

## Behoorlijk ondernemerschap bij overnamegeschillen – de kwestie Rodamco North America

### Inleiding

Op 22 maart 2002 kwam de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (hierna: OK) tot haar eindoordeel in de enquêteprocedure betreffende Rodamco North America N.V. (hierna: RNA), de kwestie die in de media reeds tot 'de bakstenenoorlog' was omgedoopt. De OK geeft in deze beschikking verdere invulling aan 'elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap' in overnamegeschillen.

Dit artikel geeft de hoofdlijnen weer van de laatste OK-beslissing inzake RNA. Daarbij wordt kort besproken aan welke normen target companies en hun bestuurders zich dienen te houden in geval van een (ongewenste) overnamepoging, zowel voorafgaand aan als tijdens een eventuele enquêteprocedure, op grond van de normen die de OK daarvoor geeft inzake RNA en de eerdere overnamestrijd rond Gucci Holding N.V. (hierna: Gucci).

### De RNA-zaak

#### *Feiten*

RNA is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal in de zin van artikel 2:76a BW, die haar vermogen met name in vastgoed in Noord-Amerika belegt. De vennootschap kent een 'open structuur'; de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) benoemt bestuurders en commissarissen met volstreekte meerderheid van stemmen zonder enige quorumvereisten en RNA kent geen beschermingsconstructies. Van actieve aandeelhoudersparticipatie is geen sprake bij RNA. Grootste aandeelhouder is pensioenfonds ABP met 30,5% van de uitstaande aandelen.

In augustus 2001 verkoopt ABP 23,9% van de uitstaande aandelen in RNA aan een concurrent van RNA, het Australische vastgoedfonds Westfield. Westfield wordt aldus in één keer de grootste aandeelhouder in RNA en zou daarmee de facto beslissende zeggenschap in de AVA kunnen uitoefenen. Tijdens gesprekken met het management van RNA in de periode augustus – september 2001 maakt Westfield duidelijk niet voornemens te zijn een openbaar bod op de resterende uitstaande aandelen RNA uit te brengen. Wel wil Westfield de AVA voorstellen om Westfields bestaande activiteiten in Noord-Amerika met die van RNA samen te voegen, Westfield het beheer over de gezamenlijke portefeuille

te laten voeren en, daarmee, om het RNA-bestuur te ontslaan. Het bestuur van RNA ziet niets in Westfields plannen, meent dat deze tot hoge (management)kosten zullen leiden en dat het risico bestaat dat de belangen van RNA in het geschetste scenario ondergeschikt zouden worden aan die van Westfield.

Als tegenzet geeft het bestuur van RNA eind september 2001 14,7 miljoen nieuwe, gewone aandelen RNA uit aan een nieuw opgerichte Stichting RNA (hierna: Stichting), die tevens een optie tot verdere verwerving van aandelen verkrijgt. Aldus verwatert het belang van Westfield en zou Stichting, bij uitoefening van de call-optie, maximaal 41,2% van het geplaatste kapitaal van RNA in handen kunnen krijgen.

Westfield verzoekt de OK hierop een onderzoek in te stellen naar de gang van zaken en het beleid van RNA, stellende dat sprake is van gegronde redenen om aan de juistheid van dat beleid te twifelen.

Op 16 oktober 2001 oordeelt de OK dat sprake is van een situatie die vergelijkbaar is met uitgifte van preferente beschermingsaandelen, waartoe het RNA-bestuur, gelet op de statuten van de vennootschap, niet bevoegd zou zijn geweest. Meer in het algemeen overweegt de OK dat het opwerpen van beschermingsmaatregelen gericht tegen een aandeelhouder niet goed verenigbaar lijkt met de open structuur van RNA, waarin de aandeelhouders bestuurders en commissarissen relatief eenvoudig kunnen ontslaan. De aard van RNA, als beleggingsmaatschappij met uitsluitend doel om haar vermogen te beleggen en de aandeelhouders in de opbrengst te doen delen, maakt voorts dat met belangen van anderen dan de aandeelhouders, bijvoorbeeld werknemers, in dit geval (aanzienlijk) minder rekening gehouden behoeft te worden. Of anders gezegd, dat het vennootschapsbelang vooral samenvalt met het belang van de aandeelhouders. De OK ziet daarom voldoende aanleiding voor het houden van een enquêteonderzoek en legt RNA bij wijze van onmiddellijke voorziening, voor de duur van het geding, de verplichting op Westfield te erkennen als houdster van de door Westfield gehouden aandelen in RNA met alle bijbehorende rechten. Ondanks het verzoek daartoe van Westfield trof de OK geen voorziening waardoor Stichting haar stemrecht (tijdelijk) niet zou kunnen uitoefenen; aldus bleef de status quo binnen RNA in essentie gehandhaafd.

