commissarissen zich dienen te richten op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.¹⁵ Dit belang kan tegengesteld zijn aan het belang van de moeder. Alsdan is het verstandig om contractuele verplichtingen achter de hand te hebben die een vooraf bepaalde richting aangeven voor de oplossing van die belangentegenstelling. In dat kader kan het overigens van belang zijn dat, indien een lid van de raad van bestuur van de moeder zitting gaat nemen in de raad van bestuur van de IPO-dochter, een dergelijke bestuurder tijdig (en in ieder geval vóór de ondertekening van de *Separation Agreement*) zijn functie bij de moeder neerlegt.

10. Overige post-IPO-verplichtingen

Afhankelijk van de omstandigheden is het verstandig, of zelfs dringend gewenst, om aanvullende afspraken te maken over de periode vanaf IPO. Een belangrijk voorbeeld is de medewerking van de IPO-dochter aan de verkoop van (een deel van) de aandelen die de moeder nog in de IPO-dochter houdt. Een dergelijk proces is vrijwel ondenkbaar indien de IPO-dochter geen volledige medewerking zou verlenen.¹⁶ Het is niet ongebruikelijk om daar een aparte overeenkomst over af te sluiten, maar er is op zichzelf niets op tegen om dit in de *Separation Agreement* op te nemen.¹⁷

Andere belangrijke voorbeelden kunnen worden ontleend aan de gebruikelijke M&A-transactiedocumenten, zoals het concurrentiebeding en de zogeheten *transitional services*. Het is uiteraard niet de bedoeling dat de moeder kort na de IPO de IPO-dochter concurrentie gaat aandoen. Ook zal het niet de bedoeling zijn dat partijen in de eerste periode na de IPO elkaars goede werknemers proberen weg te kapen of gebruik blijven maken van bepaalde logo's, merknamen, domeinnamen en dergelijke van de ander. Verder is een IPO niet anders dan een verkoop van een bedrijfs-onderdeel in die zin, dat er een hele ontvlechting dient plaats te vinden. Als de een gebruikmaakt van de diensten van de ander kan het nuttig zijn af te spreken dat deze nog een tijdje na de ontvlechting zullen doorlopen, zodat partijen wat langer de tijd heb-

ben om de punten op de i te zetten. Daarmee samenhangend, ook met de beste voorbereiding is niet alles volledig te overzien en te plannen. Om ruimte te houden voor nadere verplichtingen over en weer raad ik aan een zogeheten *further assurances*-clausule op te nemen die partijen verplicht om kennelijke omissies te goeder trouw recht te zetten.

Zeker zolang de moeder meerderheidsaandeelhouder is, kan zij er belang bij hebben dat door de IPO-dochter een bepaald dividendbeleid wordt gevoerd. Ingevolge *best practice*-bepaling IV.1.4 van de Nederlandse *corporate governance*-code dient het reserverings- en dividendbeleid van de vennootschap (de hoogte en bestemming van reservering, de hoogte van het dividend en de dividendvorm) als apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders te worden behandeld en verantwoord. Reeds in het prospectus dient het dividendbeleid van de IPO-dochter te worden omschreven en het komt mij geraden voor dit een contractuele basis te geven in de *Separation Agreement*. Als *quid pro quo* dient dan ook wel te worden vastgelegd dat de moeder haar stemrecht zo zal uitoefenen dat zij in aandeelhoudersvergaderingen vóór dividendvoorstellen van de IPO-dochter zal stemmen die in dit dividendbeleid passen. Hiermee wordt (toekomstige) beleggers zekerheid gegeven dat zij op dit punt niet te maken krijgen met een grillige meerderheidsaandeelhouder die naar believen dividend aan zich laat uitkeren.

11. Tot slot

Ik heb in dit artikel gepoogd om een *tour d'horizon* te geven over een niet alledaags onderwerp, dat betrokken partijen en hun adviseurs geruime tijd 'van de straat' kan houden. Mijn opsomming van onderwerpen die in een *Separation Agreement* aan de orde kunnen komen, is uiteraard niet volledig en met een beetje fantasie kan er in een voorkomend geval een hele waslijst aan worden toegevoegd. Voor de opstellers van dergelijke overeenkomsten nog een caveat. Het is doorgaans de moeder die bepaalt hoe het proces loopt en welke beslissingen er worden genomen. Een *Separation Agreement* zal dan in de regel ook niet het resultaat zijn van onderhandelingen, en zeker niet van onderhandelingen tussen twee gelijkwaardige partijen. De opstellers van de overeenkomst past dan enige terughoudendheid. Beleggers zijn niet gek en een eenzijdig opgestelde *Separation Agreement* kan het succes van de IPO negatief beïnvloeden. Aan de opstellers dus de taak om hun blik ook aan de andere kant van de schutting te laten rusten.

15 Art. 2:140 lid 2 BW. Naar algemeen wordt aangenomen geldt deze bepaling niet slechts voor de commissarissen, maar ook voor de bestuurders.

16 Denk aan het inrichten van een dataroom, het beantwoorden van vragen, het opnieuw uitbrengen van een prospectus, het aanstellen van bankiers, het tekenen van overeenkomsten enz.

17 Hierbij moet wel worden bedacht dat de *Separation Agreement* soms integraal in het prospectus wordt weergegeven. Een uitgebreide samenvatting kan ook, maar dan loopt men het risico dat de samenvatting achteraf als onvoldoende wordt gekwalificeerd. De minder belangrijke afspraken (ik noem ook nog afspraken over bijvoorbeeld het tijdelijk verlenen van diensten of het continueren van afspraken over gezamenlijke inkoop), waar mogelijk concurrentiegevoelige gegevens in staan, worden dan in separate overeenkomsten vastgelegd.