

De speciale overnamecommissie in nationaal en rechtsvergelijkend perspectief

*Mr. drs. C. Groen en mr. H. Koster**

De afgelopen jaren is de aandacht voor de rol en de positie van de raad van commissarissen (RvC) van een doelvennootschap bij een overname toegenomen. Het komt in de praktijk regelmatig voor dat de RvC (mede) uit zijn midden een speciale overnamecommissie of stuurgroep vormt die specifiek belast is met een juiste afwikkeling van het overnameproces. In dit artikel gaan de auteurs in op de rol en vormgeving van deze speciale overnamecommissie.

1 Inleiding

De afgelopen jaren is de aandacht voor de rol en de positie van de raad van commissarissen (RvC) van een doelvennootschap bij een overname toegenomen.¹ Het komt in de praktijk inmiddels regelmatig voor dat de RvC (mede) uit zijn midden een speciale overnamecommissie of stuurgroep vormt die specifiek belast is met een juiste afwikkeling van het overnameproces. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code stelde in februari 2016 zelfs voor om bij een openbaar bod op een bedrijfs onderdeel of een deelneming van een bepaalde waarde een speciale overnamecommissie verplicht te stellen.² In de definitieve Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) is dit voorstel evenwel niet gehandhaafd, omdat het te rigide zou zijn en er geen noodzaak zou zijn om de praktijk te formaliseren. De vraag is ondertussen wat precies de rol is die een speciale overnamecommissie bij een openbaar bod kan hebben en hoe speciale overnamecommissies in de praktijk het beste kunnen worden vormgegeven. Hoe dient zo'n commissie bij een (potentieel) openbaar bod te handelen en welke aandachtspunten zijn daarbij van belang? In dit artikel gaan wij in op deze vragen. Omdat een dergelijke commissie in de Verenigde Staten (hierna: VS) al veel langer regelmatig voorkomt, zullen wij aan de ervaringen daar vanuit rechtsvergelijkend perspectief ook enige aandacht besteden. Voordat wij op deze vragen ingaan, zullen wij eerst enkele hoofdlijnen van de rolverdeling van vennootschapsorganen bij

overnames bespreken zoals deze uit de wet en (vooral) uit de jurisprudentie vallen te destilleren.

2 Rolverdeling vennootschapsorganen bij overnames

2.1 Het werkerrein van het bestuur

Uitgangspunt is dat het bestuur het vennootschapsorgaan is dat belast is met het besturen van de vennootschap behoudens beperkingen volgens de statuten.³ Daarnaast heeft het bestuur een onbeperkte en onvoorwaardelijke bevoegdheid om de vennootschap te vertegenwoordigen bij het aangaan van rechtshandelingen, tenzij uit de wet anders voortvloeit.⁴ Het bestuur moet over dit beleid verantwoording afleggen aan de algemene vergadering, maar is in beginsel niet verplicht de algemene vergadering vooraf bij zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om zaken waartoe het bestuur bevoegd is.⁵ Bij de vervulling van de aan het bestuur bij wet of statuten opgedragen taken moet hij het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming vooropstellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking nemen.⁶ Voorts is het bepalen van de strategie een aangelegenheid van het bestuur, waarop de RvC toezicht houdt en de algemene vergadering haar opvattingen daarover tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten.⁷ Bij het strategische besluit om het 'stand alone'-scenario te verlaten en een fusie aan te gaan, of een bod op de aandelen uit te lokken, is het bestuur, handelend met instemming van de RvC, bevoegd.⁸ Het bestuur is niet gehouden om de algemene vergadering vooraf bij de besluitvorming daarover te betrekken.⁹

2.2 Het werkerrein van de RvC

De RvC heeft tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennoot-

* Mr. drs. C. Groen is advocaat bij Stibbe te Amsterdam. Mr. H. Koster is verbonden aan het departement Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Utrecht en aan de Universiteit van Dubai.

1. Zie Commissaris helpt tegen tunnelvisie, Het Financieel Dagblad 11 augustus 2016. Zie ook: Soap rond Ten Cate blamage voor rvc, Het Financieel Dagblad 9 december 2015.

2. Zie het consultatiedocument van die datum met voorstellen voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code.

3. Voor een deel van deze paragraaf is geput uit een andere nog te verschijnen bijdrage van de tweede auteur over Akzo Nobel.

4. Zie art. 2:129 en 2:130 BW.

5. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.3.

6. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI), r.o. 4.4.1.

7. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI), r.o. 4.4.1.

8. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.3.

9. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.5.

schap en de met haar verbonden onderneming. Hij staat het bestuur – gevraagd en ongevraagd – met raad terzijde. Bij de vervulling van hun taak richten de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Deze wettelijke taak brengt echter niet met zich mee dat de RvC de verplichting heeft een bemiddelende rol te vervullen bij conflicten tussen het bestuur en de aandeelhouders. Dit zou in strijd zijn met de vrijheid die de RvC heeft voor het uitvoeren van zijn toezichttaak. De RvC is hierover aan de aandeelhouders ook geen verantwoording verschuldigd.¹⁰ De RvC kan door de aandeelhouders wel worden benaderd met verzoeken om te bemiddelen en zal dan adequaat vanuit zijn eigen taakopdracht moeten handelen. Een verplichting tot actieve bemiddeling door de RvC is er in zijn algemeenheid dus niet, gelet op de beleidsvrijheid van de RvC. De RvC heeft in dergelijke situaties, gelet op zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, de vrijheid om van geval tot geval een afweging te maken of rechtstreeks contact met de aandeelhouders en/of bemiddeling tussen aandeelhouders en bestuur wenselijk zijn in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.¹¹ Ten slotte kan de RvC zijn eigen adviseurs benoemen en in de praktijk gebeurt dit doorgaans ook.