Het uiteindelijke oordeel van onderzoekers en de OK volgt in februari en maart 2002. In dit verband zij wel reeds opgemerkt dat de betrokken partijen tijdens de

loop van het onderzoek tot een oplossing van hun geschil kwamen; RNA verkocht in januari 2002, behoudens goedkeuring van de AVA, haar activa (en passiva) aan Westfield en twee andere partijen, Simon Property Group en The Rouse Company, waarna RNA de opbrengst aan haar aandeelhouders zou uitkeren en geliquideerd zou worden. Hiermee nam Westfield tezamen met twee andere partijen alsnog RNA geheel over.

*Oordeel OK over uitgifte aandelen aan Stichting*

Met de onderzoekers oordeelde de OK in haar beschikking van 22 maart 2002 dat RNA in strijd met elementaire beginselen van ondernemerschap had gehandeld.

De oprichting van Stichting en de uitgifte van aandelen aan Stichting achtte de OK in beginsel toegestaan. Het was RNA duidelijk dat Westfield als grootste aandeelhouder feitelijk in een positie was om tijdens een AVA haar plannen door te voeren, terwijl aan deze plannen nadelen voor RNA verbonden waren en dus niet aanstonds duidelijk was of de koers die Westfield voorstond, wel de juiste was voor RNA. Met de uitgifte van aandelen aan Stichting was RNA in staat de status quo in stand te houden en met Westfield en anderen verder te spreken over de te volgen strategische koers. Dat de emissiebevoegdheid van het bestuur aldus gebruikt werd voor het opzetten van een beschermingsconstructie en niet voor haar eigenlijke doel, het financieren van vennootschapsactiviteiten, deed hieraan niet af. De OK ging in haar beschikking van 22 maart 2002 verder ook niet meer in op de open structuur van RNA en de aard van haar onderneming; omstandigheden die zij wel ten grondslag legde aan haar besluit om een onderzoek naar wanbeleid te gelasten.

Niettegenstaande voormeld uitgangspunt concludeerden onderzoekers evenwel – en de OK nam deze conclusie over – dat de uitgifte van aandelen door RNA aan Stichting in het onderhavige geval niet het doel had de status quo in stand te houden, maar juist om grootaandeelhouder Westfield definitief buiten de deur te houden. Directie en commissarissen onderzochten de door Westfield voorgestane koers onvoldoende, bevorderden niet dat Westfield haar voorstellen aan de overige aandeelhouders op een faire wijze kon presenteren, en beperkten zich tot het afdoen van Westfields voorstellen als onacceptabel. De oprichting van Stichting en de aandelenemissie aan Stichting gingen voorts ook gepaard met hoge kosten voor de aandeelhouders.

Tegen die achtergrond oordeelde de OK dat RNA de door haar in acht te nemen neutrale, gelijke behande-

ling van – groepen van – aandeelhouders had geschonden en aldus in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap had gehandeld, hetgeen wanbeleid oplevert.

De OK merkte op 22 maart 2002 overigens ook het aanzienlijk uitbreiden van de (financiële) rechten en aanspraken van het RNA-management in geval van een wijziging in de zeggenschapsverhoudingen binnen RNA (zogeheten *golden parachutes*) aan als wanbeleid. Dit specifieke onderdeel van de OK-beschikking blijft in dit artikel verder buiten beschouwing. Ook de financiële steun van RNA aan de Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA, eveneens een grond voor wanbeleid, blijft in dit artikel, korthedshalve, buiten beschouwing.

*Handelingsvrijheid RNA tijdens duur enquêteprocedure*

Voordat de conclusie wanbeleid getrokken werd, speelde nog een andere kwestie. Westfield had RNA eind oktober 2001 verzocht te bevestigen dat RNA tijdens de duur van het geding geen stappen zou zetten die de positie van Westfield verder zouden ondermijnen en waardoor de uitkomst van de enquêteprocedure mogelijk niet meer relevant zou zijn. Wellicht heeft Westfield hierbij de ontwikkelingen in de hierna nog kort te bespreken Gucci-procedure voor ogen gehad. Toen RNA hierop niet ondubbelzinnig bevestigend antwoordde, verzocht Westfield de OK om – kort gezegd – door het treffen van voorzieningen te voorkomen dat RNA dergelijke stappen zou (kunnen) zetten. Westfield verzocht de OK onder meer om RNA te verbieden enige wijziging in de zeggenschapsverhoudingen aan te brengen.

