

Tegenstrijdig belang van een bestuurder in geval van een public to private-management buy-out

Inleiding

Bij een voorgenomen overname van een onderneming door een private equity-maatschappij is het niet ongebruikelijk dat de private equity-maatschappij de overname afhankelijk stelt van participatie van één of meer leden van het zittende bestuur na de overname (hierna ook te noemen: de 'meeparticiperende bestuurder'). Deze participatie vindt doorgaans plaats door middel van het nemen van een bepaald gedeelte van de (certificaten van) aandelen in het kapitaal van de koopholding door de meeparticiperende bestuurder. Gedachte van de private equity-maatschappij achter deze participatie is dat na de overname kan worden geprofiteerd van de specifieke kennis en deskundigheid van de zittende bestuurder, een *alignment of interests* wordt bereikt tussen de private equity-maatschappij en het bestuur: beide hebben nu belang bij een hoge *exit*-waarde van de aandelen in de vennootschap.¹ De wens tot participatie van het zittende bestuur zal over het algemeen niet anders zijn in geval van een *public to private-transactie*: een overname en *delisting* door een private equity-maatschappij van een vennootschap waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

Door participatie van de zittende bestuursleden na de overname wordt vermoedelijk niet alleen een *alignment of interest* gecreëerd om een zo hoog mogelijke waarde van de aandelen te realiseren bij een *exit*, maar ook ten aanzien van het slagen van het bod van de private equity-maatschappij. Voorgenomen participatie roept derhalve de vraag op of de betrokken zittende bestuursleden in staat zijn voldoende onafhankelijk een objectief oordeel te geven over de aantrekkelijkheid van het bod voor de aandeelhouders, en of het bod in het belang is van de andere stakeholders.² Dit artikel behandelt ten eerste de vraag of een meeparticiperende bestuurder van een beursvennootschap in dit verband een tegenstrijdig belang heeft als bedoeld in de Nederlandse Corporate Governance Code³ (hierna: de Code Tabaksblat) en artikel 2:146 BW. Vervolgens komen de implicaties voor de besluitvorming van het zittende bestuur in het biedingsproces aan bod indien een tegenstrijdig belang wordt aangenomen, en de informatieverstrekking over dit tegenstrijdig belang.

1. Zie in dit verband K. Kodde, *De Private Equity Buy Out Transactie: structureren van de equity, aandeelhouders- en verkoopafspraken*, Ondernemingsrecht 2005, p. 581-589.

2. J.M.G. Frijns & R.H. Maatman, *Governance en private equity*, Ondernemingsrecht 2007, p. 635-642.

3. Circulaire van 9 december 2003, Stcrt. 2004, 250.

Eerst dient nog te worden opgemerkt dat een tegenstrijdig belang van de meeparticiperende bestuurder vooral zal spelen bij die onderdelen in het biedingsproces waarbij het zittende bestuur van de beursvennootschap een rol heeft: eventuele onderhandelingen en overeenstemming tussen het zittende bestuur en de private equity-maatschappij over het uit te brengen openbaar bod (het zogenoemde *merger protocol*), het eventueel samen opstellen van (onderdelen van) het biedingsbericht, de bespreking door het bestuur van het openbaar bod in de aandeelhoudersvergadering (zie art. 18 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft), de gemotiveerde standpuntbepaling van het bestuur ten aanzien van het openbaar bod als bedoeld in artikel 18 lid 2 en Bijlage G Besluit openbare biedingen Wft (waarin onder meer wordt ingegaan op de visie van het bestuur over de geboden prijs of ruilverhouding), het begeleiden van een eventueel *due diligence*-onderzoek door de bidder, en ten slotte bij de openbare mededeling van de doelveennootschap aangaande haar standpunt ten aanzien van een concurrerend bod als bepaald in artikel 18 lid 3 Besluit openbare biedingen Wft.

Is sprake van een tegenstrijdig belang?

