

## PRAKTIJK

# Tegenstrijdig belang bij een vriendelijk openbaar bod

## Een bespreking aan de hand van het openbaar bod op Koninklijke Ten Cate N.V.

*T.W. van den Bosch & A.J.C.M. Meijs*

### 1 Inleiding

Onlangs heeft een consortium onder leiding van private-equityhuis Gilde Buy Out Partners nagenoeg alle aandelen in vezelfabrikant Koninklijke Ten Cate N.V. (hierna: Ten Cate) verworven en deze vennootschap van de beurs gehaald.<sup>1</sup> Op het vriendelijk openbaar bod dat daaraan voorafging, is veel kritiek gekomen, onder meer omdat er sprake zou zijn van belangenverstrengeling van een bestuurder. De centrale vragen in deze bijdrage zijn of in een situatie zoals aan de orde was bij Ten Cate sprake is van een tegenstrijdig belang en hoe een bestuurder in een dergelijke situatie dient te handelen.

Omdat wij de overname van Ten Cate in deze bijdrage als voorbeeld nemen, wordt in paragraaf 2 een kort overzicht gegeven van de feiten die een rol speelden bij het openbaar bod op Ten Cate en de kritiek die is geuit op het handelen van een van haar bestuurders. In paragraaf 3 trachten wij vervolgens antwoord te geven op de vraag wanneer een bestuurder een tegenstrijdig belang heeft en in paragraaf 4 hoe een bestuurder in een dergelijk geval dient te handelen. Daarbij wordt een beursgenoteerde vennootschap als uitgangspunt genomen. Paragraaf 5 bevat onze conclusie.

### 2 Feiten

#### 2.1 *Het biedingsproces*

Op 20 juli 2015 kwam er een gezamenlijk persbericht van Ten Cate en Tennessee Acquisition B.V. naar buiten.<sup>2</sup> Tennessee Acquisition B.V. is een vennootschap die is opgericht door een consortium bestaande uit Gilde Buy Out Partners, Parcom

1 ABM Financial News, TenCate vertrekt op 17 maart van de Amsterdamse beurs, Het Financieele Dagblad 18 februari 2016, te raadplegen op <<http://fd.nl/beurs/1140150/notering-tencate-wordt-op-17-maart-2016-beeindigd>>.

2 Zie de 'Joint Press Release' van Koninklijke Ten Cate N.V. en Tennessee Acquisition B.V. van 20 juli 2015, te raadplegen op <[www.tencate.com/nl/nieuws/2015/gilde-buy-out-partners-leads-consortium-to-make-a-recommended-cash-offer-for-all-shares-of-tencate.aspx](http://www.tencate.com/nl/nieuws/2015/gilde-buy-out-partners-leads-consortium-to-make-a-recommended-cash-offer-for-all-shares-of-tencate.aspx)>.

T.W. van den Bosch & A.J.C.M. Meijs

Capital en ABN AMRO Participaties (hierna: het Consortium). Het Consortium wordt geleid door Gilde Buy Out Partners. In het persbericht werd bekendgemaakt dat Tennessee Acquisition B.V. voornemens was een bod van € 24,60 (cum dividend) per gewoon aandeel uit te brengen op alle aandelen van Ten Cate. Dit bod werd gesteund door de raad van bestuur en raad van commissarissen van Ten Cate. Grootaandeelhouder Delta Lloyd stemde vooraf al in met het bod. Op 20 oktober 2015 werd vervolgens het biedingsbericht (*offer memorandum*) gepubliceerd.<sup>3</sup> Na het verstrijken van de oorspronkelijke aanmeldingstermijn was echter slechts 60,55% van de aandelen aangemeld. Als belangrijkste reden voor dit lage percentage noemt Het Financieele Dagblad dat een groot deel van de aandeelhouders het bod te laag vond.<sup>4</sup> Ook waren de aandeelhouders het niet eens met de exclusiviteit die door het Consortium in een vroeg stadium was bedongen en bovendien waren zij van mening dat sprake was van belangenverstrengeling van de bestuurders.<sup>5</sup> Om de dwarsliggende aandeelhouders over de streep te trekken, is de aanmeldingstermijn vervolgens verlengd met een maand.<sup>6</sup> Daarnaast werd de prijs verhoogd naar een bedrag van € 26,00 (cum dividend). Uiteindelijk zijn vrijwel alle aandeelhouders overstag gegaan; op 10 februari 2016 bleek dat het Consortium 98,01% van de aandelen verworven had. Op 17 maart 2016 is Ten Cate van de beurs gehaald.<sup>7</sup>

## 2.2 Kritiek

- *Exclusiviteit*

Gedurende het biedingsproces is het handelen van het bestuur van Ten Cate stevig bekritiseerd. Zo verweten enkele aandeelhouders het bestuur dat het in een zeer vroege fase exclusiviteit had verleend aan het Consortium. Toen het Consortium en Ten Cate eind 2014 met elkaar zijn gaan praten, legde het Consortium namelijk reeds de eis op tafel dat Ten Cate exclusief met het Consortium zou

3 Zie het Offer Memorandum van Tennessee Acquisition B.V. van 20 oktober 2015, te raadplegen op <[www.tencate.com/nl/Images/151021%20TenCate%20Tennessee%20-%20Offer%20Memorandum\\_tcm22-40224.pdf](http://www.tencate.com/nl/Images/151021%20TenCate%20Tennessee%20-%20Offer%20Memorandum_tcm22-40224.pdf)>.

