

**CONTROLE VAN HET BESTUUR OP DE
KWALITEIT VAN EEN OVERNEMER EN
DIENS *DEBT PUSH DOWN* IN *LEVERAGED
BUY-OUTS?***

WP 2022-07

Hans De Wulf

Financial Law Institute

Working Paper Series





WP 2022-07

Hans De Wulf

Controle van het bestuur op de kwaliteit van een overnemer en diens
debt push down in leveraged buy-outs?

Abstract

Dit is de tekst van mijn bijdrage aan het Liber Amicorum Jean-Pierre Blumberg, dat in de herfst van 2021 bij Intersentia verscheen.

De tekst gaat uit van twee ophefmakende buitenlandse gerechtelijke uitspraken inzake *debt push downs*, de Amerikaanse *Nine West*-zaak en de Nederlandse *Estro*-zaak. Beide uitspraken hebben gemeen dat zij “standaarden” inzake behoorlijk vennootschapsbestuur gebruiken om bestuurders te wijzen op hun verantwoordelijkheden bij een overname van de vennootschap (bv. door een private equity-speler), ook wanneer zijzelf naar aanleiding van de overname uit het bestuur zullen verdwijnen, en met name wat de schuldenlast die op de schouders van de vennootschap wordt gelegd betreft. Ik onderzoek op essayistische wijze in welke mate zulke rechtspraak ook in België mogelijk zou zijn, als aanvulling op de technische wettelijke regels inzake financial assistance.

The author welcomes your comments at hans.dewulf@ugent.be

The final version of this paper will be published in *Liber Amicorum Jean-Pierre Blumberg*, Intersentia, 2021, xlvii + 690 p.

The entire working paper series can be consulted at www.fli.ugent.be



CONTROLE VAN HET BESTUUR OP DE KWALITEIT VAN EEN OVERNEMER EN DIENS *DEBT PUSH DOWN* IN *LEVERAGED BUY-OUTS*?

of: zouden *Nine West* en *Estro* ook naar Belgisch recht gelden?

Hans De Wulf

Universiteit Gent, Financial Law Institute

1. Private equity: kings of the world ?

“Private equity” (PE) is een tak van de financiële industrie waarbij een organisatie één of meer investeringsfondsen opricht om controlerende participaties -meestal maar niet altijd 100% van de aandelen- te nemen in vennootschappen, met als doel de vennootschap te herstructureren en dan met winst door te verkopen. De doelwitvennootschap is meestal matuur -daarom gaat het niet om *venture capital*¹- maar niet beursgenoteerd; als ze toch genoteerd is, wordt ze normaal gezien van de beurs gehaald om “rustig”, buiten de dagelijkse druk van beleggers om, geherstructureerd te kunnen worden. De “exit” vindt meestal na 2 tot 7 zeven jaar plaats, hoewel kortere en langere investeringen voorkomen². De private equity-organisaties zelf (te onderscheiden van de door hen opgerichte en beheerde investeringsfondsen) komen in diverse maten en gewichten: het gaat van clubjes van enkele ondernemers-vrienden die enkele 100.000en of miljoenen euro's hebben “om mee te spelen” over afdelingen van bancaire groepen tot zeer grote zelfstandige private equity-groepen zoals Blackstone, KKR, The Carlyle Group, CVC Capital of EQT. Vanuit Vlaanderen is GIMV, oorspronkelijk een overheidsinstelling, een belangrijke speler. De private equity group zelf levert doorgaans slechts 1 tot 5% van het eigen vermogen van de door hen opgerichte fondsen. De rest wordt opgehaald bij een beperkte groep externe investeerders. Een voor zover ik als academicus weet recente evolutie is de zoektocht naar “permanent capital”, waarbij private equity-fondsen een sterke voorkeur blijken te ontwikkelen voor externe investeerders met een zeer lange investeringshorizont, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, zodat het PE-fonds geen nieuwe *fundraising* moet doen voor elke nieuwe investeringsgronde, maar door verschillende rondes gaat met dezelfde investeerders aan boord, en overigens minder investeert via het verschaffen van eigen vermogen aan de doelwitvennootschap, maar eerder door *senior* kredieten te verschaffen.³

¹ Niettemin is er veel onderzoek door economen dat geen onderscheid maakt tussen *venture capital* en *private equity*, althans *venture capital* expliciet als een subvorm van *private equity* beschouwt.

² Maar toch als vrij extreem mogen beschouwd worden, ook al bleken in de VS PE-fondsen minstens tot enkele jaren terug een standaard levensduur van 10 jaar te hebben.

³ Zie bv. J. Ford, “Private equity fees have become a rentier bonanza- clever financiers have made a mockery of the original buy-out model” *Financial Times* 30 augustus 2020; *Financial Times*, Lex column, 21 januari 2021, “Apollo: fade to Black” en 22 april 2021 “Blackstone: private equity’s third wheel follows own course”: “*The trio (Apollo, KKR, Blackstone-hdw), however, do agree on one strategy: the future growth of the alternatives business is in so-called “permanent capital”, not finite-life, vehicles.*” De lagere



Zowat alle *deals* die fondsen doorvoeren worden in belangrijke mate met schulden gefinancierd, met *leverage* dus, vandaar de sinds de jaren 1980 ingeburgerde uitdrukking “leveraged buy-out” (LBO), waarover J.P. Blumberg een vroege en nog steeds toonaangevende bijdrage schreef⁴. In de meeste deals wordt de financiële last van die schuldfinanciering in belangrijke mate op de schouders van de over te nemen doelwitvennootschap gelegd. Men spreekt dan van een *debt pushdown*. Dit kan op vele manieren gestructureerd worden. Het gebeurt bij voorbeeld courant dat de kredieten die het acquisitievehikel is aangegaan om de overname te financieren, kunnen terugbetaald worden met een “superdividend” dat de private equity-investeerder aan zichzelf, na de controle over de doelwitvennootschap verworven te hebben, laat uitbetalen. Soms wordt dat dividend gefinancierd met een tweede kredietlijn die de doelwitvennootschap aangaat, hetzij bij een andere bank dan degene die de acquistiefinanciering verzorgd heeft, hetzij, bij wijze van herfinanciering, bij diezelfde bank. Daarbij is het wel al eens gebeurd- ook zonder dat er een private equity-overnemer te bespeuren viel- dat de bank die de acquisitie gefinancierd had, haar positie via het tweede, herfinancieringskrediet verstevigde. De vennootschap(sgroep) die door de bank al geruime tijd gefinancierd werd, bleek moeilijk of niet in staat om de oorspronkelijke kredieten terug te betalen maar de bank was onvoldoende ingedekt door zekerheden om volledige terugbetaling bij een faillissement veilig te stellen, zodat zij ertoe overging een tweede krediet te geven, ditmaal wel stevig met zekerheden afgedekt, dat gebruikt wordt om het eerste krediet terug te betalen. Als vervolgens de vennootschap failliet gaat, en de bank probeert haar vel te redden door zich op haar zekerheden te beroepen, ten nadele van andere schuldeisers, worden zulke constructies niet altijd welwillend bekeken⁵.