De vraag of sprake is van een tegenstrijdig belang van een meeparticiperende bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap in het geval van een openbaar bod wordt hierna eerst bezien in het licht van de Code Tabaksblat, en vervolgens aan de hand van de invulling van het begrip tegenstrijdig belang door de Hoge Raad in de *Bruil/Kombex*-⁴ en *Café Bar Carribean/Licores Maduro*⁵-arresten in het kader van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van bestuurders.

Code Tabaksblat

De Code Tabaksblat geeft geen definitie van het begrip tegenstrijdig belang, behoudens dat elke vorm en schijn van belangenverstremming tussen bestuurder en vennootschap dient te worden vermeden, en dat in ieder geval een tegenstrijdig belang bestaat wanneer de vennootschap voornemens is een transactie aan te gaan met een rechtspersoon: waarin een bestuurder persoonlijk een materieel belang houdt, waarvan een bestuurslid een familierechtelijke verhouding heeft met een bestuurder van de vennootschap, of waarbij een bestuurder van de vennootschap een bestuurs- of toezichhoudende functie vervult (zie Principe II.3 en Best Practice Bepaling II.3.2 Code Tabaksblat). Verder

4. HR 29 juni 2007, JOR 2007/169.

5. HR 29 februari 2008, JOR 2008/93.

bepaalt de Code Tabaksblat in Best Practice Bepaling II.3.2 dat na melding van een (potentieel) tegenstrijdig belang de raad van commissarissen (RvC) van de vennootschap buiten aanwezigheid van de betrokken bestuurder besluit of sprake is van een tegenstrijdig belang.

Bezien we de casus van de meeparticiperende bestuurder, dan heeft deze ten aanzien van het openbaar bod op papier een persoonlijk belang⁶ dat niet in alle gevallen parallel loopt met het belang van de vennootschap. De meeparticiperende bestuurder heeft belang bij het slagen van het bod van de private equity-maatschappij, vooral indien de participatie financieel gunstig voor hem kan uitpakken. Dit belang kan tegenstrijdig zijn met het belang van de aandeelhouders een zo hoog mogelijke prijs voor hun aandelen te verkrijgen. Immers, voor de meeparticiperende bestuurder is de verleiding groot om eerder in te stemmen met het openbaar bod tegen een lage prijs, informatie over de waarde van de onderneming achter te houden, of concurrerende biedingen te ontmoedigen om het bod van de private equity-maatschappij maar doorgang te laten vinden. Het aandeelhoudersbelang is een belang dat door het bestuur dient te worden meegewogen ter bepaling van het vennootschappelijk belang.⁷ Hierbij dient overigens te worden opgemerkt dat de hoogste prijs niet in alle gevallen in het belang is van de andere stakeholders (als een nieuwe eigenaar te veel betaald heeft, kan dit ten koste gaan van bijvoorbeeld de positie van de werknemers). Verder kan het persoonlijk belang van de meeparticiperende bestuurder tegenstrijdig zijn met het belang van de overige *stakeholders* bij de vennootschap (bijvoorbeeld indien de vennootschap na de overname wordt opgezaald met een zware schuldenlast).

Uit het niet parallel lopen van de belangen als bovenomschreven kan mijns inziens op zijn minst worden afgeleid dat er een schijn en vorm van belangenverstrengeling is tussen de meeparticiperende bestuurder en de vennootschap ten aanzien van het openbaar bod. Daarnaast kan heel wel worden betoogd dat het tegenstrijdig belang zoals bedoeld in de Code Tabaksblat, is gegeven op grond van Best Practice Bepaling II.3.2, omdat in casu de vennootschap in de vorm van het *merger protocol* voornemens is een transactie aan te gaan met de koopholding van de private equity-maatschappij waarin de meeparticiperende bestuurder persoonlijk een materieel belang houdt of zal gaan houden. Derhalve zal de RvC naar mijn mening in beginsel dienen te besluiten dat sprake is van een tegenstrijdig belang.