4 J. Bos & J. Kooiman, Hoe TenCate ten prooi viel aan een felle machtsstrijd, Het Financieele Dagblad 7 december 2015, te raadplegen op <<http://fd.nl/beurs/1130236/hoe-tencate-ten-prooi-viel-aan-een-felle-machtsstrijd>>.

5 J. Drobber, Overname Ten Cate aan zijden draadje, Het Financieele Dagblad 17 december 2015, te raadplegen op <<http://fd.nl/beurs/1132182/overname-ten-cate-aan-zijden-draadje>>.

6 Zie het persbericht dat is gepubliceerd op de website van Koninklijke Ten Cate N.V. met onderwerp 'Tennessee acquisition B.V. extends offer period for TenCate until 17:40 hours CET on 14 January 2016', te raadplegen op <[www.tencate.com/news/2015/Tennessee-acquisition-BV-extends-offer-period-for-TenCate-until-17-40-hours-CET-on-14-January-2016.aspx](http://www.tencate.com/news/2015/Tennessee-acquisition-BV-extends-offer-period-for-TenCate-until-17-40-hours-CET-on-14-January-2016.aspx)>.

7 Zie het persbericht dat is gepubliceerd op de website van Koninklijke Ten Cate N.V. met onderwerp 'Delisting of TenCate shares on 17 March 2016', te raadplegen op <[www.tencate.com/nl/nieuws/2016/delisting-of-tencate-shares.aspx](http://www.tencate.com/nl/nieuws/2016/delisting-of-tencate-shares.aspx)>, en ABM Financial News, Ten Cate vertrekt op 17 maart van de Amsterdamse beurs, Het Financieele Dagblad 18 februari 2016, te raadplegen op <<http://fd.nl/beurs/1140150/notering-tencate-wordt-op-17-maart-2016-beeindigd>>.

onderhandelen.<sup>8</sup> Door het accepteren van deze exclusiviteit had Ten Cate niet meer de mogelijkheid om te onderzoeken of er andere gegadigden waren met een mogelijk aantrekkelijker voorstel. Waarom Ten Cate eind 2014 instemde met de voorwaarde van exclusiviteit is niet duidelijk. Mogelijk speelt een rol dat het Consortium toezegde het bedrijf vooralsnog bij elkaar te houden en het management te laten aanblijven, terwijl het bestuur vermoedde dat andere gegadigden hiertoe niet bereid zouden zijn.

• *Belangenverstrengeling*

Een aantal aandeelhouders was volgens Het Financieele Dagblad bovendien verbolgen omdat tijdens het overnameproces de schijn van belangenverstrengeling was gewekt.<sup>9</sup> Die belangenverstrengeling zou er onder andere in gelegen zijn dat statutair bestuurder en CEO De Vries een persoonlijk belang had bij het slagen van de overname door het Consortium.<sup>10</sup> In het biedingsbericht is te lezen dat het de bedoeling was dat na de overname De Vries zou aanblijven als statutair bestuurder.<sup>11</sup> Dit lag volgens sommige aandeelhouders gevoelig aangezien de raad van commissarissen eerder had besloten dat De Vries in 2016 met pensioen moest gaan en zijn opties zou moeten verzilveren. Om dit te voorkomen zou hij op zoek zijn gegaan naar een koper voor Ten Cate, en het Consortium bleek hieraan mee te willen werken.<sup>12</sup>

Een ander heikel punt was dat Ten Cate met het Consortium had afgesproken dat Ten Cate en De Vries na de overname en de beëindiging van de beursnotering mochten gaan investeren in Ten Cate. De Vries was ook aandeelhouder in Ten Cate. Enerzijds was De Vries daarom gebaat met een hoge overnameprijs, anderzijds had hij gezien deze inkoopregeling wellicht toch meer baat bij een lage overnameprijs. De uitstapprijs voor de bestaande aandeelhouders zou immers ook de instapprijs voor de topman worden.<sup>13</sup>

De Vries zat aanvankelijk in de stuurgroep die de overnameplannen zou beoordelen. In verband met de mogelijke investering door het investeringsvehikel van de leden van de familie Ten Cate en de aanvang van onderhandelingen over de managementparticipatievoorwaarden besloten alle bestuurders uit de stuurgroep te stappen. Volgens de vennootschap is dit gebeurd voordat de onderhandelingen

8 Zie de bijdrage van de VEB met onderwerp ‘Ten Cate van de beurs geplukt volgens vertrouwd recept’ van 20 juli 2015, te raadplegen op <[www.veb.net/artikel/05732/ten-cate-van-de-beurs-geplukt-volgens-vertrouwd-recept](http://www.veb.net/artikel/05732/ten-cate-van-de-beurs-geplukt-volgens-vertrouwd-recept)>.

9 G. den Brinker, Kempen morrend akkoord met overname TenCate, Het Financieele Dagblad 18 februari 2016, te raadplegen op <<http://fd.nl/ondernemen/1138484/kempen-morrend-akkoord-met-overname-tencate>>.