2.3 Het werkkterrein van de algemene vergadering

Het uitgangspunt is dat aan de algemene vergadering alle bevoegdheid toebehoort, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend.¹² De algemene vergadering heeft een aantal belangrijke bevoegdheden, zoals in het kader van emissie van aandelen, statutenwijziging, bezoldigingsbeleid, ontbinding, aangifte tot faillietverklaring, vaststelling jaarrekening, juridische fusie en splitsing en de goedkeuringsbevoegdheid die voortvloeit uit artikel 2:107a van het Burgerlijk Wetboek (BW). In het kader van samenwerking geldt dat het bestuur van een vennootschap rechtens niet gehouden is het aangaan van een joint venture ter instemming of goedkeuring aan de algemene vergadering voor te leggen, wanneer die joint venture past in het profiel van de gebruikelijke en normale ondernemingsactiviteiten van de vennootschap.¹³ Daarnaast is er in de regel geen verplichting tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering in het geval dat het bestuur van een vennootschap geen medewerking wil verlenen aan een in de openbaarheid gebracht onderhands bod op een wezenlijk deel van de activiteiten van de vennootschap.¹⁴ In dit kader is relevant dat afwijzing van een dergelijk bod in de regel meebrengt dat in de wezenlijke kenmerken van de vennootschap en in het profiel van de daaraan verbonden onderneming geen verandering wordt gebracht, laat staan een wijziging van zo ingrijpende aard dat instemming vooraf of goedkeuring achteraf van de algemene

vergadering vereist zou zijn.¹⁵ Het bestuur en de RvC zijn wel gehouden aan de algemene vergadering alle verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.¹⁶

2.4 Taken en bevoegdheden tijdens overnamesituaties

Bij een overname of een openbaar bod is sprake van een bijzondere situatie. Er wordt een bod uitgebracht op alle aandelen van een (beursgenoteerd) bedrijf. Bij een dergelijke overname is doorgaans sprake van een driehoekssituatie. Omdat het doorgaans praktisch gezien onmogelijk is om met alle aandeelhouders te onderhandelen, onderhandelt de koper met het bestuur van het bedrijf. Bij een openbaar bod heeft een bieder over het algemeen het oogmerk om door het verwerven van de aandelen een overname te bewerkstelligen.¹⁷ Het bod is niet gericht tot specifieke personen, maar wordt uitgebracht aan alle aandeelhouders.¹⁸ Het is aan de doelvennootschap om de aandeelhouders te laten weten of zij het bod al dan niet steunen.¹⁹ Vervolgens zijn de aandeelhouders aan zet en kunnen zij het bod afwijzen of erop ingaan.²⁰ Tijdens een overname vervullen het bestuur²¹ en de RvC een belangrijke rol. De RvC zal een proactieve houding moeten aannemen²² en zich intensiever moeten bemoeien met het overnameproces.²³ Commissarissen kunnen eigen initiatieven nemen.²⁴ Er zijn op dit gebied overigens geen concrete spelregels voor de RvC. De RvC zal vooral moeten afgaan op de algemene regels over zijn taken en open gedragsnormen,²⁵ omdat Boek 2 BW geen formele taakomschrijving bevat voor de RvC bij een openbaar bod.²⁶

10. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI), r.o. 4.5.1.

11. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI), r.o. 4.5.2.

12. Art. 2:107 lid 1 BW. Zie ook HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033 (Forumbank).

13. HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486 (HBG), r.o. 6.2.

14. HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486 (HBG), r.o. 6.4.2.

15. HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486 (HBG), r.o. 6.4.2.

16. Zie art. 2:107 lid 2 BW.

17. W.B. Kuijpers & A. van der Krans, De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod, O&F 2014, afl. 1, p. 19-31.

18. Er bestaan vier verschillende soorten openbare biedingen, het betreft: volledig bod, partieel bod, tenderbod en verplicht bod. Van een verplicht bod is sprake als de aandeelhouder over overwegende zeggenschap beschikt. Het meer of minder houden dan 30% van de aandelen is bepalend voor het soort bod. Een bod kan van vriendelijke of vijandelijke aard zijn.

19. Art. 18 en bijlage G, onder 1, Besluit openbare biedingen (Bob).

20. Voor het openbaar overnamebod zijn de belangrijkste bepalingen in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Bob opgenomen.

21. Tijdens een overname vervult het bestuur een zeer belangrijke rol. Wij gaan hier daarop verder niet in. Zie daarover uitgebreid C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

22. Zo lagen de commissarissen van Ten Cate onder vuur. De RvC zou te passief hebben gehandeld. Zie J. Bos, Wrevel over rol commissarissen bij overname van Ten Cate, Het Financieel Dagblad 25 november 2015.

23. J.L. Burggraaf, De rol van de raad van commissarissen bij een onderneming in financiële moeilijkheden, in: G. van Solinge e.a., Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden, Deventer: Kluwer 2014, p. 105-118. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 15 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ1149 (Van der Moolen), r.o. 9.3.9 en 9.5.2.

24. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 28 december 2006, ECLI:NL:GHAMS:2006:AZ5413 (KPNQwest), r.o. 3.47.

25. Zie o.a. art. 2:8 BW.

26. 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 (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 299-300.

