
De rol van de raad van commissarissen bij een openbaar bod

Inleiding

De positie van de raad van commissarissen (hierna: RvC) bij overnames is de laatste tijd meer centraal komen te staan. Er wordt tegenwoordig een actievere rol van de RvC vereist. De relatief veel openbare biedingen die de afgelopen jaren zijn uitgebracht op Nederlandse beursvennootschappen, en de toegenomen druk van (activistische) aandeelhouders op het bestuur en de RvC zijn een van de belangrijkste oorzaken hiervan.

In deze bijdrage zal ik ingaan op de positie van de RvC van een doelvennootschap bij een openbaar bod. Daarbij zal ik aandacht besteden aan hoe de RvC een (potentieel) openbaar bod dient te beoordelen en welke criteria daarbij van belang zijn. Verder zal ik de rol van de RvC in verschillende situaties behandelen.

De rol van de RvC bij een overname

Het bestuur en de RvC vervullen tijdens een (potentieel) openbaar bod een centrale en ondersteunende rol. Veel van de bepalingen die bij een overname op het bestuur van de doelvennootschap van toepassing zijn, gelden ook voor de RvC.

De RvC heeft tot taak het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De RvC heeft geen eenduidige taak bij een overname. De gedragsnormen die (het bestuur en) de RvC bij een openbaar bod dien(t)(en) te volgen, bestaan vooral uit open normen.¹ Wel heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onlangs specifieke voorstellen gedaan met betrekking tot de positie van de RvC bij overnames.²

Het bestuur dient de RvC nauw te betrekken bij het overnameproces. Er is echter geen formele taakverdeling tussen het bestuur en de RvC die uit Boek 2 BW voortvloeit.³ Zij zullen onderling moeten bespreken hoe zij deze taak zullen vormgeven. In de praktijk zal het bestuur de RvC voorafgaand aan de fusieonderhandelingen met de bieder benaderen voor een (onderhandelings)mandaat, of een *merger protocol* met de bieder aangaan onder voorbehoud van goedkeuring van de RvC.⁴ Naast deze instemming met het over-

-
1. 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, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 299.
 2. Zie J.J.A. Sombezki, *Evaluatierapport corporate governance code, V&O 2008*, p. 161.
 3. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 300.
 4. J. van der Knoop, *Tussen toeschouwen en meesturen. De rol van commissarissen in en tussen grote vennootschappen*, Amsterdam: Thesis Publishers Amsterdam 1991, p. 71.

namebod zullen zij in de praktijk tevens ook intensief bij de onderhandelingen betrokken zijn, zeker indien zaken concreet beginnen (prijsonderhandelingen) te worden en een overnamebod wordt voorbereid.⁵ Daarbij is het voor de RvC, die onafhankelijk en onpartijdig dient te zijn, van belang om het overnameproces kritisch te bekijken en zelfstandig, naar eigen inzicht na te gaan of de overname in het vennootschappelijk belang is.⁶ De RvC dient op eigen wijze een oordeel te vormen over de overname. Dit kan onder andere worden bewerkstelligd doordat de RvC zich laat bijstaan door eigen deskundige juridische en financiële adviseurs. Ook komt het tegenwoordig voor dat de RvC uit zijn midden een speciaal overname-committee vormt dat specifiek belast is met het overnameproces. Tot slot zou de RvC een mogelijke rol kunnen spelen in de onderhandelingen met de bieder wanneer er sprake is van een tegenstrijdig (persoonlijk) belang van een bestuurder met de vennootschap. Daarom dient de RvC te allen tijde gezond kritisch te blijven staan ten opzichte van het bestuur.⁷

De beoordeling van het bod

Het algemeen uitgangspunt in Nederland is dat de RvC dient te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.⁸ Dit omvat de belangen van de verschillende *stakeholders* van de vennootschap. Bij een overnamesituatie is dit niet anders; de RvC zal onafhankelijk van het bestuur moeten beoordelen of het bod in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is.⁹ Omdat de aandeelhouders aan kracht hebben gewonnen in de belangenafweging van de RvC, dient de RvC wel zeker te stellen dat de geboden prijs redelijk is.¹⁰ Het bestuur en de RvC dienen namelijk in de informatieve vergadering van aandeelhouders hierover verantwoording af te leggen tegenover de aandeelhouders.