10 Dit gold overigens ook voor een van de commissarissen van Ten Cate (de heer Ten Cate).

11 Zie het Offer Memorandum van Tennessee Acquisition B.V. van 20 oktober 2015, p. 22-23, te raadplegen op <[www.tencate.com/nl/Images/151021%20TenCate%20Tennessee%20-%20Offer%20Memorandum\\_tcm22-40224.pdf](http://www.tencate.com/nl/Images/151021%20TenCate%20Tennessee%20-%20Offer%20Memorandum_tcm22-40224.pdf)>.

12 Bos & Kooiman 2015.

13 Zie de bijdrage van J. Heijn, Kluwen van belangen rond overname textielbedrijf Ten Cate, gepubliceerd op de website van Follow the Money op 21 juli 2015, te raadplegen op <[www.ftm.nl/exclusive/kluwen-van-belangen-rond-overname-textielbedrijf-ten-cate/](http://www.ftm.nl/exclusive/kluwen-van-belangen-rond-overname-textielbedrijf-ten-cate/)>.

T.W. van den Bosch & A.J.C.M. Meijs

zijn gestart, maar sommige aandeelhouders en de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) blijven sceptisch over de rol van CEO De Vries.<sup>14</sup>

### 3 Was er een tegenstrijdig belang bij het openbaar bod op Ten Cate?

#### 3.1 Rol van het bestuur van een beursgenoteerde onderneming bij een vriendelijk openbaar bod

De eerste centrale vraag in deze bijdrage is of het belang dat bestuurders hebben in een situatie zoals aan de orde was bij het openbaar bod op Ten Cate aange-merkt kan worden als een tegenstrijdig belang. Om deze vraag te beantwoorden bespreken wij eerst enkele aspecten van een vriendelijk openbaar bod en de rol van bestuurders daarbij. Hierna komen de relevante regelgeving en jurisprudentie aan bod. Aan het einde van deze paragraaf zullen wij vervolgens een antwoord op deze eerste vraag geven.

Bij de biedingsstrijd van Ten Cate ging het om een vriendelijk en volledig openbaar bod op de aandelen in Ten Cate. Van een vriendelijk bod is sprake wanneer de potentiële bieder de steun van het bestuur (management) van de doelvennootschap verkrijgt. Dat vergt dus betrokkenheid van bestuurders en een bestuursbesluit.<sup>15</sup> Bij een vriendelijk openbaar bod onderhandelt de potentiële bieder namelijk over de belangrijkste voorwaarden van het bod met de doelvennootschap, voordat de aankondiging van het openbare bod geschiedt. Het zijn uiteraard echter de aandeelhouders die bereid moeten zijn om het bod te aanvaarden.

Bij de onderhandelingen met een potentiële bieder in het algemeen en de uitkomst van een openbaar bod in het bijzonder spelen dus ook de persoonlijke belangen van de bestuurders een rol. Dit kunnen allerlei soorten belangen zijn. In het artikel van Tienstra en Oostwouder wordt een drietal situaties beschreven waarin de eigen belangen van bestuurders een rol kunnen spelen bij hun overwegingen ten aanzien van een voorgenomen openbaar bod. Ten eerste, de positie van de bestuurder: verliest hij die of krijgt hij een aantrekkelijke functie na gestanddoening van het bod. Ten tweede, een dubbelrol van de bestuurder wan-

14 Bos & Kooiman 2015. Uit dit artikel blijkt dat commissaris Ten Cate, wiens rol eveneens stevig bekritiseerd wordt, ook deel uitmaakte van deze stuurgroep en reeds uit deze stuurgroep stapte voordat de bestuurders dit deden, om de schijn van belangenverstrengeling tegen te gaan.

15 In de wetsgeschiedenis en literatuur lijkt er geen twijfel over te bestaan dat een gemotiveerde standpuntbepaling van het bestuur kwalificeert als een bestuursbesluit (in de zin van art. 2:15 BW). Zie bijv. Kamerstukken II 2008/09, 31763, 3, p. 12-13, G.A. ter Neuzen, De rol van de raad van commissarissen bij een openbaar bod, V&O 2008, afl. 11, p. 233, K.L. Tienstra & W.J. Oostwouder, Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen, O&F 2014, afl. 1, p. 49 en R. Boogaard, Tegenstrijdig belang van een bestuurder in geval van een public to private-management buy-out, V&O 2008, afl. 6, p. 121. Voor de volledigheid merken wij op dat in de literatuur kritiek is ontstaan op de nieuwe tegenstrijdig-belangregeling omdat de regeling ervan uitgaat dat aan rechtshandelingen altijd besluitvorming voorafgaat, terwijl dit in de praktijk niet altijd zo is. Zie hierover o.a. A.F.M. Dorresteyn, De nieuwe tegenstrijdigbelangregeling en de praktijk, O&F (18) 2010, afl. 2, p. 123 en J.B. Huizink, Voorstel tegenstrijdig belang ramp voor aandeelhouders, TvI 2009, afl. 9, p. 2-3.

neer hij zowel bestuurder als aandeelhouder is van de doelvennootschap en daardoor gebaat is bij een hoge prijs na gestanddoening van het bod. Ten derde, de situatie dat de bestuurder aandelen in de biedende vennootschap zal ontvangen na gestanddoening van het bod.<sup>16</sup> Belangenverstrengeling is dus bijna een gegeven in de voorfase van een vriendelijk openbaar bod. De vraag is echter of en wanneer dit kwalificeert als een tegenstrijdig belang op basis van de relevante regelgeving, jurisprudentie en literatuur.