6. Vergelijk de Memorie van Toelichting bij het consultatievoorstel van 13 maart 2008 tot wijziging van Boek 2 van het BW in verband met de aanpassing van regels over het bestuur en toezicht in de naamloze en besloten vennootschappen, p. 11.

7. Zie laatstelijk: HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN AMRO/VEB).

Artikel 2:146 BW

Naast dat de meeparticiperende bestuurder waarschijnlijk een tegenstrijdig belang heeft in de zin van de Code Tabaksblat, heeft hij mogelijk ook een tegenstrijdig belang als bedoeld in artikel 2:146 BW. Dit artikel schrijft onder meer voor dat tenzij de statuten anders bepalen, de naamloze vennootschap in alle gevallen waarin zij een tegenstrijdig belang heeft, met één of meer bestuurders wordt vertegenwoordigd door commissarissen. De algemene vergadering is steeds bevoegd één of meer andere personen daartoe aan te wijzen. De Hoge Raad heeft onlangs in de *Bruil/Kombex*-⁸ en *Café Bar Carribean/Licores Maduro*⁹-arresten het begrip tegenstrijdig belang, zoals gehanteerd in deze bepaling, nader uitgelegd. Hij overweegt hierin onder meer dat de strekking van artikel 2:256 BW (gelijklopend aan art. 2:146 BW; RB) is te voorkomen dat de bestuurder zich bij zijn handelen (met name) laat leiden door zijn persoonlijk belang in plaats van (uitsluitend) het belang van de vennootschap dat hij heeft te dienen. De bepaling strekt in de eerste plaats tot bescherming van het belang van de vennootschap door de bestuurder de bevoegdheid te ontzeggen de vennootschap te vertegenwoordigen als hij door de aanwezigheid van een persoonlijk belang of door zijn betrokkenheid bij een ander met dat van de rechtspersoon niet parallel lopend belang niet in staat moet worden geacht het belang van de vennootschap en haar onderneming te bewaken op een wijze die van een integer en onbevooroordeeld bestuurder mag worden verwacht. Voor de toepassing van artikel 2:256 BW is niet vereist dat zeker is dat de betrokken rechtshandeling daadwerkelijk tot benadeling van de vennootschap zal leiden, maar is voldoende dat de bestuurder te maken heeft met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend laat leiden door het belang van de vennootschap. De vraag of een tegenstrijdig belang bestaat, kan slechts worden beantwoord met inachtneming van alle relevante omstandigheden van het concrete geval.

Vraag is derhalve of op grond van het niet parallel lopen van de belangen van de meeparticiperende bestuurder en de beursvennootschap als bovenomschreven, de meeparticiperende bestuurder niet in staat moet worden geacht het belang van de vennootschap te bewaken als van een integer en onbevooroordeeld bestuurder mag worden verwacht. Hoewel dit van de omstandigheden van het concrete geval afhangt, kan mijns inziens worden betoogd dat de meeparticiperende bestuurder niet meer onbevooroordeeld is, en een zodanig aan dat van de beursvennootschap tegengesteld persoonlijk belang heeft dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich door zijn handelen *uitsluitend* zal laten leiden door het belang van de vennootschap. Derhalve is naar mijn mening in beginsel sprake van tegenstrijdig belang van de meeparticiperende bestuurder onder artikel 2:146 BW.

8. HR 29 juni 2007, JOR 2007/169.

9. HR 29 februari 2008, JOR 2008/93.

**Implicaties voor de besluitvorming en
informatieverstrekking indien aangenomen wordt
dat sprake is van een tegenstrijdig belang**

In het resterende deel van dit artikel worden de implicaties besproken voor de besluitvorming van het zittende bestuur in het biedingsproces indien wordt aangenomen dat de meeparticiperende bestuurder een tegenstrijdig belang heeft in de zin van de Code Tabaksblat en artikel 2:146 BW, en de informatieverstrekking over dit tegenstrijdig belang.