In het verleden is voorgesteld om in de Code enkele regels op te nemen over het overnameproces.²⁷ Deze hielden in dat bij een overname de RvC toezicht dient te houden op (1) de gevolgen van een overname voor de strategie van de onderneming, (2) de beoordeling van de wenselijkheid van een overname, (3) het onderhandelingsproces bij een overname, en (4) de verhoudingen met (minderheids)aandeelhouders en andere betrokkenen bij de onderneming rondom het overnameproces.²⁸ Naar aanleiding van de reacties op de consultatie heeft dit onderdeel de Code niet gehaald. Er zou nog niet op alle punten voldoende best practice bestaan.²⁹ Wel werd in de Code in 2008 opgenomen dat wanneer een overnamebod wordt voorbereid, het bestuur er zorg voor moet dragen dat de RvC tijdig en nauw wordt betrokken bij het overnameproces. Daarnaast werd opgenomen dat het bestuur in het geval een derde bidder zich aanbiedt, direct contact moet opnemen met de RvC. Mocht de derde bidder een verzoek doen om inzage te krijgen in de gegevens van de vennootschap, dan moet het bestuur dit verzoek en de bijbehorende gegevens met de RvC bespreken.³⁰

Uit de jurisprudentie vallen ook enkele lijnen te destilleren. Een doelvennootschap mag beschermingsmaatregelen treffen om tegen te gaan dat een onwelgevallige bidder een overwegende of belangrijke mate van zeggenschap in haar verkrijgt. Dit om (1) tijd te geven voor kennisname van de voornemens van de bidder, (2) te kunnen overleggen over diens opvattingen over het door hem wenselijk geachte beleid, (3) daarover met de medeaandeelhouders te (kunnen) overleggen, en (4) alternatieven te onderzoeken.³¹ Of een dergelijke maatregel kan, hangt af van de omstandigheden van het geval.³² Een tweede uitgangspunt is dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen³³ niet

gerechtvaardigd zal zijn.³⁴ Of er inhoudelijk wordt gesproken met een spontane bidder hangt af van de omstandigheden van het concrete geval. Als er geen strategisch besluit is genomen om het 'stand alone'-scenario te verlaten, zijn de gezichtspunten om met de bidder te spreken:

1. de voorgestelde biedprijs;
2. de strategische bedoelingen van bidder;
3. de inhoud van de voorstellen van bidder;
4. in hoeverre target de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met bidder; en
5. de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen target en bidder.³⁵

2.5 Spanningsveld met persoonlijke belangen

Het bestuur dient, ook bij een openbaar bod, te handelen met inachtneming van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³⁶ Voor bestuurders kan er evenwel een spanningsveld ontstaan tussen persoonlijke belangen, zoals financiële voordelen, aandelenbezit³⁷ of het behoud van hun positie, en dit vennootschappelijk belang.³⁸ Eveneens kan worden gedacht aan 'empire building' of beloningen van bestuurders die zijn gekoppeld aan de kortetermijngroei van de onderneming, die het voor bestuurders aantrekkelijk kunnen maken om ondernemingen over te nemen.³⁹ Een dergelijke situatie is onwenselijk, omdat deze de overname, de onder-

27. Uit de toelichting blijkt dat het verband hield met de ontwikkelingen in 2007 ten aanzien van overnames van beursvennootschappen. De Commissie achtte het van belang dat bestuur en RvC een zorgvuldige afweging maken van de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen, in het bijzonder aandeelhouders, werknemers en crediteuren.

28. Zie het rapport van de Monitoring Commissie uit 2008. Zie ook R.G. Nowak, Het rapport van de Commissie-Frijns over de actualisering van de Corporate Governance Code, Ondernemingsrecht 2008/125.

29. De Nederlandse Corporate Governance Code 2008, p. 52.

30. Zie best practice bepalingen II.1.10 en II.1.11.

31. Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, NJ 1999/351 (Breevast) en Hof Amsterdam (OK) 27 mei 1999, NJ 1999/487 (Gucci II).

32. HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA).

33. Door het gebruik van de woorden 'in het algemeen' lijkt de Hoge Raad de mogelijkheid open te houden dat dit in uitzonderlijke gevallen anders (dus wel voor onbepaalde tijd) kan zijn. Zie verder F.G.K. Overkleef, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 286-287, met verdere verwijzingen.

34. HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA) en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork). Zie ook de conclusie van A-G Timmerman bij ASMI: '3.7.12 (...) De bescherming zal in het algemeen langer geoorloofd zijn naarmate het bestuur meer concessies doet aan de aandeelhouder(s), zonder dat hier concessies van de aandeelhouder(s) tegenover staan. Omgekeerd zal de bescherming in beginsel minder lang geoorloofd zijn naarmate de aandeelhouder meer concessies doet, zonder dat het bestuur beweegt. Daarnaast kan de opstelling van de ondernemingsraad, van overige aandeelhouders, in het bijzonder die van lange termijn-aandeelhouders, en andere direct belanghebbenden van invloed zijn op de vraag of een bescherming kan worden gehandhaafd en hoe veel concessies van de ene of andere partij kunnen worden geveerd. Naarmate andere bij de vennootschap betrokken belanghebbenden meer steun uitspreken voor een van partijen, zal wellicht geveerd kunnen worden dat de andere partij meer beweegt teneinde tot een oplossing te komen. Ook de reactie van partijen op de standpuntbepaling van de andere belanghebbenden kan op die manier invloed hebben op de vraag hoe lang de bescherming mag voortbestaan.'

35. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (Akzo Nobel).

36. Art. 2:129 lid 5 BW. Zie ook HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.5.

37. H. Reumkens & R. van Waaij, (Schijn van) belangenverstremgeling bestuurders doelvennootschap, in: Jaarboek corporate governance, Deventer: Kluwer 2014; Kamerstukken II 2008/09, 31763, 6, p. 23 en 24.