Een klein deel van de debt pushdowns wordt gevat of dreigt gevat te worden door de regels over financiële bijstand (*financial assistance*).⁶ Deze uit Groot-Britannië afkomstige regels zijn in de EU geharmoniseerd⁷ en vindt men wat het Belgische recht betreft in de artikelen 5:152 en 7: 227 WvV. Ze gelden alleen voor *share deals*, niet bij *asset deals*. De regels worden in de praktijk zelden toegepast, want partijen proberen debt push downs nu net zo te structureren dat zij niet gevat worden door de wetsvoorschriften. Die verboden *financial assistance* tot 2006

maar permanentere *asset management fees* die dan aangerekend worden op zulke vehikels zouden het wegvallen van meer wisselvallige en onvoorspelbare “carried interest” (kortweg “carry”, van vaak 20% op de winsten van een bepaalde investering boven een bepaalde “hurdle rate”) meer dan compenseren.

⁴ Zie J.P. Blumberg en R. Nieuwdorp, ‘Juridische aspecten van de (Leveraged) Management Buy-Out’, *T.B.H.* 1989, 108-145.

⁵ Zie bv. de Lendit-zaak, Brussel 10 september 2004 (Lendit), *BFR* 2006, 25-30 met de commentaar van K. MACOURS, “Lendit: gedachten bij een miskennen van het vennootschapsbelang in een groepscontext” (noot onder Brussel 10 september 2004), *BFR* 2006, 30-39.

⁶ In België is het standaardwerk over financiële bijstand die een vennootschap verleent met het oog op het verwerven van haar aandelen door een derde: K. Troch, *Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen*, Gent, Larcier, 2^{de} editie 2011, 183 p. Een ongezond groot deel van de literatuur over het onderwerp is van de hand van praktijkjuristen, vaak advocaten met cliënten die graag zo weinig mogelijk gehinderd worden door de voorschriften over financiële bijstand.

⁷ Zie E. Wymeersch, “Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company” in J. BASEDOW, K. HOPT en H. KÖTZ (eds.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, 725 e.v.



(wat nog steeds de rechtstoestand in het Verenigd Koninkrijk is), sindsdien is het in België toegelaten, maar de procedurele hordes die men sindsdien moet nemen om op een geoorloofde manier financiële bijstand te verlenen, worden doorgaans als te hoog beschouwd om de moeite te doen. Wanneer een rechter een verrichting toch in zijn netten vangt door een teleologische aanpak te hanteren en argumenteert dat men een reeks verrichtingen als één geheel moet bekijken, zoals het Gentse Hof van beroep in een befaamd en berucht arrest uit 2005⁸, wordt door de praktijk geschokt gereageerd.

De voorbije 20 jaar is private equity globaal gezien, een jarenlange inzinking na de financiële crisis in 2008 niet te na gesproken, *booming business* geweest⁹. Een groot deel van de overnameactiviteit boven het segment van de kleinste ondernemingen wordt door private equity-spelers beheerst. De fondsen zijn dan ook een belangrijke bron van financiering voor vele vennootschappen. Precies omdat overnames bijna steeds in belangrijke mate schuldgefinancierd zijn, vaak gepaard gaan met een debt push down en gewoon ook omdat private equity-spelers alomtegenwoordig zijn, wekken zij ook veel argwaan¹⁰. “Op café” heb ik zowel van academici als (schuldeiserskant-) advocaten negatieve geluiden gehoord. Het

⁸ Gent 11 april 2005, *R.W.* 2007, 615. Zie ook (chronologie verrichtingen niet determinerend, maar in casu geen financial assistance) Mons 16 april 2012, *T.B.H.* 2013, 650. Voor enkele commentaren op deze zaken, zie bv. O. COCQUYT, “Bancaire kredieten al dan niet in het spoor van “financial assistance”” (noot onder Gent 11 april 2005), *R.A.B.G.* 2007, 470-473; P. ANDRE-DUMONT, “Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée” (noot onder Bergen 16 april 2012), *T.B.H.* 2013, 655-657; D. BRULOOT, “Financiële bijstand (art. 629 W. Venn.) onder de vorm van dividenden en managementvergoedingen: waar ligt de grens?”, *B.F.R.* 2012, (288) 298 e.v.; P. MULLIEZ en J. PATTYN, “De versoepeling van het verbod op financiële bijstand: een stap in de goede richting?”, *T.B.H.* 2010, (318) 327; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *T.R.V.* 2008, (242) 249-251 en 259-261; B. BELLEN en D. LECLERCQ, “M&A Kroniek - Chronique de jurisprudence en M&A (2000-2017)”, *T.R.V.* 2019, (504) 527 en K. BYTTEBIER en T. WERA, “De dividenduitkering: (nog steeds) een geoorloofd alternatief voor financiële steunverlening?” (noot onder Bergen 16 april 2012), *T.B.H.* 2013, (895) 905-906.

⁹ Volgens Bain, een consultancy, beleefde de industrie in 2019 een absoluut recordjaar door \$1009 miljard op te halen, en ook 2020 was nog een topjaar (\$898 miljard opgehaald), ondanks enkele zware ongelukken met deals toen in maart 2020 de Covid-19-maatregelen in het westen in werking traden. Cijfers geciteerd in “Private equity champion mocks Oxford academic over criticism”, *FT* 27 maart 2021.

¹⁰ Representatieve artikels zijn bv. de aanval in de Britse krant (een soort *Laatste Nieuws on steroids*) *Daily Mail*, “Pandemic plunderers scandal. 40.000 jobs lost at firms targeted by sharks” (deze “sharks” worden verder in dit voorpagina-verhaal “City plunderers” genoemd en voor wie er aan twijfelt, het zijn wel degelijk private equity-fondsen die bedoeld zijn), 26 mei 2021. In hetzelfde nummer publiceerde de krant een Manifesto om private equity aan te pakken, met een aantal voorstellen die niet als zonder meer dwaas weggezet kunnen worden (punt 1: verplichting om de solvabiliteit van de doelwitvennootschap na de overname door een private equity fonds door een externe auditor te laten attesteren; ander punt: verbod om dividenduitkeringen met kredieten te financieren) of J. Espinoza, “Spain wrestles with private equity boom”, *Financial Times* 16 januari 2019, waarin wordt uitgelegd dat private equity in de Jaren 2002-2007 en opnieuw 2015-2018 een steeds belangrijker investeerder werd in de Spaanse industrie en dienstensector, dat niet-Spaanse miljardenfondsen een steeds groter deel van de PE-investeringen voor hun deel namen, dat werknemers kloegen over de systematische afdanking die met de investeringen van de buitenlandse fondsen gepaard gaan, en dat de perceptie was dat PE fondsen gebruik hadden gemaakt van de zware slag die aan de Spaanse economie was toegebracht door de financiële crisis om goedkoop bedrijven in handen te krijgen. De hoog aangeschreven Franse Oxford-econoom Phalippou verklaarde in het artikel dat private equity doorgaans alleen in financiële opbrengsten geïnteresseerd is en bv. minder in de kwaliteit van de producten of diensten die de doelwitvennootschap aanbiedt.