### 3.2 Regelgeving, jurisprudentie en literatuur

#### • *De wet en de uitleg daarvan*

Sinds de inwerkingtreding van de Wet bestuur en toezicht is de tegenstrijdig-belangbepaling voor naamloze vennootschappen te vinden in art. 2:129 lid 6 van het Burgerlijk Wetboek (BW) (art. 2:239 lid 6 BW voor besloten vennootschappen).<sup>17</sup> Uit de wetstekst blijkt dat van een tegenstrijdig belang sprake is wanneer een bestuurder een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat strijdig is met het belang van de vennootschap. In de literatuur worden drie vormen van tegenstrijdig belang onderscheiden: een direct tegenstrijdig belang, een indirect tegenstrijdig belang en een (zuiver) kwalitatief tegenstrijdig belang. Met een direct tegenstrijdig belang wordt bedoeld dat de bestuurder de wederpartij is van de vennootschap, met een indirect tegenstrijdig belang dat de bestuurder in een bijzondere verhouding staat tot de wederpartij van de vennootschap en met een kwalitatief tegenstrijdig belang dat de bestuurder in zijn hoedanigheid van bestuurder of commissaris betrokken is bij een rechtshandeling met een vennootschap waarin hij ook bestuurder of commissaris is.<sup>18</sup>

In het arrest *Bruil/Kombex*<sup>19</sup> is het begrip tegenstrijdig belang door de Hoge Raad nader uitgelegd. Uit het arrest blijkt dat sprake is van een tegenstrijdig belang wanneer 'de bestuurder te maken heeft met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend heeft laten leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming'. Of daar in een concrete situatie sprake van is, dient te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Degene die zich beroept op deze regeling zal moeten aantonen dat sprake was van omstandigheden 'die zodanig van invloed kunnen zijn geweest op de besluitvorming van de betrokken bestuurder dat deze zich niet in staat had mogen achten het belang van

16 Tienstra & Oostwouder 2014, p. 48-49.

17 Wet van 6 juni 2011 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen, Stb. 2011, 275. Voor commissarissen is een vergelijkbare tegenstrijdig-belangregeling opgenomen in art. 2:140 lid 5 BW (art. 2:250 lid 5 BW voor de bv). Voor meer informatie over tegenstrijdig belang van een commissaris, zie J.B. Huizink, in: *GS Rechtspersonen*, art. 140 Boek 2 BW, aant. 8.1 e.v. (elektronisch geraadpleegd).

18 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/403 & M.C.P. van Dongen, *De nieuwe tegenstrijdigbelangregeling nader beschouwd*, TvOB 2013, afl. 2, p. 47.

19 HR 29 juni 2007, NJ 2007/420 (*Bruil/Kombex*), zoals bevestigd in HR 12 december 2011, JOR 2011/363 (*Van Welie/M.E. Beheer*). Zie hierover ook Van Dongen 2013, p. 45.

de vennootschap(pen) en de daaraan verbonden onderneming met de vereiste integriteit en objectiviteit te behartigen'.<sup>20</sup> Dat de bestuurder de rechtstreekse wederpartij van de vennootschap is, is niet per definitie bepalend en een zuiver kwalitatief tegenstrijdig belang wordt niet aangemerkt als een tegenstrijdig belang. Een zuiver tegenstrijdig belang wordt in de literatuur omschreven als 'het enkele dragen van twee petten door een bestuurder'.<sup>21</sup>

- *Corporate governance*

Voor een beursgenoteerde onderneming als Ten Cate zijn naast de bepalingen uit het BW ook de bepalingen uit de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Frijns) (hierna: Corporate Governance Code) van toepassing.<sup>22</sup> De Corporate Governance Code is volgens de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam en de Hoge Raad ook een bron van recht, waarmee rekening moet worden gehouden bij de vaststelling van wat redelijk en billijk is in een concreet geval.<sup>23</sup> De Corporate Governance Code kent zelf geen definitie van een tegenstrijdig belang, maar geeft wel nadere regels hoe met tegenstrijdige belangen moet worden omgegaan. Uit de Preambule van de Corporate Governance Code onder 11 blijkt dat het bestuur bij overnamesituaties ook andere relevante belangen dan de hoogste prijs voor de aandeelhouders moet meewegen wanneer het beslist over een bod en dat zo'n geval een bijzondere betrokkenheid van de raad van commissarissen vergt. In best practice bepaling II.3 is bepaald dat elke vorm en schijn van belangenverstrengeling tussen de vennootschap en bestuurders dienen te worden vermeden.<sup>24</sup> Meer specifiek blijkt uit best practice bepalingen II.3.2-II.3.4 dat bestuurders met een tegenstrijdig belang dat van materiële betekenis is, dit aan de raad van commissarissen moeten melden. Hiervan is onder meer sprake wanneer een bestuurder tevens bestuurder of toezichthouder bij een partij is waarmee een transactie wordt gedaan.<sup>25</sup> Opmerkelijk genoeg is op basis van de Corporate Governance Code dus ook een zuiver kwalitatief tegenstrijdig belang

20 HR 29 juni 2007, NJ 2007/420 (Bruil/Kombex). Zie hierover ook M.L. Lennarts, in: T&C Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2014, p. 333.