De OK overwoog dienaangaande, bij tussenbeschikking van 15 november 2001, dat als uitgangspunt gedurende de enquêteprocedure had te gelden dat RNA zou afzien van het treffen van maatregelen of het verrichten van (rechts)handelingen die in haar – fiscale – karakter en structuur wijziging zouden brengen. Westfield diende, kortom, in de gelegenheid te zijn, zoals zij dat was vóórdat RNA overging tot oprichting van Stichting, haar rechten als 23,9%-aandeelhouder onbelemmerd uit te oefenen. Wel kon RNA haar bedrijfsvoering op de gebruikelijke, normale wijze voortzetten.

In concreto waren partijen het er in dit geval over eens, en de OK onderschreef dit standpunt daarom, dat het RNA vrij zou staan een openbaar bod op al haar aandelen te steunen. De OK oordeelde dat het RNA evenwel niet vrij zou staan om met derden te spreken over enige vorm van samenwerking of om ‘transacties met strategische partners’ aan te gaan.

De OK trof echter geen van de door Westfield verzochte onmiddellijke voorzieningen. Zij leidde uit correspondentie tussen partijen af dat RNA zich voldoende gehouden achtte, en, aldus de OK, ook moest achten, om geen verdere stappen te ondernemen. De OK zag voorshands geen reden om de verzochte voorzieningen te treffen, maar droeg de onderzoekers, in het kader van de mogelijkheid om voorzieningen te treffen 'in het belang van het onderzoek' als bedoeld in artikel 2:349a lid 2 BW, nadrukkelijk op in hun onderzoek te betrekken de vraag of de getroffen onmiddellijke voorzieningen door RNA in acht werden genomen en/of toereikend zijn, alsmede de OK nader te informeren indien het antwoord op een van beide vragen ontkennend zou zijn.

In haar eindbeschikking van 22 maart 2002 oordeelde de OK in dit verband nog dat het aangaan van de overeenkomst met Westfield, Simon Property Group en The Rouse Company in januari 2002, waarbij RNA haar activa en passiva verkocht, niet in strijd kwam met de hiervoor omschreven uitgangspunten, aangezien deze transactie gelijkgesteld kon worden aan een openbaar bod op alle aandelen; slechts om fiscale redenen was de transactie in de vorm van een activa/passiva-transactie gegoten. Ook deze transactie zag op het gehele vermogen van RNA, waarbij de opbrengst gelijkkelijk aan alle aandeelhouders ten goede komt.

#### **Commentaar, mede gelet op eerdere Gucci-zaak**

##### *Verdediging tegen ongewenste overnamepoging*

Het uitgangspunt van vrije verdediging door een vennootschap tegen een ongewenste overname, voorzover dit de beginselen van fair play en gelijkheid van aandeelhouders niet aantast, is in lijn met het uitgangspunt dat de OK recentelijk ook in de veelbesproken Gucci-zaak innam.

Een uitgebreide beschrijving van de feiten in de Gucci-zaak gaat het kader van dit artikel te buiten; zeer kort gezegd breidde LVMH in deze kwestie haar aandelenbelang in concurrent Gucci begin 1999 uit tot circa 35%. In diverse stadia van het geschil spraken LVMH en het bestuur van Gucci over (de voorwaarden van) een eventueel openbaar bod door LVMH op alle aandelen in Gucci, maar LVMH wist het Gucci-bestuur op dit punt niet mee te krijgen. Hierop gaf Gucci, in het kader van een aandelenparticipatieplan voor werknemers, een aanzienlijk aantal nieuwe aandelen uit aan een stichting, welke uitgifte door Gucci in de vorm van een lening werd gefinancierd. Vervolgens entameerde LVMH een enquêteprocedure.