Europese *short termism*-debat¹¹ is vooral geïnspireerd door, enerzijds, hedge fund activisme, en anderzijds door de activiteiten van private equity fondsen. Beiden wordt verweten druk te zetten op managementteams om op de korte termijn te denken. Aan private equity fondsen wordt verweten dat zij de zware financiële last van de overname op de schouders van de vennootschap leggen. Om de last van de overname te kunnen betalen, en om winst op de investering te kunnen maken, wordt de vennootschap beweerdelijk leeggemolken. Soms wordt beweerd dat werknemers lijden onder de private equity-overname: de overname zou gefinancierd worden door kostenbesparingen die gedeeltelijk bestaan uit het afdanken van werknemers of het verslechteren van hun arbeidsvoorwaarden. Een luid bezwaar tegen private equity-praktijken is dat ze leiden tot lagere investeringen in kapitaalgoederen en R&D, ten nadele van uitkeringen aan de aandeelhouders (met name in de eerste plaats het private equity-fonds).¹² Dit was een van de voornaamste bevindingen van de inmiddels beruchte “EY study” die de genoemde consultancy in opdracht van de Europese Commissie naar “short termism” deed¹³. Dit rapport werd bedolven onder kritiek van onder meer academici, die EY onder veel meer verweten alleen de stijging van uitkeringen in kaart gebracht te hebben, zonder rekening te houden met het geld dat vennootschappen verwierven via kapitaalinjecties.¹⁴ EY keek dus alleen naar bruto-uitstromen, niet naar de instromen.

Zoals zo vaak lijkt het onderzoek van zorgvuldige, wetenschappelijk te werk gaande economen naar ondernemingspraktijken, in casu private equity, geen duidelijke conclusies toe te laten. Een vroeg overzichtsartikel van Kaplan en Strömberg kwam tot de conclusie dat “private equity gains” niet verklaard konden worden door een verslechtering van de positie van werknemers,

¹¹ Zie bv. J. KAY, “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making”, Final Report, 1 juli 2012, 112p.; M.F. BRAUER, “The effects of short-term and long-term oriented managerial behavior on medium-term financial performance: longitudinal evidence from Europe”, *Journal of Business Economics and Management* 2013, Vol. 14(2), 386-402; R. DAVIES, A. G. HALDANE, M. NIELSEN en S. PEZZINI, “Measuring the costs of short-termism”, *Journal of Financial Stability* 2014, Vol. 12, 16-25; A. BOWDREN, “Contextualising Short-Termism: Does the Corporate Legal Landscape Facilitate Managerial Myopia?” *UCL Journal of Law and Jurisprudence* 2016, Vol.5(2), 285-312; M. J. ROE, “Corporate Short-Termism: In the Boardroom and in the Courtroom”, in J.N. GORDON, en W. RINGE, (eds.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 425-448; ESMA, “Report: undue short-term pressure on corporations”, 18 december 2019, 164p. .

¹² Ophefmakend maar methodologisch bekritiseerbaar was het onderzoek van W. Lazonick, “Profits without Prosperity.” *Harvard Business Review* 2014, Vol. 92 (9): 46–55 waarin deze leek aan te tonen dat de S&P500 vennootschappen 90% van hun netto-inkomsten uitbetaalden via dividenden en inkoop van eigen aandelen. Maar net zoals het EY-rapport hield hij daarbij geen rekening met het feit dat dat uitgekeerde geld misschien opnieuw geïnvesteerd wordt door de aandeelhouders die het ontvangen, noch hield hij rekening met de “inkomsten” van diezelfde ondernemingen via aandelenuitgiftes. Als men die in rekening bracht, kwam men tot een pay-out ratio van slechts 44%, en zelfs maar 22% indien men de (op zich controversiële) stap zet om inkomsten uit schuldfinanciering mee in rekening te brengen, zie J. Fried en Ch. Wang, “Short-Termism and Shareholder Payouts: Getting Corporate Capital Flows Right.”, 2017, beschikbaar op http://www.shareholderforum.com/access/Library/20170108_Fried-Wang.pdf.

¹³ EY, *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance. Final Report*, juli 2020, beschikbaar op <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>.

¹⁴ Veel weerklank vond deze kritiek zoals geüit in een reactie van enkele Harvard- professoren, M. Roe, H. Spamann, J. Fried, Ch. Wang, “The European Commission’s Sustainable Corporate Governance Report: A Critique”, 14 oktober 2020, beschikbaar op <https://ssrn.com/abstract=3711652>.



schuldeisers of consumenten. Wel waren er enige indicaties, weliswaar niet voldoende om discussies te beslechten, dat fiscale optimalisatie een belangrijk deel van de winsten van de private equity fondsen verklaarde.¹⁵ Voor zover ik zie gebeurt er de laatste jaren door financiële economen minder onderzoek naar de effecten van private equity-spelers op andere *stakeholders*, maar eerder naar de vraag of zij beter dan andere investeringsveheikels presteren en of de hoge *fees* die zij aanrekenen, in dat licht verantwoord zijn. Bekend en berucht is uit die literatuur het onderzoek van Ludovic Phalippou -dat door de industrie heftig aangevallen wordt- dat, in essentie, lijkt aan te tonen dat private equity een beperkt aantal mensen toelaat om met het investeringsgeld van anderen rijk te worden: na aftrek van kosten is de opbrengst van een private equity-investering voor de externe investeerders ongeveer gelijk aan die in een algemene beursindex, maar de enorme afroming van cashflows richting de private equity partners maakt die laatsten wel heel rijk.¹⁶

2. De rol van het bestuur bij M&A in het algemeen

Overnames nemen verschillende vormen aan en de rol van het bestuur verschilt naargelang de structurering van de *deal*. Wanneer de activa door de vennootschap verkocht worden in een *asset deal* heeft het bestuur naar Belgisch recht juridisch de volledige controle. Terwijl in vele landen de “*sale of all or substantially all assets*” verplicht aan de algemene vergadering ter goedkeuring moet voorgelegd worden, is dat in België niet het geval. Het bestuur zal soms spontaan goedkeuring van de aandeelhouders vragen; soms schrijft een statutaire clausule voor dat het bestuur voor bepaalde transacties verplicht de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering moet vragen, maar minstens bij NV, BV en CV is dergelijke clausule gezien de Prokura-leer niet tegenwerpelijk aan derden.