21 Lennarts 2014, p. 334.

22 Via AMvB (Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag) is de Nederlandse Corporate Governance Code aangewezen als gedragscode waaraan beursgenoteerde vennootschappen moeten refereren in hun bestuursverslag. Zij moeten daarbij ook aangeven in hoeverre zij aan deze Corporate Governance Code voldoen (de 'comply or explain'-regel). Zie hierover ook de website van de Commissie Corporate Governance, te raadplegen op <[www.commissiecorporategovernance.nl/](http://www.commissiecorporategovernance.nl/)> en Van Schilfgaarde/Winter & Wezeman, Van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2013, p. 40-42.

23 F. Leijten, Tegenstrijdig belang: een corporate governance kluit, in: Jaarboek Corporate Governance 2012-2013, Deventer: Kluwer 2013, p. 92.

24 Zie hierover ook F.K. Buijn & P.M. Storm, Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk, Deventer: Kluwer 2013, p. 677.

25 Zie hierover ook A.F.J.A. Leijten, Tegenstrijdig belang en openbaar bod, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), Handboek openbaar bod, Deventer: Kluwer 2008, p. 346.

bezwaarlijk, terwijl wij eerder zagen dat dit op basis van de wet en jurisprudentie (voor niet-beursgenoteerde vennootschappen) niet zo is.<sup>26</sup>

Op 11 februari 2016 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: Commissie) een consultatiedocument gepubliceerd met daarin haar voorstel voor herziening (hierna: het Consultatiedocument). In dit Consultatiedocument is voor de handelwijze van het bestuur (en raad van commissarissen) bij overnamesituaties een apart principe ingeruimd. In overeenstemming met de jurisprudentie is in het Consultatiedocument opgenomen dat het bestuur zich bij overnamesituaties dient te laten leiden door het belang van de vennootschap en de belangen van de bij de vennootschap betrokken stakeholders.

- *Statuten van Ten Cate*

In de statuten van een vennootschap kan een afwijkende regeling worden opgenomen ten aanzien van de goedkeuring bij een tegenstrijdig belang voor de situatie dat besluitvorming door zowel bestuur als raad van commissarissen (indien aanwezig) onmogelijk is.<sup>27</sup> In de statuten van Ten Cate is de tegenstrijdig-belangregeling opgenomen in art. 15.2. Daarin is, in overeenstemming met de wet, bepaald dat in alle gevallen waarin een lid van de raad van bestuur een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, hij niet deelneemt aan de beraadslaging en besluitvorming en dat, wanneer daardoor geen besluit kan worden genomen, de raad van commissarissen het besluit neemt. In de statuten van Ten Cate is ook geen afwijkende regeling opgenomen voor de situatie dat alle commissarissen een tegenstrijdig belang hebben en om die reden geen besluit kunnen nemen. In een dergelijk geval dient het besluit derhalve door de algemene vergadering van Ten Cate te worden genomen, zo blijkt uit art. 2:140 lid 5 BW (art. 2:250 lid 5 BW voor een besloten vennootschap).<sup>28</sup>

- *Literatuur: ook belangenverstrengeling?*

Bij een dubbelrol van een bestuurder kan weliswaar de onafhankelijkheid in het geding komen, maar dat betekent nog niet dat er sprake is van een tegenstrijdig belang in de zin van art. 2:129 lid 4 BW.

Op het eerste gezicht lijkt er geen twijfel over te kunnen bestaan dat er sprake is van belangenverstrengeling (of belangenvermenging) wanneer een bestuurder zijn functie wil behouden en daartoe een akkoord sluit met een potentiële koper. Toch overwoog de Ondernemingskamer in de ABN AMRO zaak dat 'de enkele omstandigheid dat waarschijnlijk is dat bestuurders en commissarissen (...) zitting krijgen in de board van de op te richten fusievennootschap' onvoldoende

26 Zie hierover A.F.M. Dorresteyn, Tegenstrijdig belang: statuten en reglementen van beursvennootschappen onderzocht, O&F (22) 2014, afl. 4, p. 25-26.

27 J.B. Huizink, in: GS Rechtspersonen, art. 129 Boek 2 BW, aant. 17.8 (elektronisch geraadpleegd); Buijn & Storm 2013, p. 267; Van Dongen 2013, p. 48.

28 Zie hierover voorts Leijten 2013, p. 96.

grond gaf 'voor een vermoeden van belangenvermenging'.<sup>29</sup> Deze overweging lijkt op gespannen voet te staan met de Corporate Governance Code, nu daaruit blijkt dat ook een zuiver kwalitatief belang als een tegenstrijdig belang kwalificeert. Maar zelfs als sprake zou zijn van belangenverstremgeling, betekent dat niet noodzakelijkerwijs dat het belang van een bestuurder ook tegengesteld is aan dat van de vennootschap. Hoewel een bestuurder uiteraard wordt geacht het belang van de aandeelhouders mee te wegen bij het nemen van beslissingen, geldt in het Nederlandse ondernemingsrecht immers een zogenaamd 'stakeholdersmodel'.<sup>30</sup> Dat een besluit niet het gunstigste resultaat oplevert voor de aandeelhouders betekent dus niet noodzakelijkerwijs dat dat besluit niet in het vennootschappelijk belang in deze ruime zin is.