38. Zo werd de bestuursvoorzitter van Ten Cate ervan beschuldigd 'dubbele petten' te dragen tijdens de overname van de textielgigant. Hij zou een financieel belang hebben bij de overname. Na het slagen van de overname had hij uitzicht op een bestuurspositie en verkreeg hij de mogelijkheid het geld van zijn verkochte aandelen opnieuw te investeren in de overgenomen vennootschap (persbericht 'Gilde buy out partners leads consortium to make a recommended cash offer for all shares of Ten Cate', Ten Cate 20 juli 2015, www.tencate.com). Zie J. Bos, Gezichtsverlies voor iedereen rond overname Ten Cate, Het Financieel Dagblad 17 december 2015 (hierna: Bos 2015a).

39. Nederlands KennisCentrum voor Commissarissen en Toezichthouders 2010.

handelingen en het uiteindelijke besluit om met een bepaalde partij in zee te gaan kan beïnvloeden. Een bestuurder kan andere leden van het bestuur bijvoorbeeld direct of indirect proberen te overtuigen van zijn standpunt. Hij kan informatie in vergaderingen op zodanige wijze presenteren dat bestuurders keuzes maken die voor de vennootschap misschien niet de meest gunstige uitkomst hebben.⁴⁰ Daarnaast brengt het bestuur een standpunt uit aan aandeelhouders over een overname. Hiermee adviseert het bestuur aandeelhouders over het bod, de bieder en eventuele medewerking. Alle betrokken belangen moeten hierbij in acht worden genomen.⁴¹ Een bestuurder zou aldus de uiteindelijke besluitvorming van aandeelhouders op onwenselijke wijze kunnen proberen te beïnvloeden.⁴² Een ander mogelijk probleem is als bestuurders meewerken aan *pre-wired* transactiestructuren die niet in het belang van de vennootschap en stakeholders zijn.⁴³

De wet kent een aantal regelingen die dit proberen aan te pakken. Genoemd kunnen worden de tegenstrijdig-belangregeling van artikel 2:129 lid 6 BW,⁴⁴ de 'claw back'-regeling,⁴⁵ en mogelijk de afroombeginsel.⁴⁶ In de praktijk lijken deze regelingen op het terrein van overnames niet heel effectief.⁴⁷ Naast wettelijke regelingen zijn er in de praktijk ook oplossingen bedacht om een tegenstrijdig belang bij het bestuur tegen te gaan. Zo werd bij de overname van Unit4 het overnamedocument, met daarin de plannen voor de overname, niet tegelijk gepubliceerd met de voorwaarden voor de managementparticipatie.⁴⁸ Aldus hadden de bestuurders geen kennis van de eventuele voordelen die de deal voor hen kon behelzen. Ook kan de RvC het bod laten beoordelen door een derde partij. Dit wordt een fairness opinion genoemd.⁴⁹ Deze verklaring van een onafhankelijke deskundige, meestal verbonden aan een investmentbank, bevat een oordeel over de redelijkheid,

evenwichtigheid en hoogte van een bod.⁵⁰ Dankzij deze fairness opinion bestaat er een objectieve onderbouwing van een bod zonder eventuele tegenstrijdige belangen. Dit kan het vertrouwen van de aandeelhouders in het oordeel van het bestuur en het bod vergroten.⁵¹ Wel moet de kanttekening worden gemaakt dat de fairness opinion geen wettelijke verplichting is en slechts betrekking heeft op de financiële aspecten van het bod.⁵² Het is (mede) daarom dat in de praktijk de speciale overnamecommissie wel wordt ingeschakeld. In Italië is zelfs wetgeving uitgevaardigd die een opinie van een speciale commissie bij een overname verplicht stelt.⁵³

2.6 Speciale overnamecommissie

De speciale overnamecommissie wordt specifiek belast met de overname en kan zo het proces beter managen. Deze commissie kent geen basis in de Nederlandse wet of de Code. De speciale overnamecommissie vindt haar oorsprong in de Angelsaksische praktijk, maar wordt in Nederland steeds vaker ingezet.⁵⁴ Zo werd er bij de al eerder genoemde overname van Unit4 voorafgaand aan het bod een speciale commissie ingesteld die toezicht hield op de overname en de onderhandelingen.⁵⁵ Ook de Koninklijke KPN NV had een speciale overnamecommissie ingesteld in verband met de vijandige overnamepoging door América Móvil in 2012. Hetzelfde geldt voor Nutreco NV, toen zij werd overgenomen door SHV Investments Ltd. Ook buiten openbare biedingen komt een dergelijke commissie wel voor. Zo kende ABN AMRO Group N.V. vanaf 2015 een speciale commissie die betrokken was bij de voorbereidingen voor de beursgang van deze bank. In het consultatiedocument voor de herziening van de Code uit 2016 werd de speciale commissie omschreven als een commissie bestaande uit zowel bestuurders als commissarissen die een belangrijke rol spelen bij de voorbereiding van besluitvorming in overnamesituaties en mogelijk in andere 'stresssituaties'.⁵⁶ Het gebruik van een dergelijke commissie zou bijdragen aan een versnelling van het besluitvormingsproces binnen het bestuur. Het voorstel heeft het uiteindelijk niet gehaald, onder meer omdat er geen noodzaak zou zijn om de praktijk te formaliseren. Door instelling van een speciale overnamecommissie

40. G.N.H. Kemperink, Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen, Deventer: Kluwer 2013, par. 5.2.16.

41. Art. 18 en bijlage G, onder I, Bob.

42. Kemperink 2013, par. 5.2.16.

43. Zie hierover ook P.D. Olden, Pre-wired asset sale, WPNR 2014/7037 en De Brauw 2017, p. 739-755.

44. K.L. Tienstra & W.J. Oostwouder, Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen, O&F (22) 2014, afl. 1, p. 44-61.