Ligt daarentegen een zuivere *share deal* voor, dan is of zijn de verkopende partijen natuurlijk de aandeelhouders, en komt het bestuur niet tussen bij de eigenlijke verkoopovereenkomst (tenzij bv. door goedkeuring te geven indien dat vereist is ten gevolge van een goedkeuringsclausule voor aandelenoverdrachten). Maar de koper zal meestal een *due diligence* willen organiseren, en dat zal niet mogelijk zijn zonder medewerking van bestuur en management. Het gebeurt wel eens dat daarbij spanningen rijzen tussen de aandeelhouders die zitten te popelen om te verkopen, terwijl het bestuur de overname liever niet ziet gebeuren. Dat kan daaraan liggen dat de bestuurders en/of managers vrezen voor hun positie onder een nieuwe controlerende aandeelhouder, maar kan er ook mee te maken hebben dat bestuurders oprecht van oordeel zijn dat de kandidaat-overnemer een bedreiging vormt voor het belang van de vennootschap, dat de bestuurders bij al hun beslissingen voor ogen moeten hebben. Een probleem is natuurlijk dat door een buitenstaander, zoals een rechter in de zeer uitzonderlijke gevallen dat die er bij geroepen zou worden, moeilijk verifieerbaar is of bestuurders die zich zouden beroepen op het vennootschapsbelang om een *due diligence* de

¹⁵ S. Kaplan en P. Strömberg “Leveraged buyouts and private equity” *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2009, 121-146.

¹⁶ L. Phalippou, “An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory” 10 juni 2020, University of Oxford, Said Business School, beschikbaar op <https://ssrn.com/abstract=3623820>.



facto onmogelijk te maken terwijl een aandeelhouder gebruik wil maken van zijn eigendomsrecht om zijn aandelen aan de hoogste bidder te verkopen, zich op een gerechtvaardigde manier op het vennootschapsbelang beroepen. Het illustreert een spanningsveld waarop we nog terugkomen en waarover de rechtbanken van Delaware naar aanleiding van de gewrongen positie van bestuurders bij openbare overnemebiedingen, een uitgebreid leerstuk ontwikkeld hebben.

Bij fusies, (partiële) splitsing en andere herstructureringen in de zin van Boek 12 WVV moet de algemene vergadering de verrichting meestal goedkeuren, maar speelt het bestuur uiteraard een cruciale, determinerende rol bij het vormgeven van de transactie: het management, soms enkel bestuurders zullen de transactie onderhandeld en voorbereid hebben, en het fusievoorstel (of gelijkaardig document) met daarin de cruciale ruilverhouding moet uiteraard vastgesteld worden door het bestuursorgaan. De contouren van de verrichting zijn dus vastgelegd door management en bestuur. Die stonden daarbij in vennootschappen met een controlerende aandeelhouder(sgroep) vaak onder voogdij van de aandeelhouders, maar de algemene vergadering speelt doorgaans een eerder formalistische rol, en is in elk geval geen geschikt forum om de deal te heronderhandelen of bij te sturen.

Bij openbare overnames is in Europa (in de EU en Het Verenigd Koninkrijk) de theoretische, zich op een zeer hoog abstractieniveau bevindende idee dat het resultaat van een bieding door de aandeelhouders bepaald moet worden. Niemand die de preambule (“overwegingen”) bij de Overnamerichtlijn¹⁷ gelezen heeft, kan daaraan twifelen. En uiteraard zijn het de aandeelhouders individueel die moeten beslissen of zij willen verkopen of niet. Maar die zoals gezegd zeer algemene idee wordt in Europese landen meestal niet vertaald in een strikte neutraliteitsplicht van het bestuur, in de zin van een plicht om niets te ondernemen, eens het bod gelanceerd, om het wespagen ervan te doen mislukken¹⁸. Er bestaan wel specifieke “black letter law” -regels over bepaalde verrichtingen waartoe het bestuur tijdens de biedperiode niet meer kan overgaan zonder toestemming van de aandeelhouders, zoals het verkopen van de kroonjuwelen of bepaalde toepassingen van het toegestaan kapitaal buiten voorkeurrecht,¹⁹ maar een algemeen principe is er niet. Natuurlijk moet het bestuur positie innemen door het bod in een advies aan de aandeelhouders vriendelijk of vijandig te noemen²⁰. Maar andere positieve bestuursplichten zijn er eigenlijk niet in de wet geformuleerd.

¹⁷ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (geconsolideerde versie), *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23.

¹⁸ Daarover bv. J. Mukwiri, “The end of history for the board neutrality rule in the EU”, *EBOR* 2020, 253-277; C. Gerner-Beuerle, D. Kershaw, en M. Solinas, “Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European takeover regulation”, *European Business Law Review*, Vol. 22 (5), 2011, 559-622.

¹⁹ Zie art. 7:152 WVV; art. 7:202 WVV.

²⁰ Uiteraard niet letterlijk. Het gaat om een beoordeling van het bod waaruit zal blijken of het als vriendelijk of vijandig beschouwd wordt, zie artikel 22-24 Overnamewet van 27 april 2007.



In de Verenigde Staten en met name Delaware heeft de rechtspraak wel “standards” ontwikkeld, maar deze zijn niet op een neutraliteitsplicht uitgedraaid. De rechtspraak van Delaware heeft vanaf de *Cheff* zaak²¹ erkend dat bestuurders van de doelwitvennootschap bij een openbaar overnamebod zich in een bijzondere positie bevinden. Zij worden niet geplaagd door een klassiek persoonlijk belangenconflict dat gevat wordt door de *duty of loyalty* en er in beginsel zou toe moeten leiden dat de bestuurders of minstens de niet-onafhankelijken onder hen niet aan de besluitvorming deelnemen. Maar anderzijds zitten bestuurders psychologisch toch vaak niet in een neutrale situatie bij een bod, al was het maar omdat de kans bestaat dat zij bij een succesvol bod hun job verliezen. Dat laatste heeft ertoe geleid dat de Delaware-rechtspraak geoordeeld heeft dat, ook al moeten overnamesituaties doorgaans niet als *duty of loyalty cases* met *entire fairness review* behandeld worden, bestuurders zich anderzijds bij hun beslissingen, zoals het nemen van verweermatregelen tegen een vijandig geacht bod, evenmin op de *business judgement rule* kunnen beroepen om hun beslissingen volledig te onttrekken aan rechterlijke *post factum* beoordeling. Er moet daarentegen een *intermediate review* zoals in wezen uitgewerkt in de *Unocal* -zaak toegepast worden.²² Indien de vennootschap voorafgaand aan het bod reeds beslist had tot een verkoop van de vennootschap of controlewijziging, dan, maar alleen dan, geldt wel een neutraliteitsplicht van het bestuur, nl. de zogenaamde *Revlon duties* om de vennootschap aan de hoogste bidder te verkopen²³. Men heeft het advies van een Amerikaanse M&A-specialist nodig om te kunnen bepalen wanneer de *Revlon duties* precies spelen dan wel men zich op de *Unocal*-test mag beroepen, en hoe die laatste dan ingevuld moet worden. Maar duidelijk is dat er in Delaware evenmin van een algemene neutraliteitsplicht sprake is: *Revlon* speelt niet wanneer men de vennootschap nog niet “in de etalage gezet” heeft²⁴.