In de literatuur is geen eenduidig antwoord te vinden op de vraag of belangenverstremgeling als tegenstrijdig belang in de zin van de wet kwalificeert. Zo lijken Maeijer, Van Solinge, Nieuwe Weme en Kemperink belangenverstremgeling (op het niveau van de interne besluitvorming) onder de noemer tegenstrijdig belang te scharen. Maeijer, Van Solinge en Nieuwe Weme merken nog wel op dat bij de toepassing van art. 2:146/256 (oud) BW een enge uitleg van het begrip tegenstrijdig belang wordt verdedigd.<sup>31</sup> Kemperink stelt dat uit art. 2:129 lid 6 BW blijkt dat bestuursvoorzitters en andere bestuursleden zich 'op het eerste gezicht terughoudend moeten opstellen wanneer hun onderneming het voorwerp wordt of dreigt te worden van een openbaar bod'.<sup>32</sup> Volgens Wezeman kan een besluit van een bestuurder die zich door andere belangen dan die van de vennootschap laat leiden ook vernietigbaar zijn vanwege strijd met de redelijkheid en billijkheid. Wezeman bespreekt echter vervolgens ook de tegenstrijdig-belangregeling in dat licht.<sup>33</sup> Sterk maakt daarentegen een duidelijk onderscheid tussen verenigbare belangen, tegenstrijdige belangen en belangenverstremgeling, waarbij hij voor de laatste variant aansluit bij art. 2:8 en 2:9 BW.<sup>34</sup> Volgens De Brauw en Noome moet de vennootschapsleiding bij de beoordeling van een openbaar bod 'rekening houden met de gevolgen voor de stakeholders, waaronder de aandeelhouders, en bezien of de met het bod te realiseren overname hun belangen onnodig of onevenredig zou benadelen'. Zij merken ook op dat achterstelling van belangen

- 29 Hof Amsterdam (OK) 17 april 2008, JOR 2008/157 (ABN AMRO) m.nt. Doorman. Zie hierover ook M.W. Josephus Jitta & B.R. van der Klip, *De rol van het bestuur en de raad van commissarissen bij een openbaar bod*, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 323.
- 30 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/410 en Boogaard 2008, p. 119. Zie over dit stakeholdersmodel eveneens Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 305-307.
- 31 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/410.
- 32 G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, Deventer: Kluwer 2013, p. 162.
- 33 J.B. Wezeman, in: *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Den Haag: Sdu Uitgevers, art. 2:8 BW, C.1.21 (elektronisch geraadpleegd, bijgewerkt tot 23 juni 2015). Daarbij verdient wel opmerking dat het verschil van weinig betekenis is; het mogelijke gevolg van overtreding van art. 2:129 lid 6 en 2:8 BW is in beginsel interne vernietigbaarheid van het besluit.
- 34 S.J. Sterk, *Belangenverstremgeling bij bestuurders: balanceren bij de uitoefening van de fiduciaire bestuurstaak*, TAO 2015, afl. 2, p. 57-58.



toelaatbaar is 'voor zover dat nodig is en gerechtvaardigd wordt door de gekozen strategie, minder benadelende alternatieven niet voorhanden zijn, de nadelige gevolgen niet gemitigeerd kunnen worden door de koers aan te passen en de achterstelling van die belangen niet disproportioneel is'.<sup>35</sup>

### 3.3 *Tussenconclusie: tegenstrijdig belang in een situatie zoals bij Ten Cate?*

Zoals wij eerder zagen, vonden de aandeelhouders de rol van bestuurder De Vries om twee redenen twijfelachtig. Ten eerste werd hem in het vooruitzicht gesteld dat hij kon aanblijven in zijn huidige functie en ten tweede mocht hij gaan investeren in Ten Cate na gestanddoening van het bod. De belangen van de bestuurder en commissaris zagen dus zowel op behoud van positie als op een potentieel persoonlijke investering.

In het licht van de ABN AMRO-zaak wagen wij te betwijfelen of het eerste belang (aangeblijven als bestuurder) als belangenvermenging en zeker als tegenstrijdig belang kwalificeert. Ten aanzien van het financiële belang is dat problematischer, nu De Vries niet alleen een aandelenbelang had in Ten Cate, maar eveneens de mogelijkheid had om nieuwe aandelen te kopen na gestanddoening van het bod. Uit de media blijkt dat voor verschillende stakeholders de schijn van belangenverstrengeling daarmee was gewekt. De Corporate Governance Code schrijft voor dat reeds een dergelijke schijn van belangenverstrengeling door bestuurders moet worden vermeden. Het is dus heel goed mogelijk dat de rechter in een situatie zoals bij Ten Cate oordeelt dat sprake is van een tegenstrijdig belang. Dit is echter eveneens afhankelijk van de verdere omstandigheden van het geval.