Bij de beoordeling of een bod in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is, spelen de volgende factoren een rol:

1. of de continuïteit van de onderneming is gewaarborgd;
2. de hoogte van het bod, inclusief de samenstelling daarvan (cash en/of aandelen);
3. de strategische achtergrond/motivering van het bod (denk hierbij ook aan een strategische of financiële koper);
4. de belangen van de *stakeholders*;
5. of de bieder in staat is om het bod te financieren; en
6. de zekerheid van *deal execution* (bijvoorbeeld *regulatory approvals*).

Dat een bod in het belang van de vennootschap moet zijn, betekent niet dat daar helemaal geen negatieve gevolgen aan verbonden kunnen zijn voor bepaalde *stakeholders* van de vennootschap. De negatieve consequenties zullen echter over het algemeen onevenredig moeten zijn, willen het bestuur en de RvC van oordeel zijn dat het bod niet in het belang van de vennootschap is.¹¹

Ik zal hierna in drie situaties de positie van de RvC beschrijven.

Situatie 1: een vriendelijk bod

Bij een vriendelijk bod is er overeenstemming bereikt tussen de bieder en de doelvennootschap. Intern zal de RvC het besluit van het bestuur om het bod aan te bevelen moeten goedkeuren. De RvC zal dit doen als hij van oordeel is dat het bod daadwerkelijk in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is en als de geboden prijs redelijk is. Het is in deze situatie niet noodzakelijk dat de RvC externe deskundigen inschakelt. Verder zullen het bestuur en de RvC hun medewerking verlenen aan de bieder met betrekking tot het biedingsbericht en het boekenonderzoek.

Het bestuur en de RvC zullen voorafgaand aan het bod afspraken maken met de bieder en deze vastleggen in het *merger protocol*. Zij kunnen zich echter niet onvoorwaardelijk jegens een bieder verbinden.¹² Behoorlijke taakuitoefening door het bestuur en de RvC brengt mee dat ze zich de vrijheid moeten voorbehouden om een later superieur concurrerend bod te steunen als het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* daarmee gediend is.¹³ Daarom dienen ze een *fiduciary-out* in het *merger protocol* op te nemen. Voor de omvang van de *deal protection* kan ook van belang zijn of een *market check* van de belangstelling voor overname van de doelvennootschap heeft plaatsgevonden.¹⁴

Hoewel het bestuur en de RvC niet gehouden zijn om de vennootschap in de etalage te zetten, om een competitief biedingsproces op te zetten en zodoende een zo hoog mogelijke prijs te realiseren, dienen zij wel de strategische alternatieven te onderzoeken.¹⁵

Situatie 2: een vijandig bod

Bij een vijandige overname heeft het bod niet de instemming van het bestuur en de RvC van de doelvennootschap en dezen zullen het bod dan ook afwijzen.¹⁶ Deze afwijzing dient te geschieden na een uitgebreid afwegingsproces en dient tevens zorgvuldig te worden gemotiveerd.¹⁷ Ter af-

5. G. van Solinge, *Vaandelvucht, Ondernemingsrecht* 2006, p. 255.

6. M.J. Kroeze, *Onafhankelijkheid van commissarissen, Ondernemingsrecht* 2005, p. 272.

7. D.A.M.H.W. Strik, *To play or to be in play, Ondernemingsrecht* 2007, p. 236.

8. HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (Doetinchemse IJzergieterij); Van Solinge 2006, p. 255-256.

9. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN AMRO/VEB), r.o. 4.5.

10. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 308.

11. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 314.

12. T.M. Stevens, *Het fusieprotocol*, in: Nieuwe Weme e.a. 2008, p. 203.

13. C.J.C. de Brauw, *Concurrerende openbare biedingen, Ondernemingsrecht* 2008, p. 66.

14. De Brauw 2008, p. 2.

15. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 308.