Als een vennootschap in financiële moeilijkheden zit en zij zoekt een overnemer, of een reddende engel die een kapitaalinjectie wil doen waardoor zeer vaak de controle over de vennootschap in nieuwe handen zal komen, minstens de machtsverhoudingen grondig zullen wijzigen, zal het bestuur een belangrijke rol spelen in het zoeken naar een overnemer, het selecteren van de eindkandidaten in een *auction*, het organiseren van een *due diligence*. De laatste twintig jaar is die investeerder heel vaak een *private equity*-speler. Die zal de overname bijna steeds in belangrijke mate met schulden financieren, en vaak die financieringslast gedeeltelijk op de doelwitvennootschap willen afwentelen, via een zogenaamde *debt push down*. Soms zal die *debt push down* de medewerking van het bestuur van de vennootschap vergen, ook wanneer hij niet gevat wordt door de wetsbepalingen over *financial assistance*.

²¹ *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964)

²² *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Om te begrijpen wat dit impliceert, moet men uiteraard een Amerikaanse M&A-jurist raadplegen, maar ruw samengevat komt de *Unocal*-test er op neer dat het bestuur eerst moet nagaan (en kunnen motiveren) of de bidder een “bedreiging” voor de doelwitvennootschap vormt; zo ja, dan mag het bestuur verweermatregelen nemen, om de prijs op te krikken maar ook om het bod te doen mislukken, maar die maatregelen moeten proportioneel zijn aan de intensiteit van de bedreiging die de bidder vormt, en zij mogen er niet op uitdraaien dat de aandeelhouders hun rechten in het kader van het overnamegebeuren de facto niet kunnen uitoefenen.

²³ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

²⁴ Zie onder meer *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 514 (Del. Ch. 1989); *aff'd*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) en *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).



In deze bijdrage vertrekken we van twee ophefmakende cases, een Amerikaanse en een Nederlandse, waarin werd ingezoomd op de rol van het bestuur bij overnames via een private verkoop van de aandelen van de vennootschap. Na die zaken geschetst te hebben zullen we ons afvragen of ze inspiratie kunnen bieden voor de ontwikkeling van het Belgische recht-want laat het duidelijk zijn, rechtspraak (laat staan wetgeving) die expliciet dezelfde regels oplegt als deze in de Amerikaanse en Nederlandse zaken die we hier besproken, bestaat in België niet. Maar ook in België gebeurt het meer dan eens dat verschillende betrokkenen- niet zelden de werknemers van de doelwitvennootschap- hun beklag doen over de “kwaliteit” van een private equity overnemer, bv. omdat na de overname het gevoel bestaat dat deze geen interesse heeft voor de eigenlijke *core business*, zijn werknemers en zijn klanten maar de onderneming louter financieel bekijkt, of omdat men vindt dat de overnemer, gezien de manier waarop hij in zijn verleden andere ondernemingen geherstructureerd heeft en misschien failliet heeft achtergelaten, weinig garanties biedt voor de toekomst en de belangen van alle stakeholders misschien beter gediend zouden geweest zijn met een andere vorm van herstructuering.

3. *Nine West*: de verplichting voor het bestuur om rekening te houden met wat er na de overname met de vennootschap zal gebeuren

De *Nine West* case²⁵ draaide rond de volgende feiten. De Jones Group was een beursgenoteerde Amerikaanse modegroep, die in gans de Verenigde Staten kledij via kledijsupermarkten (zoals Macy’s) aan de man bracht. Eén van de bekendste kledijmerken van de groep was “Nine West”. Rond 2010 begon het slecht te gaan met de groep, behalve met twee merken (Stuart Weitzman en Kurt Geiger) die de groep in 2008 had gekocht en die de financiële verwachtingen overtroffen. In juli 2012 begon de raad van bestuur plannen uit te werken om de onderneming volledig of gedeeltelijk te verkopen. Citigroup werd als adviseur ingehuurd, en deelde aan het bestuur mee dat, volgens Citigroup, de groep een schuldenlast kon torsen van 5.1 keer zijn EBITDA, ervan uitgaande dat geen belangrijke delen van de groep verkocht werden.

In de lente van 2013 werd een “merger agreement” onderhandeld tussen de Jones Group en een private equity groep, Sycamore Partners Management, L.P. (Sycamore). Dit *merger agreement* bevatte het volgende plan: de Jones Group vennootschap zou via een fusie opgeslorpt worden door een vennootschap opgericht door Sycamore en die opslorpemde vennootschap zou de naam “Nine West Holdings” krijgen. De aandeelhouders van Jones Group zouden daarbij (in een tweede fase) uitgekocht worden tegen \$ 15 cash per aandeel (in totaal ongeveer \$1.2 miljard). Sycamore zou minstens \$ 395 miljoen in kapitaal in Nine West Holdings injecteren, en de schuldenlast van de vennootschap zou stijgen van \$ 1 miljard tot 1.2 miljard. Vervolgens zou een “carve-out” plaatsvinden waarbij de twee reeds genoemde

²⁵ We hebben het hier over *In re Nine West LBO Securities Litigation*, 20 MD 2941 (JSR), United States District Court, Southern District of New York, 4 december 2020 (Rakoff, J.). Er zijn verschillende andere beslissingen rond de Nine West Bankruptcy, de belangrijkste worden in de geciteerde beslissing aangehaald.



succesvolle merken zouden overgedragen worden aan een door Sycamore opgerichte en gecontroleerde “Newco”. Volgens de eisers in de gerechtelijke procedure gebeurde dit tegen een prijs “*substantially less than fair market value*”. Het *merger agreement* bevatte een verplichting voor de Jones Group vennootschap (zoals ze toen nog heette) om mee te werken aan het verwerven van de bijkomende schuldfinanciering en aan de carve-out-transactie. Managers van Jones Group zouden dit inderdaad doen, bv. door presentaties te houden tegenover bankiers en *rating agencies* over de financiële toestand van de vennootschap en de nodige documentatie aan de bankiers en ratingagentschappen ter beschikking te stellen. Na de closing van de fusie in april 2014 zouden de Jones Group managers ontslagen worden en daarbij “change of control”-ontslagvergoedingen ontvangen van tussen de \$425.000 en \$ 3 miljoen.