## 4 Hoe dient een geconflieeerde bestuurder te handelen?

### 4.1 *De wet en de uitleg daarvan*

Sinds de inwerkingtreding van de Wet bestuur en toezicht in 2013 geldt dat het bestuurders van besloten of naamloze vennootschappen die zich in een tegenstrijdig-belangsituatie bevinden bij wet verboden is om deel te nemen aan beraadslagingen en besluitvorming van het bestuur.<sup>36</sup> Voor alle nv's blijkt deze regel uit art. 2:129 lid 6 BW. Voor die tijd gold dat een bestuurder bij een tegenstrijdig belang de vennootschap niet mocht vertegenwoordigen. Uit de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel waarmee de tegenstrijdig-belangregeling is aangepast, blijkt dat met de tegenstrijdig-belangbepaling wordt beoogd te voorkomen dat bestuurders zich bij beraad en besluitvorming inzake vennootschapsaangelegenheden laten leiden door persoonlijke belangen die strijdig zijn met het belang van de vennootschap.<sup>37</sup>

35 C. de Brauw & M. Noome, *Concurrerende biedingen anno 2015*, *Ondernemingsrecht* 2015/121, p. 626-627.

36 Stb. 2011, 275.

37 Kamerstukken II 2008/09, 31763, 3, p 12-14. Zie hierover ook Buijn & Storm 2013, p. 265.

T.W. van den Bosch & A.J.C.M. Meijs

Bij een mogelijk tegenstrijdig belang is het voor bestuurders belangrijk dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze gescheiden worden gehouden.<sup>38</sup> Het betrachten van transparantie is daarbij het uitgangspunt.<sup>39</sup> Bovendien dient een bestuurder met een mogelijk tegenstrijdig belang zijn medebestuurders daarvan in kennis te stellen.<sup>40</sup> Volgens Kemperink mogen geconflieeerde bestuurders in de praktijk wel betrokken zijn bij het leggen van de eerste contacten en de onderhandelingen die daarop zouden volgen, maar dienen de niet-geconflieeerde bestuurders of de raad van commissarissen in een dergelijk geval te beraadslagen en het betreffende besluit te nemen. Opmerking verdient daarbij wel dat betoogd kan worden dat een bestuurder die te lang betrokken blijft bij de onderhandelingen jegens de aandeelhouders en de vennootschap niet handelt naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd in de zin van art. 2:8 BW. Kemperink stelt daarom dat een bestuurder zich mag bemoeien met het bod tot het moment dat 'het geacht moet worden mogelijk en zinvol te zijn dat de vennootschap haar positie bepaalt'.<sup>41</sup>

Indien de vennootschap geen raad van commissarissen heeft, dient het besluit te worden genomen door de algemene vergadering. Een besluit dat in strijd is genomen met art. 2:129 lid 6 BW kan worden vernietigd door de vennootschap op grond van art. 2:15 BW. Ook kunnen bestuurders die in strijd handelen met de tegenstrijdig-belangregeling door de vennootschap aansprakelijk worden gesteld op basis van art. 2:9 en 6:162 BW.<sup>42</sup> Overtreding van de besluitvormingsregels van art. 2:129 lid 6 BW kan tevens leiden tot de conclusie van de Ondernemingskamer dat er sprake is van wanbeleid. De tegenstrijdig-belangregeling heeft echter slechts interne werking en kan in principe niet aan derden worden tegengeworpen. Met andere woorden, art. 2:129 lid 6 BW tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van geconflieeerde bestuurders niet aan. Dit is slechts anders indien de wederpartij wist of moest weten dat sprake was van een tegenstrijdig belang en zij misbruik maakt van het niet naleven van de voorschriften inzake tegenstrijdig belang.<sup>43</sup>

Voor de volledigheid merken wij ten slotte op dat sinds de inwerkingtreding van de 'Wet Claw Back' de waarde van aandelen, certificaten of opties die bestuurders als beloning hebben ontvangen, bevroren dient te worden op het niveau van vier weken voor de aankondiging van een openbaar bod.<sup>44</sup> Eventuele waardeestijging die is ontstaan na dit bevroeringsmoment wordt vervolgens in mindering

38 Zie bijv. HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, RvdW 2013/933 (VEB c.s./KLM en Air France), r.o. 3.3.1.

39 Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, NJ 1984/481 m.nt. Maeijer (Linders/Hofstee), r.o. 4.

40 F.K. Buijn & P.M. Storm, Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk, Deventer: Kluwer 2013, p. 266.

41 Kemperink 2013, p. 163-164.

42 Zie hierover ook Buijn & Storm 2013, p. 266-267 en Van Dongen 2013, p. 44-52.

43 Kamerstukken II 2008/09, 31763, 3, p 14. De toepassing van de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid in een dergelijk geval is ontleend aan het arrest HR 17 december 1982, NJ 1983/480 m.nt. Ma (Bibolini).

44 Stb. 2013, 563, geïmplementeerd in art. 2:135 lid 7 BW.

gebracht op de bezoldiging van de bestuurders van de vennootschap waarop het bod was uitgebracht. De wetgever beoogde met deze wetswijziging, in lijn met de tegenstrijdig-belangregeling, te voorkomen dat bestuurders aansturen op een overname omdat zij daarmee persoonlijk financieel voordeel behalen.<sup>45</sup>

#### 4.2 *Corporate Governance Code*

Uit best practice bepalingen II.1.10 en II.1.11 blijkt dat bij een overnamebod op de (certificaten van) aandelen in de vennootschap het bestuur er zorg voor dient te dragen dat de raad van commissarissen tijdig en nauw bij het overnameproces wordt betrokken en wanneer het een bod van een derde bieder ontvangt, dit onverwijld met de raad van commissarissen bespreekt. Uit de verantwoording bij de *Corporate Governance Code* onder 28 blijkt verder dat naar de opvatting van de Commissie het bestuur en de raad van commissarissen de verantwoordelijkheid hebben om uitgebrachte biedingen op hun merites te beoordelen en de aandeelhouders hierover van advies te dienen.