45. E.C.H.J. Lokin, Een toekomstperspectief op het aanpassen van bonussen van bestuurders, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht: het ondernemingsrecht van de toekomst, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 351-375.

46. Art. 2:135 lid 7 BW.

47. E.C.H.J. Lokin & A.J.P. Schild, De bonus belast: enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvoeren van bonussen, Ondernemingsrecht 2012/66, p. 349-357. Zie ook Bos 2015a. Voorts noemen wij dat de stijging in waarde van de aandelen van de CEO van D.E. Master Blenders weliswaar werd afgeroomd, maar hij hiervoor ter compensatie een bonus van de kopende partij ontving.

48. Unit4 position statement, 20 december 2013, p. 20, zie www.afm.nl/nl-nl/professionals/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen.

49. In de praktijk vraagt de vennootschap zelf een fairness opinion en heeft de RvC vaak een eigen fairness opinion. Zie hierover S. Parijs, Fairness opinions, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), Handboek openbaar bod (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008, hoofdstuk 21.

50. S. Parijs, Fairness opinions and liability. A legal and economic analysis of fairness opinions in the United States and the Netherlands (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2005, p. 17; Parijs 2008, p. 703.

51. J.J. Kloosterman, Persoonlijke belangen bij een openbaar overnamebod, TOP 2008, afl. 8, p. 291-297.

52. Parijs 2005, p. 17; Parijs 2008, p. 703.

53. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Regulation no. 17221, 12 maart 2010 en Regulation no. 17389, 23 juni 2010, www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg17221e.htm.

54. P.L. Hezer, Buitenlandse invloeden op corporate governance in Nederland, Bb 2017/42.

55. Unit4 position statement, 20 december 2013, p. 20, zie www.afm.nl/nl-nl/professionals/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen.

56. Zie de destijds voorgestelde best practice bepaling 2.7.4: 'Bij een (voorgenomen) overnamebod op aandelen en bij een openbaar bod op een bedrijfs onderdeel of een deelneming, waarvan het bod de waarde de in art. 2:107a, lid 1, onderdeel c BW bedoelde grens overschrijdt, stellen het bestuur en de raad van commissarissen een speciale commissie in ter voorbereiding van de besluitvorming over het bod. De statutaire verantwoordelijkheden van bestuurders en commissarissen blijven onverlet.'

sie kan de RvC voorts een actievare rol vervullen bij het besluitvormingsproces bij een overname en de relevante belangen meer proactief behartigen.⁵⁷ Daarnaast kan de RvC mogelijke kennis en ervaring met het bestuur delen, waardoor het besluitvormingsproces sneller verloopt.⁵⁸ Waar ons inziens nog eens over had moeten worden nagedacht, is of het niet de voorkeur geniet dat de speciale commissie uitsluitend bestaat uit onafhankelijke leden van de RvC. Daar lijkt wel wat voor te zeggen. Dat wil overigens niet zeggen dat wij menen dat bestuurders geen rol meer moet toekomen tijdens overnames. Dat is uiteraard niet het geval.

3 Speciale overnamecommissie in de VS

In de VS dient een speciale commissie ervoor te zorgen dat de beslissingen die voor de vennootschap worden gemaakt niet beïnvloed worden door persoonlijke belangen.⁵⁹ Zo'n commissie of stuurgroep kan op verschillende manieren vorm worden gegeven en in verschillende situaties worden ingezet. Over het algemeen wordt een dergelijke commissie gebruikt bij het uitkopen van minderheden, *leveraged buyouts* waar het bestuur een belang in het nieuwe bedrijf krijgt, andere overnames waar mogelijke tegenstrijdige belangen spelen en bij afgeleide vorderingen van aandeelhouders.⁶⁰ Ook bij het integratieproces na een fusie of alliantie is er een sleutelrol voor de commissie.⁶¹ Tijdens deze integratieprocessen is de commissie een coördinerend orgaan dat de doelen en richtlijnen opstelt en daar toezicht op houdt, over vergadert, adviseert en beslissingen neemt.⁶² Bij overnames gaat het hierbij om het uitschakelen van 'interested directors'. Een *interested director* is een bestuurder met een belang of potentieel belang aan beide zijden van een transactie.⁶³ Daarom wordt vaak een speciale overnamecommissie ingezet.⁶⁴ De speciale overnamecommissie werd voor het eerst erkend door de rechtbanken van de staat Delaware, maar wordt sinds de jaren tachtig in bijna alle staten erkend en veelvuldig gebruikt.⁶⁵ Een dergelijke commissie kan bestuurders in de meeste staten ook beschermen tegen mogelijke aansprakelijkheid bij transacties waar de bestuurder

van de doelvennootschap ook aandeelhouder is.⁶⁶ De speciale overnamecommissie bestaat uit onafhankelijke 'board members' die de belangen van de vennootschap en andere belanghebbenden, waaronder minderheidsaandeelhouders, behartigen. De overnamecommissie kan bijvoorbeeld de bevoegdheid krijgen om het bod te bekijken en te onderhandelen met kopers over een eventuele prijsverhoging.⁶⁷ De commissie kan ad hoc worden gevormd, maar is bij sommige vennootschappen al proactief gevormd.⁶⁸