Het fusieakkoord bevatte ook wat Amerikanen een “fiduciary out”-clausule noemen. Dit is een clausule die het bestuur toelaat niet verder mee te werken aan een geplande fusie, en de fusie zelfs af te raden tegenover de eigen aandeelhouders, voor zover zij er door hun advocaten op gewezen worden dat terugkomen op het fusievoorstel vereist was overeenkomstig hun *fiduciary duties*.

De raad van bestuur keurde het fusievoorstel (*merger agreement*) unaniem goed in december 2013, maar de “closing” van de *merger* zou pas op 8 april 2014 plaatsvinden. Op de dag van die closing werden twee vertrouwelingen van de Sycamore groep als enige bestuurders van Nine West Holdings benoemd en op diezelfde dag verkochten zij, zoals gepland, de “carve-out business” voor \$641 miljoen aan een met Sycamore verbonden vennootschap. Volgens de eisers in de gerechtelijke procedure gebeurde die verkoop daadwerkelijk ver beneden de “fair value” van volgens hen minstens \$1 miljard van die twee “kroonjuwelen” en overigens ook lager dan de 800 miljoen die de Jones Group enkele jaren tevoren voor de twee merken had betaald.

Nog voor de closing had Sycamore gebruik gemaakt van de mogelijkheid die het *merger agreement* bevatte om haar kapitaalinjectie in Nine West te reduceren van de initieel geplande 395 miljoen tot 120 miljoen, en om tegelijk de schuldenlast van Nine West te laten toenemen, niet slechts met 200 miljoen, maar met 550 miljoen (tot 1.55 miljard in plaats van de initieel geplande 1.2 miljard).

Deze nieuwe schuldgraad betekende dat Nine West nu werd geconfronteerd met een schuld die 7.8 keer zijn EBITDA bedroeg volgens de berekeningen van het management, en 6.6 keer volgens de berekeningen van Sycamore. Dit terwijl Citigroup zoals gezegd had geoordeeld dat de Jones Group levensvatbaar zou blijven met een multiple van 5.1, in de veronderstelling dat Jones Group al zijn bedrijfstakken (merken) behield. Maar zoals gezegd was een “carve-out” voorzien waarbij de meest winstgevende twee merken zouden verkocht worden aan een met Sycamore verbonden vennootschap, wat op de dag van de closing ook gebeurde. Met het oog daarop had Sycamore een consultancy (Duff&Phelps) ingehuurd om een



solvabiliteitsverklaring (“solvency opinion”) te geven over de solvabiliteit van Nine West (“RemainCo) na de verkoop van de kroonjuwelen. Duff Phelps had een positieve *solvency opinion* uitgeschreven, maar volgens de eisers in de gerechtelijke procedure hadden ze daarbij de instructies van Sycamore gevolgd om zich te baseren op onredelijke en onverantwoorde EBITDA-projecties die door Sycamore gemaakt waren.

Vier jaar na de fusie, in april 2018, zou Nine West Holdings, het vroegere Jones Group minus de overgedragen kroonjuwelen, aangifte van “bankruptcy” doen, met name zou een Chapter 11-procedure gestart worden, zoals bekend ietwat te vergelijken qua functie en aard met ons collectief akkoord.

In 2014 hadden aandeelhouders van de Jones Group tegen de bestuurders hiervan een aantal vorderingen ingeleid die, kort gezegd, gebaseerd waren op beweerde onzorgvuldigheid van de bestuurders bij de voorbereiding van de overname, wat geleid zou hebben tot een te lage overnameprijs van \$ 15 per aandeel. Deze zaak eindigde reeds in 2014 met een *settlement*. Sycamore betaalde in het kader van die dading 120 miljoen dollar extra aan de voormalige aandeelhouders van de Jones Group.

De hier besproken beslissing van het New Yorkse District Court van 12 april 2020 kwam er op verzoek van een trustee van een fonds dat de chirografaire schuldeisers van het insolvente Nine West (en daarmee ook die vennootschap) vertegenwoordigde en van een *trustee* die optrad voor de houders van door Nine West uitgegeven *notes*²⁶.

De bestuurders en managers werden door de eisers aansprakelijk geacht wegens onder meer “fraudulent conveyance” en “unjust enrichment”, dus Amerikaanse varianten van wat men naar Belgisch recht kent als de *actio pauliana* en verrijking zonder oorzaak. Deze vorderingen werden door de rechtbank in een eerste vonnis afgewezen²⁷. Maar de eisers baseerden hun vordering, zowel tegen de bestuurders als de managers (“officers”), ook op “*breach of fiduciary duty and aiding and abetting breach of fiduciary duty*”. Zoals voorgeschreven door het Amerikaanse procesrecht verlopen zulke procedures in twee grote fases, waarbij in de eerste fase over de “motion to dismiss” geoordeeld wordt: de verweerders vragen dat de zaak niet verder behandeld zou worden omdat, in essentie, de feiten die de eisers aanvoeren en de juridische principes waarop zij zich beroepen, onvoldoende zijn om dergelijke *claims* voortgang te laten vinden. Als de eisers de “motion to dismiss” overleven volgt er *discovery* (bewijsverzameling) en tenslotte *trial* (tenzij inmiddels een *settlement* bereikt wordt, wat zeer vaak gebeurt). Het is van groot belang dat de lezer beseft dat in de *Nine West* zaak die zoveel

²⁶ Korte termijn schuldtitels.

²⁷ We gaan hier niet in op de grondslag van de vorderingen en de redenen waarom ze werden afgewezen. Ik wijs er wel kort en onvolledig op dat sommige dividenduitkeringen in de V.S. onder omstandigheden als ongerechtvaardigde verrijking van de *bestuurders* (jawel) kunnen beschouwd worden, en dat de reden waarom de “actio pauliana”, dat wil zeggen de *fraudulent conveyance claim* faalde, veel te maken had met technische wetgeving waardoor een *safe harbour* wordt gecreëerd voor sommige transacties waarbij banken betrokken zijn.



ophef veroorzaakte, er nog geen einduitspraak werd gedaan. De bekende Judge Rakoff van het Southern District of New York heeft “enkel” de “motion to dismiss” afgewezen. Er werden dus (op het moment van schrijven en in het besproken vonnis) nog geen bestuurders aansprakelijk gesteld, en de vorderingen tegen de managers werden wél aan de poort tegengehouden. Maar de rechtbank heeft dus wel geoordeeld dat er redenen waren om de bestuurdersaansprakelijkheid ten gronde te onderzoeken. Om tot die conclusie te komen, moest de rechtbank een aantal aannames doen die wel tot de vaststaande lessen uit deze Nine West-zaak mogen gerekend worden.