In het Consultatiedocument is opnieuw onderstreept dat van het bestuur wordt verwacht dat het de raad van commissarissen nauw bij het overnameproces betreft. De Commissie stelt nu bovendien ook voor een nieuwe best practice bepaling te introduceren, waarin wordt opgenomen dat bij een (voorgenomen) overnamebod op de aandelen een speciale commissie wordt ingesteld bij de (doel)vennootschap ter voorbereiding van de besluitvorming over het bod. Deze speciale commissie moet uit leden van het bestuur en de raad van commissarissen bestaan.

## 5 Conclusie

De uiteenlopende maar evidente belangen die bestuurder De Vries bij het slagen van het openbaar bod op Ten Cate door het Consortium had, alsmede de uitgebreide commotie die naar aanleiding daarvan ontstond, maken de overname van Ten Cate tot een interessante casus, aan de hand waarvan de problematiek omtrent het tegenstrijdig belang van een bestuurder kan worden besproken. Door actief ingrijpen van een aantal stakeholders en uitgebreide aandacht in de media werd kort voor deze overname niet alleen het initiële bod op Ten Cate significant verhoogd, maar werd het uiteindelijke bod ook nog bijna gefrustreerd. De belangrijkste reden daarvoor was dat, volgens een groot deel van de aandeelhouders en enkele andere stakeholders, sprake was van ontoelaatbare belangenverstrengeling. Zo zou De Vries hebben ingestemd met een te laag bod omdat het Consortium had toegezegd dat hij zijn functie na de overname kon behouden en hij (na de beursexit) een aanvullend aandelenpakket in de overgenomen vennootschap mocht verwerven.

45 Zie voor meer informatie over de 'Wet Claw Back' en de gevolgen daarvan H.J. de Kluiver, *Kroniek van het Ondernemingsrecht*, NJB 2013/789, p. 8 en Tienstra & Oostwouder 2014, p. 53.

T.W. van den Bosch & A.J.C.M. Meijs

Om te voorkomen dat bestuurders zich laten leiden door persoonlijke belangen – in plaats van door het belang van de vennootschap – is in de wet opgenomen dat een bestuurder niet mag deelnemen aan beraadslagingen en besluitvorming indien hij daarbij een tegenstrijdig belang heeft. Uit het standaardarrest Bruil/Kombex blijkt dat de vraag of sprake is van een tegenstrijdig belang beantwoord dient te worden aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Daarbij spelen de integriteit en objectiviteit van de bestuurder een belangrijke rol.

Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen dienen zich, naast aan de wet, eveneens aan de regels te houden die zijn neergelegd in de Corporate Governance Code. Op basis van die code dient te worden voorkomen dat zelfs de schijn van belangenverstrengeling wordt gewekt. Daarnaast blijkt uit de Corporate Governance Code dat de raad van commissarissen tijdig en nauw bij een overnameproces betrokken dient te worden. Wanneer de voorstellen die zijn opgenomen in het Consultatiedocument in werking treden, zal bovendien voorafgaand aan de besluitvorming omtrent een openbaar bod een speciale commissie moeten worden ingesteld.

Wij merken op dat bestuurders in de praktijk in vrijwel alle gevallen een zeker eigen belang hebben bij het al dan niet slagen van een overname. Zo ligt het voor de hand dat een bestuurder een inschatting zal maken over het behoud van zijn functie. Bovendien komt het in de praktijk regelmatig voor dat bestuurders ook aandeelhouder zijn van de doelvennootschap. Een dergelijk persoonlijk belang wordt echter niet per definitie aangemerkt als belangenvermenging, en is zeker niet altijd tegenstrijdig met het belang van de vennootschap. In Nederland bestaat het vennootschappelijk belang namelijk niet alleen uit het belang van de aandeelhouders, maar ook uit het belang van de stakeholders in brede zin.

Hoewel het zeer de vraag is of de rechter het hebben van een aandelenpakket in de doelvennootschap of de toezegging dat een bestuurder zijn functie behoudt, zal aanmerken als een tegenstrijdig belang, achten wij dat heel goed mogelijk als tevens een afspraak wordt gemaakt met de biedende partij dat een bestuurder zich mag inkopen in de overgenomen vennootschap. De Vries heeft zich gedurende het overnameproces weliswaar teruggetrokken uit de stuurgroep die de overname beoordeelde, maar het is de vraag of het niet gepast en verstandig was geweest om dit reeds in een eerdere fase te doen. De kritiek op het handelen van De Vries heeft bovendien duidelijk gemaakt dat door een gebrek aan zorgvuldigheid en transparantie richting en communicatie met de aandeelhouders een openbaar bod kan worden gefrustreerd. Door de negatieve media-aandacht die dat met zich meebrengt, kunnen bestuurders, commissarissen en de vennootschap bovendien gezichtsverlies lijden. De wet schrijft weliswaar voor dat een bestuurder zijn medebestuurders moet inlichten over een mogelijk tegenstrijdig belang, maar wij denken dat bestuurders ook zorgvuldig en transparant moeten zijn tegenover andere stakeholders, met name ten opzichte van de aandeelhouders. Door niet alleen de medebestuurders en (deels medegeconflicteerde) commissarissen in te lichten, maar eveneens beter te communiceren met de aandeelhouders kan een ongelukkige en turbulente periode zoals bij Ten Cate mogelijk worden voorkomen.