Zoals opgemerkt oordeelde de OK in de Gucci-zaak dat het Gucci in beginsel vrijstond om zichzelf – mits op aanvaardbare wijze – te beschermen tegen een ongewenste overname door 'belager' LVMH, die tevens minderheidsaandeelhouder was. In dit geval legde haar open statutaire structuur (geen beschermingsmaatregelen) Gucci wel een extra zorgvuldigheidsplicht ten opzichte van haar aandeelhouders op, nu een dergelijke structuur verwachtingen wekt. Daarbij was de gekozen methode van (financiering van) uitgifte van aandelen aan de werknemersstichting naar het oordeel van de OK in strijd met de dwingendrechtelijke regels van artikel 2:98c BW. Om deze redenen leverde uitgifte van aandelen aan de stichting toch wanbeleid op.

Uit de RNA- en Gucci-uitspraken valt op te maken dat er omstandigheden kunnen zijn die het nemen van (tijdelijke) maatregelen gericht op handhaving van de status quo op het gebied van zeggenschap in de betrokken onderneming, althans 'neutralisering' van de gegroeide invloed van een partij die het op de target company heeft voorzien, kunnen rechtvaardigen. Dit geldt ook voor vennootschappen zoals RNA en Gucci, die geen voorafgaande beschermingsmaatregelen – bijvoorbeeld in de vorm van uitstaande preferente of prioriteitsaandelen – getroffen hadden. Wel is het op grond van beginselen van behoorlijk ondernemerschap vereist, zeker bij dit soort 'open' vennootschappen, dat vervolgens (open) overleg plaatsvindt met de aandeelhouder die voornemens is de macht te grijpen, over de plannen van deze aandeelhouder ten aanzien van de vennootschap, en dienen de overige aandeelhouders zoveel mogelijk in staat te worden gesteld om hun uiteindelijke positie vrij te bepalen. De ruimte voor het treffen van maatregelen door de vennootschap is wel beperkt. Zo mogen deze maatregelen bijvoorbeeld niet, zoals in de Gucci-zaak het geval was, in strijd zijn met dwingendrechtelijke wettelijke of statutaire regels en dienen zij van tijdelijke aard te zijn zoals blijkt uit de RNA-zaak. In laatstgenoemde zaak bleek tevens dat de beschermingsmaatregelen niet (financieel) bezwaarlijk mogen zijn voor de vennootschap en dus, uiteindelijk, voor de aandeelhouders.

Gelet op de afloop van kwesties rond RNA en Gucci, zij nog wel opgemerkt dat hoewel het ad hoc treffen van beschermingsmaatregelen weliswaar het predikaat wanbeleid kan opleveren, de praktijk leert dat de vennootschap de ongewenste aandeelhouder hiermee feitelijk wel enige tijd 'buiten de deur' houdt. Deze tijd biedt ruimte voor nadere onderhandelingen en kan, gelet op de houding van de OK in de Gucci-zaak ter

zake van onmiddellijke voorzieningen tijdens de enquêteprocedure (zie hierna), onder omstandigheden ook gelegenheid bieden om een derde partij als aandeelhouder (en redder in nood) binnen te halen. De bij de OK procederende aandeelhouder haalt bij de OK dan wel zijn juridische gelijk, maar verkrijgt daarmee niet steeds de door haar gewenste zeggenschap over de target company. Hierna komt aan de orde dat de RNA-zaak evenwel reden biedt om te veronderstellen dat de OK op dit punt in toekomstige enquêteprocedures nauwlettender op het handelen van de target company zal toezien.

#### *Maatregelen tijdens enquêteprocedure*

Ook nadat maatregelen tegen de partij c.q. aandeelhouder die (ongewenste) overnameplannen heeft, zijn getroffen en deze een enquêteprocedure bij de OK gestart is, zou de betrokken vennootschap nog nadere beschermingsmaatregelen kunnen treffen. Hiervan was sprake in de Gucci-zaak. Gucci ging, nadat de OK op 3 maart 1999 enkele onmiddellijke voorzieningen had getroffen (maar geen enquête had bevolen), een overeenkomst aan met *white knight* PPR, waardoor PPR via uitgifte van nieuwe aandelen een 40%-belang en aanzienlijke strategische invloed in Gucci verwierf. LVMH ageerde ook tegen deze maatregelen bij de OK.

De OK achtte het sluiten van de genoemde overeenkomst met PPR in dat stadium in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. LVMH kreeg opeens te maken met een nieuwe, grote aandeelhouder, hetgeen haar positie deed verslechteren. Nu deze overeenkomst gesloten werd tijdens de voortdurende gesprekken tussen Gucci en LVMH, oordeelde de OK dat Gucci door in dezelfde fase de overeenkomst met PPR aan te gaan, niet op behoorlijke wijze met LVMH had onderhandeld over LVMH's voornemens en een eventueel bod door LVMH op alle aandelen.