De informatievoorziening over het tegenstrijdig belang

Op grond van Best Practice Bepaling II.3.2 van de Code Tabaksblat heeft de meeparticiperende bestuurder de plicht zijn (potentieel) tegenstrijdig belang en alle informatie daarover te melden aan de voorzitter van de RvC en aan de overige leden van het bestuur. De meeparticiperende bestuurder dient het tegenstrijdig belang in beginsel te melden vanaf het moment dat de meeparticiperende bestuurder wordt benaderd door de private equity-maatschappij.¹⁰

Daarnaast rust op het bestuur van de vennootschap op grond van het Joral-arrest in het geval van tegenstrijdig belang als bedoeld in artikel 2:146 BW in het algemeen de plicht de algemene vergadering daarover tijdig te informeren.¹¹ De algemene vergadering is namelijk op grond van dit artikel steeds bevoegd één of meer andere personen aan te wijzen om de vennootschap te vertegenwoordigen. Uit de woorden 'in het algemeen' kan worden afgeleid dat de mogelijkheid van uitzonderingen bestaat op deze plicht.¹² Mijns inziens heeft het zittende bestuur in casu geen verplichting het tegenstrijdig belang van de meeparticiperende bestuurder voorafgaande aan het tekenen van het *merger protocol* aan de algemene vergadering bekend te maken, mits het de normen als hierna beschreven in de paragraaf *Besluitvorming over het openbaar bod* naleeft. Schending van de vertrouwelijkheid van de voorbesprekingen met de bieder door voortijdige bekendmaking daarvan aan de aandeelhouders is niet in het belang van de vennootschap (en de aandeelhouders zelf), omdat dit het biedingsproces zou kunnen verstoren.

Verder zal de private equity-maatschappij later in het biedingsproces in het biedingsbericht (indirect) mededeling moeten doen van de participatie van de meeparticiperende bestuurders. Het biedingsbericht dient namelijk onder meer te vermelden de voornemens ten aanzien van het in dienst houden van de bestuurders van de doelvennootschap, met inbegrip van elke wijziging in de arbeidsvoorwaarden, de identiteitsgegevens van de personen die in onderling overleg handelen met de bieder, en de aandeelhoudersstructuur van de bieder (zie Bijlage A en B Besluit openbare biedingen Wft). In het Besluit openbare biedingen Wft is overi-

gens geen specifieke bepaling te vinden die voorschrijft dat de precieze voorwaarden van de participatie worden opgenomen in het biedingsbericht.

Besluitvorming over het openbaar bod

Besluitvorming door het zittende bestuur (en voorbereiding en uitvoering daarvan) in het biedingsproces dient met extra waarborgen te zijn omgeven. Uit de Linders/Hofstee-beschikking¹³ volgt onder meer dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze dienen te worden gescheiden, volledige openheid moet worden gegeven, en inschakeling van derden deskundigen geboden kan zijn. Op grond van de OGEM-beschikking¹⁴ dient er een hogere mate van zorgvuldigheid in voorbereiding, besluitvorming en uitvoering in acht te worden genomen. Het verkrijgen van een *fairness opinion*, (externe) taxatie of een *at arm's length*-verklaring kan geboden zijn. De Code Tabaksblat Best Practice Bepaling II.3.3 bepaalt meer concreet dat de bestuurder met tegenstrijdig belang niet deelneemt aan de discussie en besluitvorming over een onderwerp of transactie waarbij hij een tegenstrijdig belang heeft. Daarnaast schrijven Principe II.3 en Best Practice Bepaling 3.4 van de Code Tabaksblat voor dat besluiten tot het aangaan van transacties waarbij tegenstrijdige belangen van bestuurders spelen die van materiële betekenis zijn voor de vennootschap en/of voor de betreffende bestuurders, goedkeuring behoeven van de RvC. Handelen van de meeparticiperende bestuurder of het bestuur in strijd met bovenomschreven normen kan leiden tot wanbeleid, vernietigbaarheid van een genomen besluit op grond van strijd met de redelijkheid en billijkheid of onbehoorlijke taakvervulling van de bestuurder op grond van artikel 2:9 BW.