Een eerste les is dat wanneer bestuurders meewerken aan de totstandkoming van de overname van de vennootschap die zij besturen, zij oog moeten hebben voor de solvabiliteit van de vennootschap na de overname. Dit betekent dat, terwijl bestuurders van een vennootschap die verkocht wordt naar Amerikaans recht doorgaans als voornaamste plicht hebben te zorgen voor verkoop aan de hoogste prijs²⁸, zij in het geval van een schuldgefinancierde buy-out wel degelijk ook oog moeten hebben voor de solvabiliteit van de vennootschap in het licht van de schuldenlast die de vennootschap bij de overname op zich zal nemen²⁹. De bestuurders moeten dit gegeven evalueren, ook wanneer zij zelf post-overname geen bestuurders meer zullen zijn.

Cruciaal is de boodschap dat bestuurders daarbij de transactie als geheel moeten beschouwen, en dat ook de rechtbank haar op geïntegreerde wijze zal bekijken. Dit betekent onder meer dat wanneer de bestuurders weet hebben, of redelijkerwijze moesten hebben, van beslissingen die deel uitmaken van het overnameplan maar die op het moment dat zij tussenkomen nog niet genomen zijn, zij die moeten meenemen in hun beoordeling van de transactie en met name van de gevolgen ervan voor de solvabiliteit van de vennootschap. Dit geldt ook voor beslissingen waaraan de bestuurders zelf niet zullen meewerken, en zelfs, zoals gezegd, voor beslissingen die zullen genomen worden op een moment dat de bestuurders die de deal faciliteren, zelf geen bestuurder meer zullen zijn. In de concrete casus hadden de bestuurders van Jones Group de post-closing carve-out niet goedgekeurd, noch de beslissing om Jones Group met meer schulden dan oorspronkelijk voorzien op te zadelen. Maar het feit dat de bestuurders ervan op de hoogte waren dat deze beslissingen zouden genomen worden -wat onder meer bleek uit het feit dat zij in het merger agreement die beslissingen expliciet vermeldden als niet door hen genomen of te nemen- volstond om hun aansprakelijkheid mee in het licht van die beslissingen, waarvan ze moesten weten dat die een negatieve invloed op de solvabiliteit konden hebben, te beoordelen. In casu oordeelde de rechtbank zelfs dat de “oude”, pre-closing bestuurders medeplichtig³⁰ konden zijn aan *breaches of fiduciary duty* door de “nieuwe”, post-closing bestuurders, omdat de oude bestuurders wisten of redelijkerwijze moesten weten dat de nieuwe bestuurders beslissingen zouden nemen die de solvabiliteit van de vennootschap in het gedrang zouden brengen. De managers van de Jones Group die geen deel uitmaakten van de raad van bestuur konden daarentegen niet potentieel als

²⁸ Men spreekt van “Revlon duties”, naar de zaak die het beginsel vestigde.

²⁹ Aldus ook de post van Cleary Gottlieb: L. Schwietzer en T. Standifer, “Lessons learned and best practices in LBO transactions following the Nine West Decision”, *Cleary M&A and Corporate Governance Watch*, 17 december 2020, clearywatch.com.

³⁰ In de technische zin van “aiding and abetting of breach of fiduciary duty”.



medeplichtige aansprakelijk gesteld worden³¹ nu niet was aangetoond dat zij “controle” hadden over de transactie, in plaats van slechts een uitvoerende rol te spelen bij de verwezenlijking ervan. De bestuurders hadden de transactie zoals zij zich voordeed kunnen voorkomen, de managers niet (eens de bestuurders haar hadden goedgekeurd).

Wat de kennis of vermoede kennis van de oude bestuurders over de negatieve impact op de solvabiliteit van toekomstige maar reeds geplande transacties, en met name de carve-out, betreft, oordeelt de rechtbank dat de “solvency opinion” van een expert nuttig was in het verweer van de bestuurders om aan te tonen dat zij hun zorgvuldigheidsplichten waren nagekomen, maar slechts voor zover zij gebaseerd was op realistische assumpties. In casu had overnemer Sycamore uiteindelijk “genoegen genomen” met een waardering van de post-carve-out “RemainCo” aan \$1.58 miljard, wat slechts een klein beetje meer was dan de 1.55 miljard schulden die RemainCo onder het aangepaste plan zou torsen. Hoewel de bestuurders op zich niet wisten dat Sycamore allerlei financiële gegevens die aan de expert (Duff Phelps) werden voorgelegd beweerdelijk gemanipuleerd waren, kregen zij wel maandelijks financiële updates waaruit bleek dat de toestand van de Jones Group gestadig achteruit ging, behalve dat de onderdelen die voor de carve-out bestemd waren het steeds beter deden.

In casu hadden de aangeklaagde bestuurders zichzelf natuurlijk geen dienst bewezen door niet te reageren, ondanks de aanwezigheid van een “fiduciary out” in het merger agreement, op de aanpassing van de dealvoorwaarden door Sycamore, met name de reductie van de kapitaalinjectie door Sycamore en de stijging van de schuldenlast voor Nine west Holdings ten gevolge van de overname. Bovendien en vooral waren er in de zaak een aantal “red flags” die de bestuurders hadden moeten aanzetten tot een “reasonable investigation” over de vraag of de transactie als geheel genomen de insolventie van de vennootschap met zich mee zou kunnen brengen. Dergelijk “alarmsignaal” was onder meer dat de schuldenlast post-acquisitie minstens 6.6 keer EBITDA zou zijn terwijl de bank van de groep had gezegd dat de houdbare grens op 5.1 lag. Bovendien bleek uit de feiten waarvan de board op de hoogte was dat de koper veel minder eigen vermogen in de restvennootschap zou pompen dan hij, onmiddellijk bij de closing, zou ontvangen voor de verkoop van de kroon-juwelen -waarbij die verkoop zou gebeuren aan een “korting” en wel aan een met de koper verbonden partij (“affiliate”).

Enkele Amerikaanse advocaten hebben wel verdedigd dat bestuurders die in de toekomst bij gelijkaardige transacties berokken zouden worden, zich geen zorgen over aansprakelijkheid zouden moeten maken wanneer “sophisticated investors” zoals gereputeerde private equity-spelers of banken co-investeren in de overname. Dan zouden de bestuurders ervan mogen uitgaan dat die co-investering een blijk van voldoende vertrouwen in de deal-structuur en de toekomst van de vennootschap is van de kant van gesofisticeerde investeerders die een reputatie hoog te houden hebben.³² Ik vind dergelijke lezing moeilijk verenigbaar met wat in

³¹ De “motion to dismiss” werd wel in hun voordeel toegestaan.