Tot zover valt in dit oordeel te herkennen de lijn die de OK in de RNA-zaak voortzette. Het aangaan van een overeenkomst waardoor derden zeggenschap verkrijgen, doorbreekt de status quo voordat het geschil tussen de vennootschap en de 'ongewenste' aandeelhouder – voor welk geschil eventueel voorzieningen hangende een enquêteonderzoek zijn getroffen (dat de OK geen voorzieningen mag treffen zonder een enquêteonderzoek te laten instellen, zoals zij in de Gucci-zaak deed, bleek uit HR 27 september 2000, NJ 2000, 653) – tot een oplossing is gekomen. Dit duidt er dan op dat de plannen van deze aandeelhouder door de vennootschap onvoldoende op hun merites zijn beoordeeld.

Opmerkelijk genoeg merkte de OK in de Gucci-zaak het sluiten van de overeenkomst met PPR weliswaar aan als wanbeleid, maar liet zij deze overeenkomst in stand. De OK merkte op dat als zij de overeenkomst al zou aantasten vanwege wanbeleid in verband met het tijdstip waarop zij totstandkwam – immers op een tijdstip waarop het Gucci niet vrijstond beslissingen te nemen die van verstrekende invloed zouden kunnen zijn op het geschil dat nog onder de rechter was – Gucci en PPR een dergelijke overeenkomst opnieuw zouden kunnen sluiten op een later tijdstip en dat het treffen van voorzieningen hiertegen daarom niet zinvol zou zijn. In het algemeen, afgezien van het tijdstip waarop dit gebeurde, vond de OK namelijk dat het Gucci vrijstond wel PPR, een partij die geen concurrent van Gucci was en geen invloed op het bestuur wilde uitoefenen, een grote mate van invloed te geven en LVMH niet.

Daarbij werkte de 'open structuur' van Gucci na enige tijd ook in het nadeel van LVMH. De OK merkte op dat nu Gucci en LVMH het in onderhandelingen niet eens werden over de prijs per aandeel en verdere voorwaarden voor een mogelijk openbaar bod door LVMH op alle Gucci-aandelen – welke voorwaarden kennelijk mede zagen op de inmiddels door Gucci met PPR gesloten overeenkomst – LVMH met gebruik van de emissiebevoegdheid door Gucci (de uitgifte van aandelen aan PPR) rekening diende te houden. Een eerder verzoek van LVMH om de emissiebevoegdheid van Gucci bij wijze van onmiddellijke voorziening voor de duur van het geding op te schorten, wees de OK in haar beschikking van 3 maart 1999 ook niet toe.

Ook in de RNA-zaak wees de OK de door Westfield tijdens de enquêteprocedure verzochte onmiddellijke voorzieningen, erop gericht om te voorkomen dat RNA de zeggenschapsverhoudingen binnen RNA (verder) in het nadeel van Westfield zou wijzigen, af, maar daarbij koppelde de OK het niet treffen van voorzieningen wel nadrukkelijk aan de toezegging van RNA om geen strategische (samenwerkings)overeenkomsten met derden aan te zullen gaan. Voorts gaf de OK, zoals aangegeven, de onderzoekers de aanvullende opdracht om aandacht te schenken aan de vraag of de getroffen voorzieningen nageleefd werden en of deze toereikend waren; mocht dit niet het geval zijn, dan dienden onderzoekers de OK hierover tussentijds te rapporteren en zou de OK alsnog aanvullende voorzieningen kunnen treffen.

Deze overwegingen van de OK zouden erop kunnen duiden dat de OK in toekomstige gevallen minder

---

terughoudend zal zijn ten aanzien van het treffen van onmiddellijke voorzieningen tijdens een enquêteprocedure dan in de Gucci-zaak het geval was. Indien de OK-overwegingen inderdaad zo gezien kunnen worden, zou de OK aldus naleving van haar eigen norm zoals verwoord in de RNA- en Gucci-zaak, te weten dat een vennootschap hangende een enquêteprocedure in een overnamegeschil met een (minderheids)aan-deelhouder in beginsel geen maatregelen mag treffen die dat geschil ingrijpend kunnen beïnvloeden, zekerder stellen.

*Mr. P.G. Vestering  
Stibbe*