Voor de meeparticiperende bestuurder heeft dit als consequentie dat hij zich dient terug te trekken uit en niet deelneemt aan discussies en besluitvorming van het bestuur over het openbaar bod, zoals eventuele onderhandelingen en overeenstemming met de bieder over het *merger protocol*, het samen met de bieder opstellen van het biedingsbericht, de bespreking door het bestuur van het openbaar bod in de aandeelhoudersvergadering, de gemotiveerde standpuntbepaling van het bestuur, het begeleiden van een eventueel *due diligence*-onderzoek door de bieder, en ten slotte bij de standpuntbepaling over een concurrerend bod. Ter zake van het begeleiden van het *due diligence*-onderzoek kan het niet mee participeren van de bestuurder met het tegenstrijdig belang daarin een probleem opleveren, omdat deze doorgaans specifieke kennis heeft met betrekking tot een bepaald onderwerp (bijvoorbeeld een *Chief Financial Officer*). Naar mijn mening zou de meeparticiperende bestuurder, voor zover noodzakelijk en mits de normen van Linders/Hofstee en OGEM zijn nageleefd, het *due diligence*-onderzoek van de bieder wel mede mogen begeleiden,

10. Zie in dit verband ook T. Alexander, Public to private transacties, Ondernemingsrecht 2007, p. 190-195.

11. HR 3 mei 2002, NJ 2002, 393 (Joral).

12. Van Schilfgaarde/Winter, Van de NV en de BV, Deventer: Kluwer 2006, p. 219.

13. Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, NJ 1984, 481 (Linders-Hofstee).

14. Hof Amsterdam (OK) 3 december 1987, NJ 1988, 691 (OGEM).

omdat anders wellicht het biedingsproces wordt verstoord. Dit is niet in het belang van de vennootschap.

Daarnaast is voor de besluiten van het bestuur met betrekking tot het openbaar bod de goedkeuring van de RvC vereist. In verband met de standpuntbepaling van het zittende bestuur over de hoogte en voorwaarden van het bod dient mijns inziens een *fairness opinion* van een externe deskundige te worden verkregen.

Vertegenwoordigingsbevoegdheid

Het tegenstrijdig belang van de meeparticiperende bestuurder in de zin van artikel 2:146 BW ontnemt het gehele zittende bestuur de bevoegdheid de vennootschap te vertegenwoordigen bij rechtshandelingen aangaande het openbaar bod, tenzij de statuten bepalen dat een bestuurder die een tegenstrijdig belang heeft, toch vertegenwoordigingsbevoegd is. Op grond van artikel 2:146 BW is vervolgens de RvC bevoegd de vennootschap ter zake te vertegenwoordigen. Indien de vertegenwoordigingsonbevoegdheid van het bestuur in de statuten is weggeschreven, dienen mijns inziens door het bestuur de normen als hiervoor omschreven in de paragraaf *Besluitvorming over het openbaar bod*, te worden nageleefd in geval van vertegenwoordiging van de vennootschap. De algemene vergadering is steeds bevoegd één of meer andere personen aan te wijzen om de vennootschap te vertegenwoordigen. Indien de algemene vergadering door het zittende bestuur niet op de hoogte is gebracht van het tegenstrijdige belang, en zij derhalve haar aanwijzingsbevoegdheid niet heeft kunnen uitoefenen, betekent dit niet dat de RvC of het bestuur zijn bevoegdheid tot vertegenwoordiging daardoor verliest.¹⁵