In de staat Delaware – de staat met de meeste grote beursgenoteerde bedrijven – is de speciale overnamecommissie inmiddels een juridisch erkende en aanbevolen manier om tegenstrijdige belangen bij bestuurders bij fusies en overnames in te perken.⁶⁹ Het hooggerechtshof van Delaware heeft op enkele punten gewezen die het slagen dan wel falen van een speciale commissie kunnen beïnvloeden. Wij noemen: (1) de breedte en kracht van de volmacht of het mandaat dat de speciale commissie krijgt, (2) het onafhankelijke en belangeloze karakter van de speciale overnamecommissie, en (3) de manier waarop de commissie handelt bij het verrichten van haar taken. Hierbij gaat het erom of de commissie met de nodige zorgvuldigheid heeft gehandeld. Dit ziet onder meer op het gebruik van adviseurs, het zelf bestuderen van financiële informatie en het in acht nemen van mogelijke alternatieven.⁷⁰ Uit onderzoek is gebleken dat essentieel is dat de commissie goed is samengesteld en goed functioneert.⁷¹

4 De speciale overnamecommissie in Nederland

In deze paragraaf bespreken wij nu hoe een speciale overnamecommissie in Nederland vormgegeven zou kunnen worden, mede gebaseerd op de ervaringen in het buitenland.

4.1 Oprichting en bevoegdheden

De voorgestelde bepaling voor de Nederlandse Corporate Governance Code hield in dat het bestuur en de RvC een speciale commissie oprichten indien er een openbaar bod wordt gedaan. Ons inziens zou het zwaartepunt met betrekking tot de oprichting van de commissie bij de RvC moeten liggen. De commissie dient zo snel mogelijk te worden gevormd indien er sprake is van een mogelijke overname. Het maakt hierbij niet per se uit of de commissie ad hoc wordt gevormd of op voorhand al is samengesteld. Het van tevoren nadenken over een overnamecommissie kan er wel voor zorgen dat men een dui-

57. Zie ook Burggraaf 2014, p. 117.

58. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Voorstel tot herziening Corporate Governance Code, februari 2016, p. 35.

59. W. Lawlor & E. Siegel, Special committees for target boards: Developments in the takeover context, *The Legal Intelligencer* 2016, p. 4.

60. F. Aquila & S. Lipton, Making good use of special committees, *Practical Law The Journal*, oktober 2010, p. 42-48.

61. T. Galpin, The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level, San Francisco: John Wiley and Sons 2012, p. 134.

62. M. Marks & P. Davis, Managing mergers, acquisitions and alliances: Creating an effective transition structure, *Organizational Dynamics* (28) 2000, afl. 3, p. 35-47.

63. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

64. Lawlor & Siegel 2016, p. 4.

65. S. Simpson & K. Brody, The evolving role of special committees in M&A transactions, *The Business Lawyer* (69) 2014, afl. 2, p. 1117-1145; S. Simpson, The emerging role of the special committee – Ensuring business judgment rule protection in the context of management leveraged buyouts and other corporate transactions involving conflicts of interest, *The Business Lawyer* (43) 1988, afl. 2, p. 665.

66. In de VS moet men bij transacties met bestuurders die ook aandeelhouder zijn, voldoen aan een strengere toets, de fairness opinion. Het is aan het bestuur van de doelvennootschap om te bewijzen dat hieraan is voldaan, anders kunnen de bestuurders aansprakelijk worden gesteld. Zie ook *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Del. 1983); Lawlor & Siegel 2016, p. 4.

67. Lawlor & Siegel 2016, p. 11.

68. Zo heeft het IT-bedrijf Cisco zijn 'acquisitions committee' op de website vermeld.

69. Simpson & Brody 2014, p. 1117.

70. *MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 499-500, 507-510 (Del. Ch. 2013); *S. Peru Copper Corp. S'holder Derivative Litig.*, 52 A.3d 763, 764, 769, 773, 774, 810, 811, 793-797 (Del. Ch. 2011).

71. Simpson & Brody 2014, p. 1117-1145.

delijk beeld heeft van verschillende kwaliteiten en competenties van bestuurders en commissarissen, waardoor de commissie sneller rond is en aan de slag kan. Is sprake van een vooraf samengestelde commissie, dan dient op het moment dat zij wordt geactiveerd, opnieuw te worden beoordeeld of de commissie nog passend is samengesteld. Daarnaast is het belangrijk dat de bevoegdheden van de commissie duidelijk zijn. De commissie moet in elk geval de gelegenheid hebben om zelf te onderhandelen met de kopende partij en wellicht ook de bevoegdheid hebben om een mogelijke deal daadwerkelijk af te wijzen.⁷² In de VS wordt er doorgaans door een 'board'-besluit een zogenaamd 'charter' vastgesteld. Dit is een reglement dat de overnamecommissie tijdens de overname als leidraad kan gebruiken. Het reglement bevat ook regels over de bevoegdheid van de overnamecommissie om de overname te beoordelen, actief te onderhandelen, alternatieve scenario's te overwegen en de overname zo nodig af te wijzen.⁷³ Ons inziens verdient de vastlegging van een dergelijk reglement ook in Nederland bij instelling van een overnamecommissie de voorkeur.⁷⁴