16. M.H. Muller, *Het vijandig bod*, in: Nieuwe Weme e.a. 2008, p. 576.

17. M.J.G.C. Raaijmakers, *Het Nederlands burgerlijk recht, Deel 2 Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006, p. 485.

wijzing van het bod kunnen het bestuur en de RvC beargumenteren dat het bod niet in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is, of dat het bod niet het waardepotentieel van de vennootschap vertegenwoordigt. Verder zal de bieder geen mogelijkheid worden gegeven tot een boekenonderzoek en zal de doelvennootschap ook geen verdere medewerking verlenen aan de bieder met betrekking tot de uitvoering van het bod.¹⁸

Deze situatie vraagt om actieve betrokkenheid van de RvC bij de te maken afwegingen. Omdat de hoogte van het bod hier een belangrijke rol speelt, verdient het aanbeveling dat de RvC eigen adviseurs inschakelt, om zodoende een onafhankelijk en onderbouwd oordeel over het bod te kunnen vellen.¹⁹ Verder dient de RvC gedurende het proces duidelijk te communiceren met de verschillende *stakeholders* van de vennootschap.

Gezien de litigieuze houding van (activistische) aandeelhouders, dienen het bestuur en de RvC in deze situatie zorgvuldig te werk te gaan en de procedurele aspecten met betrekking tot de (interne) besluitvorming strikt in acht te nemen. Overigens kunnen het bestuur en de RvC besluiten om het bod alsnog aan te bevelen, bijvoorbeeld na een verhoging van het bod door de bieder. Tot slot bestaat er de mogelijkheid tot het nemen van beschermingsmaatregelen door het bestuur en de RvC. Gezien de hoeveelheid literatuur dat al aan dit onderwerp is besteed, zal ik dit niet verder behandelen.

Situatie 3: een concurrerend bod

In deze situatie, waarbij er een concurrerend bod wordt uitgebracht nadat er al een bod is uitgebracht, zijn de overwegingen voor een belangrijk deel hetzelfde als in de situatie van een vijandig bod.²⁰ Het bestuur en de RvC dienen een eenduidig standpunt in te nemen over het concurrerende bod en de naar aanleiding daarvan te nemen stappen.²¹ Deze situatie vereist een actievere betrokkenheid van de RvC dan bij het eerste bod, met name indien beide biedingen voor de persoonlijke situatie van bestuurders andere voorwaarden kennen.²² Het bestuur en de RvC zullen transparantie moeten betrachten tegenover de aandeelhouders met betrekking tot hun persoonlijke belangen die in het geding zijn.²³ Het verdient de voorkeur in deze situatie dat de RvC uit zijn midden een overnamecomité samenstelt om het proces beter te managen. Ook hier zal de RvC zijn positie kunnen versterken door externe deskundigen in te schakelen.²⁴

Bij een relevant tegenstrijdig belang van het bestuur bestaat de mogelijkheid dat de RvC de onderhandelingen met de bieder zal moeten overnemen. De vraag of er sprake is van een relevant tegenstrijdig belang, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Daarbij kan worden opgemerkt dat een persoonlijk belang van een bestuurder (bijvoorbeeld aandelen- en/of optiebezit in de doelvennootschap) niet strijdig hoeft te zijn met het belang van de vennootschap.²⁵

Het bestuur en de RvC zijn onder omstandigheden gehouden om de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en dienen zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat zij een *level playing field* illusoir maken.²⁶ Een *level playing field* betekent dat het bestuur en de RvC zich niet onvoorwaardelijk aan de eerste bieder kunnen committeren. Zij zullen zorgvuldig moeten afwegen of de gevolgen van het totaal aan afspraken bij de *deal protection* proportioneel en aanvaardbaar zijn.²⁷ De criteria voor het bestuur en de RvC om te beoordelen of een bieder voldoende serieus is en dat hij een gerechtvaardigd belang heeft, zijn: de identiteit en reputatie van de bieder, de hoogte en concreetheid van het bod en de financiering ervan.