De tegenstrijdig-belangregeling als neergelegd in deze bepaling zal in het proces van het openbaar bod van de private equity-maatschappij overigens vooral relevant zijn in de eventuele onderhandelingen over en het overeenkomen van het *merger protocol*, en het mede ondertekenen door de vennootschap van het biedingsbericht indien deze garanties of andersoortige verbintenissen van de vennootschap bevat, omdat de vennootschap hiermee rechtshandelingen verricht. Hiertoe is dus in beginsel de RvC bevoegd de vennootschap te vertegenwoordigen, tenzij de vertegenwoordigingsonbevoegdheid van het bestuur in de statuten is weggeschreven. Andere handelingen van het bestuur van de vennootschap in het biedingsproces, zoals het begeleiden van het *due diligence*-proces en de standpuntbepaling, zijn mijns inziens geen rechtshandelingen waarbij de vennootschap vertegenwoordigd wordt, en worden derhalve niet beheerst door de bepalingen van artikel 2:146 BW. Deze handelingen zijn wel te kwalificeren als (voorbereidings- of uitvoeringshandelingen van) besluiten en worden beheerst door de normen omschreven in de paragraaf *Besluitvorming over het openbaar bod* hiervoor.

15. HR 21 maart 2008, LJN BC1849, (NSI/SAMI UOTI).

Conclusie

Een meeparticiperende bestuurder heeft in beginsel een persoonlijk belang bij het doorgang vinden van het bod van de private equity-maatschappij. Dit persoonlijk belang loopt niet altijd parallel met het belang van de vennootschap. Derhalve zal ten aanzien van de meeparticiperende bestuurder eerder sprake zijn van een tegenstrijdig belang onder de Code Tabaksblat en artikel 2:146 BW dan in geval van een bestuurder die na de overname niet meeparticipeert. Indien onder gegeven omstandigheden sprake is van een tegenstrijdig belang van de meeparticiperende bestuurder, heeft dit als consequentie dat deze hierover openheid dient te betrachten, en zich dient te onthouden van discussies en besluitvorming aangaande het openbaar bod (behoudens in bepaalde gevallen ten aanzien van het begeleiden van het *due diligence*-onderzoek). Het niet meeparticiperen van de bestuurder met het tegenstrijdig belang is in lijn met het consultatievoorontwerp 'bestuur en toezicht', waarin als uitgangspunt wordt genomen dat bestuurders met een persoonlijk tegenstrijdig belang, bijvoorbeeld bij een overname, niet kunnen deelnemen aan de besluitvorming hierover.¹⁶ Onder omstandigheden kan schending van deze normen leiden tot wanbeleid, vernietigbaarheid van een genomen besluit op grond van strijd met de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 jo. 2:15 lid 1 b BW)¹⁷ of onbehoorlijk bestuur op grond van artikel 2:9 BW. Ten slotte zal, indien de statuten niet anders bepalen, niet het bestuur maar de RvC bevoegd zijn de vennootschap te vertegenwoordigen bij rechtshandelingen van de vennootschap aangaande het openbaar bod. De algemene vergadering hoeft in het kader van haar aanwijzingsbevoegdheid over het tegenstrijdig belang mijns inziens niet voorafgaand aan het overeenkomen van het '*merger protocol*' te worden geïnformeerd, omdat het bewaren van de vertrouwelijkheid van de gesprekken tussen de doelvennootschap en de potentiële bieder in het belang van de vennootschap (en de aandeelhouders zelf) is.

*Mr. R. Boogaard
Loyens & Loeff*

16. Nieuwsbericht van het ministerie van Financiën d.d. 14 maart 2008 getiteld: 'Kabinet ontmoedigt excessieve beloningen' en art. 2:129 lid 6 van het consultatievoorontwerp van 13 maart 2008 tot wijziging van Boek 2 BW in verband met de aanpassing van regels over het bestuur en toezicht in NV's en BV's.

17. Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 219.