4.2 Samenstelling

De Monitoring Commissie stelde voor de speciale commissie te vullen met leden van het bestuur en de RvC die geen tegenstrijdig belang hebben.⁷⁵ Wij zijn van mening dat dit een goed uitgangspunt is. Daarnaast moet ons inziens de mogelijkheid bestaan om andere belanghebbenden of deskundigen een plek in de commissie te geven wanneer omstandigheden dit vergen. Van belang voor de effectiviteit van de commissie lijkt een onafhankelijk karakter van de speciale overnamecommissie.⁷⁶ Aangezien het karakter van de commissie wordt bepaald door de leden is het erg belangrijk om goed na te denken over de samenstelling van de commissie.⁷⁷ Ontstaat er een issue over de onafhankelijkheid van de leden, dan kan dit ertoe leiden, in elk geval voor de aandeelhouders, dat twijfel ontstaat over de kwaliteit van het advies van de commissie. Deze onafhankelijkheid dient dan ook te worden beoordeeld bij het vormen van de commissie en moet gedurende het overnameproces worden gemonitord.⁷⁸ Indien de overnamecommissie of een lid direct of indirect verplicht is om belangen van een bepaalde partij, zoals een grootaandeelhouder, bestuurder of koper, te behartigen, is er een issue.⁷⁹ Voor de beoordeling van onafhan-

kelijkheid zijn de criteria die momenteel voor de RvC in de Code worden gebruikt wat ons betreft onvoldoende. Het betreft formele criteria om te kijken of een commissaris onafhankelijk is. In de praktijk kan het zich voordoen dat commissarissen voldoen aan alle formele criteria, maar in feite wel afhankelijk handelen. De formele criteria doen dus niet altijd recht aan de situatie.⁸⁰ Voor het bepalen van onafhankelijkheid van de overnamecommissie kan een voorbeeld worden genomen aan de Britse Code en de materiële voorwaarden die in Delaware worden gesteld. De Britse Code kent ook een aantal formele criteria die van belang zijn voor de onafhankelijkheid van commissarissen, maar verplicht daarnaast dat voor iedere kandidaat individueel beoordeeld wordt of hij of zij ook daadwerkelijk onafhankelijke beslissingen kan nemen. Het gaat dus niet louter om het afvinken van een lijst met criteria.⁸¹ In de VS wordt gebruik gemaakt van een zogenaamde 'materiality standard'. Volgens deze standaard moet de rechter op basis van materiële banden met de opdrachtgever bezien of deze relatie de commissaris niet dermate beïnvloedt dat hij zijn taken niet onafhankelijk meer kan vervullen.⁸² Onafhankelijkheid kent overigens ook een keerzijde. Het lijkt erop dat het gebruik van enkel onafhankelijke personen ook een negatief effect kan hebben op het functioneren van de commissie.⁸³ Onafhankelijkheid kan ervoor zorgen dat men te weinig van een onderneming weet en daardoor niet de noodzakelijke competenties heeft om goed te functioneren. Iemand die als afhankelijk wordt aangemerkt, zou mogelijk een rol als adviseur kunnen vervullen, waarbij rekening kan worden gehouden met zijn afhankelijkheid.⁸⁴

4.3 Bezoldiging

De bezoldiging die leden van een overnamecommissie mogelijk ontvangen, is een punt van aandacht, omdat deze de onafhankelijkheid van de overnamecommissie kan ondermijnen.⁸⁵ In de VS is bezoldiging voor deze werkzaamheden doorgaans gebruikelijk.⁸⁶ Betaling van significante bonussen naar aanleiding van het succesvol afronden van een overname wordt evenwel aangemerkt als een ondermijning van de onafhan-

72. Zie voor Delaware MFW S'holders Litig., 67 A.3d 499-500 (Del. Ch. 2013).

73. G. Varallo, S. Raju & M. Allen, Special committees: Law and practice, Londen: LexisNexis 2011. Bevestigd in: Gesoff v. IIC Indus., Inc., 902 A.2d 1130, 1146 (Del. Ch. 2006); MFW S'holders Litig., 67 A.3d 496, 506 (Del. Ch. 2013).

74. Ook kan de commissie een statutaire basis worden gegeven.

75. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Voorstel tot herziening Corporate Governance Code, februari 2016, p. 35.

76. MFW S'holders Litig., 67 A.3d 499-500, 507-510 (Del. Ch. 2013); S. Peru Copper Corp. S'holder Derivative Litig., 52 A.3d 763, 764, 769, 773, 774, 810, 811, 793-797 (Del. Ch. 2011).

77. Zie hierover ook T.M. Stevens, Eumedion voorstel bescherming minderheidsaandeelhouders, Ondernemingsrecht 2017, afl. 8, p. 390-391.

78. Simpson & Brody 2014.

79. Rales v. Blasband, 634 A.2d 927, 936 (Del. 1993) (citing Aronson, 473 A.2d at 815).

80. Zie ook M.J. Kroeze, Onafhankelijkheid van commissarissen, Ondernemingsrecht 2005/92, p. 272-278.

81. Code provision B1.1 van de UK Corporate Governance Code.

82. MFW S'holders Litig., 67 A.3d 510-514 (Del. Ch. 2013).

83. E.D.J. de Jongh, Verhoudingen en verwachtingen: een sociologische verkenning naar de positie van de Raad van Commissarissen in zijn relatie tot directie en ondernemingsraad van structuurvennootschappen, Leiden/Antwerpen: Stenfert Kroese 1987, p. 56-57; J. van der Knoop, Tussen toeschouwen en meesturen. De rol van commissarissen in en tussen grote vennootschappen (diss. Groningen), Amsterdam: Thesis Publishers 1991, p. 85-86.

84. Ook zou erover kunnen worden nagedacht of een (vertegenwoordiger van een) minderheidsaandeelhouder een rol kan krijgen. Zie hierover ook N. Hallemeesch, Belangenconflicten van meerderheidsaandeelhouders, TRV 2017, p. 5 e.v.