Hoewel in deze situatie het accent voornamelijk komt te liggen op de hoogte van het bod, dient de RvC de biedingen ook nog steeds te beoordelen aan de hand van het belang van de vennootschap en de *stakeholders* van de vennootschap.²⁸ Dat betekent dat het bestuur en de RvC niet automatisch voor het hoogste bod moeten kiezen. Een ondernemingsleiding die de vennootschap zelf *in play* heeft gezet, zal tegenover het ongewenste concurrerende bod geen beroep meer kunnen doen op de continuïteit van de vennootschap als zelfstandige entiteit.²⁹

Indien het ongewenste concurrerende bod dusdanig hoger is dan het gewenste bod, dat de voordelen van het lagere bod voor de *stakeholders* van de vennootschap hier niet langer tegen opwegen, dan kunnen het bestuur en de RvC zich neutraal verklaren ten opzichte van de biedingen.³⁰ Bij een neutrale positie wordt het bod niet aanbevolen of afgewezen door het bestuur en de RvC. De aandeelhouders zullen dan zonder het standpunt van de ondernemingsleiding moeten beslissen voor welk bod zij gaan. De mogelijkheid tot het innemen van een neutrale positie is overigens niet beperkt tot deze situatie.

18. Muller 2008, p. 578.

19. Muller 2008, p. 580.

20. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 319.

21. De Brauw 2008, p. 68.

22. De Brauw 2008, p. 68.

23. A.F.J.A. Leijten, Tegenstrijdig belang en openbaar bod, in: Nieuwe Weme e.a. 2008, p. 356.

24. Raaijmakers 2006, p. 486.

25. Evaluatierapport corporate governance code, p. 72.

26. HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 (ABN AMRO/VEB), r.o. 4.6.

27. De Brauw 2008, p. 67.

28. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 309.

29. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 319.

30. Josephus Jitta & Van der Klip 2008, p. 320.

Het bestuur en de RvC dienen bij het verzoek van een concurrerende bieder om inzage te krijgen in de gegevens van de vennootschap, onderling te bespreken hoe zij zullen omgaan met een dergelijk verzoek.³¹ Het bestuur en de RvC zullen steeds moeten beoordelen of informatieverschaffing in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is.³² Het bestuur en de RvC kunnen zich beroepen op redelijke en objectieve gronden die rechtvaardigen dat aan een concurrerende bieder niet dezelfde informatie verschaft zal worden als aan de vriendelijke bieder, bijvoorbeeld indien de bieder een directe concurrent van de doelvennootschap is.³³ Bij een *level playing field* in combinatie met een neutrale positie van het bestuur en de RvC past dat de bieder een (beperkt) boekenonderzoek wordt toegestaan.³⁴

Conclusie

De toegenomen druk van (activistische) aandeelhouders vereist een actievere rol van de RvC bij overnames. Bij een overname dient de RvC te handelen in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders*. De RvC dient bij een (potentieel) openbaar bod te beoordelen of het bod in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders* is en of de prijs die geboden wordt, redelijk is. Datzelfde geldt in de situatie van een vijandig of een concurrerend bod. Het bestuur en de RvC zijn dus niet gehouden om slechts een zo hoog mogelijke prijs voor de aandeelhouders te realiseren, maar dienen ook de belangen van de *stakeholders* van de vennootschap in acht te nemen. Echter, door de toegenomen invloed van de aandeelhouders zal de geboden prijs, zeker bij een vijandig of concurrerend bod, een belangrijke factor zijn in de belangenafweging van de RvC.

De RvC zou kunnen anticiperen op een toekomstige overnamesituatie door voortijdig verschillende scenario's te ontwikkelen en deze up-to-date te houden, en een duidelijke taakverdeling met het bestuur uit te werken. Dit leidt tot meer zekerheid en zorgt ervoor dat het bestuur en de RvC beter en sneller in staat zijn om tijdens de dynamiek van een openbaar bod de regie in handen te houden en het proces zo optimaal mogelijk te managen.

*Mr. drs. G.A. ter Neuzen
Allen & Overy*

31. Voorstel VI.6 voor toevoeging aan de Nederlandse corporate governance code.

32. De Brauw 2008, p. 69.

33. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling wat betreft het verstrekken van informatie, in: Nieuwe Weme e.a. 2008, p. 765.

34. Josephus Jitta & Van der Klip, p. 312.