85. MFW S'holders Litig., 67 A.3d 510 (Del. Ch. 2013); Rales v. Blasband, 634 A.2d 937 (Del. 1993).

86. Pa. Transp. Auth. v. Volgenau, No. 6354-VCN, 2013 WL 4009193, at *14 (Del. Ch. Aug. 5, 2013), aff'd mem., 91 A.3d 562 (Del. 2014). Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1169 (Del. 1995); Orman v. Cullman, 794 A.2d 5, 29 n.62 (Del. Ch. 2002).

lijkheid.⁸⁷ Ons inziens is het wenselijk dat de bezoldiging van de commissieleden vooraf wordt vastgesteld en bestaat uit een vaste vergoeding. In het Verenigd Koninkrijk wordt betaling van een *fixed fee* ook aanbevolen door de Association of British Insurers, omdat dit de meest passende wijze van belonen zou zijn, die tevens recht doet aan het streven naar onafhankelijkheid van de commissieleden.⁸⁸

4.4 Diversiteit en omvang

Naast onafhankelijkheid zijn ook andere kenmerken van de commissieleden van belang. Bij het selecteren van de leden van de overnamecommissie moet ook rekening worden gehouden met de persoonlijkheid, beschikbaarheid en expertise van de leden. Zo wordt wel verdedigd dat ten minste één persoon in de commissie over financiële kennis dient te beschikken met betrekking tot waardering van ondernemingen.⁸⁹ Naast de kenmerken en kwaliteiten van de commissieleden is ook de grootte van de commissie van belang. In Delaware is er niet een bepaald aantal commissieleden als optimaal aangewezen. Wel is duidelijk dat een overnamecommissie die bestaat uit slechts een of twee leden niet de voorkeur verdient.⁹⁰ Een te grote commissie kan daarentegen leiden tot inefficiëntie, omdat het moeilijker is voor een grote groep om samen actief een proces te begeleiden. Een commissie zou daarom ons inziens doorgaans uit niet meer dan vijf personen dienen te bestaan.

4.5 De taken en zorgplicht van de overnamecommissie

Zoals al aangestipt, is het belangrijk dat een overnamecommissie echte bevoegdheden krijgt toebedeeld. De commissie moet de gelegenheid hebben om zelf te onderhandelen met de kopende partij en wellicht kan zelfs gedacht worden aan de bevoegdheid – op basis van een specifieke wettelijke regeling – om een mogelijke overname daadwerkelijk af te wijzen of juist niet.⁹¹ Daarnaast moet de commissie adviseurs en deskundigen kunnen inschakelen. De kosten van door de commissie ingeschakelde adviseurs en deskundigen dienen voor rekening van de vennootschap te komen, zonder dat eventuele kostenplafonds de taken van de commissie belemmeren. Eventuele adviezen dienen zorgvuldig en kritisch te worden besproken, opdat de commissie zelf tot een goed doordacht en gewogen oordeel komt. Ook kan de commissie eventuele alternatieven (laten) onderzoeken en overwegen.⁹² Om goed te kunnen functioneren moet de overnamecommissie ervoor zorgen dat zij te allen tijde op de hoogte blijft, de nodige informatie bezit en het overnameproces begrijpt. Een goed functionerende overnamecommissie moet kunnen opmerken dat nieuwe

informatie misschien een revaluatie van de overname vereist.⁹³ De commissieleden zullen ook de benodigde tijd moeten kunnen investeren om het proces te begrijpen. Dit alles betekent ons inziens dat de commissie een plicht heeft om haar taken zorgvuldig en naar beste geweten te vervullen met betrekking tot de beoordeling en afhandeling van een mogelijke overname.⁹⁴ Er wordt een actieve, participerende en proactieve houding geëist van de commissieleden.⁹⁵ Zij zullen, net als de RvC, te allen tijde het belang van de vennootschap en andere belanghebbenden als minderheidsaandeelhouders mee moeten wegen.⁹⁶

5 Afronding

Een speciale overnamecommissie kan een nuttige rol vervullen bij een overname. In de praktijk is het ons inziens wenselijk om proactief na te denken over de instelling van een overnamecommissie, de rol die een speciale overnamecommissie bij een mogelijke overname kan vervullen, en hoe deze commissie het beste kan worden vormgegeven.

87. Pa. Transp. Auth. v. Volgenau, No. 6354-VCN, 2013 WL 4009193, at *16 n. 135 (Del. Ch. Aug. 5, 2013), *aff'd mem.*, 91 A.3d 562 (Del. 2014).

88. Association of British Insurers, *Improving corporate governance and shareholder engagement*, 2013, www.abi.org.uk.

89. Simpson & Brody 2014, p. 1137.

90. Kahn v. Dairy Mart Convenience Stores, Inc., No. 12489, 1996 Del. Ch. LEXIS 38, at *19-20 (Del. Ch. Mar. 29, 1996); Lewis v. Faqua, 502 A.2d 962, 967 (Del. Ch. 1985).

91. MFW S'holders Litig., 67 A.3d 499-500 (Del. Ch. 2013).

92. Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 651 (Del. 2014).

93. S. Peru Copper Corp. S'holder Derivative Litig., 52 A.3d 783 (Del. Ch. 2011).

94. MFW S'holders Litig., 67 A.3d 507 (Del. Ch. 2013).

95. Zie hierover ook Rb. Overijssel 21 september 2016, ECLI:NL:RBOVE:2016:5201.

96. In dat kader is het verstandig om te zorgen voor goede schriftelijke vastlegging.