³² Zie met name “New LBO practices may be warranted based on the *Nine West* decision”, post door advocaten van Fried Frank en van Shriver & Jacobson LLP op het Harvard Corporate Governance Forum, 22 januari 2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/>.



het Nine West vonnis te lezen staat en, ook al ben ik natuurlijk niet goed thuis in het Amerikaanse recht, beleidsmatig lijkt dergelijke houding mij ook volkomen onwenselijk. Het zonder twijfel gesofisticeerde management van Fortis of andere banken die in het centrum van de financiële crisis stonden, en de gesofisticeerde banken, andere investeerders en auditors die zaken deden met/toezicht hielden op pakweg Wirecard en Greensill hebben niet bepaald een knipperlichtfunctie vervuld tegenover andere investeerders, laat staan dat men van zulke gesofisticeerde externe analisten kan verwachten dat zij de interne analyse vanuit het perspectief van de raad van bestuur zouden kunnen overnemen. Dat een bank of gesofisticeerde private equity-speler haar/zijn reputatie inderdad niet vrijwillig op het spel zal willen zetten, betekent niet dat zij een ernstige due diligence zullen doen; integendeel, de feiten bewijzen al decennia lang dat sommigen onder hen precies, zoals aangegeven, soms hun eigen belangen willen veiligstellen via een herfinanciering, en dit ondanks het feit dat zij beseffen, en hun interne en externe adviseurs hen ongetwijfeld vertellen, dat als de zaken toch verkeerd aflopen, zij zowel reputatieschade als financiële aansprakelijkheid op basis van bijvoorbeeld doctrines over de aansprakelijkheid van de kredietverlener kunnen ophopen.

4. De *Estro*-zaak in Nederland: plicht voor het bestuur om de nadelen van een *debt push down* af te wegen tegen de voordelen van een overname ?

In Nederland viel in 2019 een voor onze besprekingen interessante zaak te noteren³³, waarin een aantal beginselen werden toegepast om de aanvaardbaarheid van *debt push downs* bij *leveraged buy-outs* te evalueren die waren ontwikkeld in een zaak uit 2010, “PCM Uitgevers”³⁴. Zoals men weet kent Nederland het zogenaamde “enquêterecht”, waarbij een eiser aan de Ondernemingskamer van het Hof te Amsterdam kan vragen om een onderzoek naar het beleid van een vennootschap te voeren. Indien het Hof op basis van het onderzoek door de aangestelde deskundigen tot de conclusie komt dat er wanbeleid gepleegd is, kan het Hof allerlei, ook zeer verregaande maatregelen opleggen. De eiser zal, om een enquête te kunnen krijgen, moeten aantonen dat er gerede redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid. Heel vaak beveelt de Ondernemingskamer in de eerste fase van de procedure reeds voorlopige maatregelen. Sinds 2013 kan ook de curator van een failliete vennootschap om een enquête verzoeken en voor zover bekend gebeurde dit voor het eerst in de *Estro*-zaak.

Estro Groep BV was de nieuwe naam (en rechtsvorm), na overname door een investeringsfonds, van de NV *Catalpa*, wat het grootste kinderopvangbedrijf van Nederland was. *Estro* ging in 2014 failliet, na in 2010 te zijn overgenomen door Providence Equity, een private equity speler. De overname kostte 500 miljoen en werd door de door Providence Equity opgerichte Bidco gefinancierd met een banklening ten belope van 230 miljoen en een achtergestelde aandeelhouderslening, verstrekt door Providence Equity, van 225 miljoen. Om die schulden ten laste van de doelwitvennootschap *Catalpa* te leggen, werd overgegaan tot

³³ Hof Amsterdam 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359, *Ondernemingsrecht* 2020, 48, noot H.L. Kaemingk.

³⁴ Hof Amsterdam 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *Ondernemingsrecht* 2010, 91, noot J. Barneveld.



een fusie tussen de NV Catalpa als verdwijnende vennootschap en haar enige aandeelhouder, de BidCo, als opslorpande vennootschap. De curator van het failliete Catalpa/Estro vond dat hij niet genoeg informatie kreeg over de omstandigheden van de overname en haar financiering, en diende daarom een enquêteverzoek in, dat werd toegewezen, wat dus betekent dat de Ondernemingskamer van oordeel is dat er redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid. Ik heb geen kennis van een uitspraak ten gronde over de vraag of er daadwerkelijk wanbeleid was en wat daarvan de gevolgen zijn.

Bij zijn analyse bouwt het Amsterdamse Hof voort op zijn belangrijke precedent uit 2010, de PCM-zaak. Daarin overwoog het Hof aangaande een LBO die door het Hof als wanbeleid werd gekwalificeerd: *“Het effectueren van een LBO (gaat) steeds gepaard met een aanzienlijke financiële belasting van de doelwitvennootschap. Het is met name door dit kenmerk dat de LBO de bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en die deelnemen aan de besluitvorming die leidt tot het betrekken van de vennootschap in een LBO-transactie. Zij zullen het, met het oog op die vennootschappelijke belangen, dan ook tot hun taak moeten rekenen de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkerwijs te behalen, aan een LBO verbonden voordelen af te wegen tegen de nadelen, waaronder die van financiële aard.”* In “PMC” heeft het Hof dus zonder twijfel wat Amerikanen een “duty” zouden noemen gecreëerd in hoofde van de bestuurders van een doelwitvennootschap om, in het kader van hun taak het vennootschapsbelang te bewaken, de voor-en nadelen van een LBO tegen elkaar af te wegen. Hoewel het niet zo letterlijk in het arrest vermeld wordt, lijkt mij daarin besloten te liggen, de LBO-transactie als één geheel te bechouwen, een les die naar Amerikaans recht duidelijk uit de *Nine West*-belissing volgt.

Toegepast op de Estro-zaak komt het Hof te Amsterdam tot de conclusie dat er redenen zijn om te twijfelen of het bestuur die belangenafweging naar behoren heeft vervuld. Vooreerst is de Ondernemingskamer van oordeel dat voor de afweging van voor-en nadelen een *“goed doorwerkte, onafhankelijke rapportage geïndiceerd”* is. In het Vlaams: het bestuur zal onafhankelijke externe experts moeten raadplegen en niet slechts op het eigen oordeel kunnen vertrouwen. In casu oordeelde het Hof dat er weliswaar rapporten van externe deskundigen waren, maar dat deze niet onafhankelijk waren, onder grote tijdsdruk tot stand gekomen en deels mogelijks gebaseerd op onjuiste informatie. Zo was het voor het bestuur niet duidelijk of de rentelast op de ten gevolge van de fusie overgenomen aandeelhouderslening, voor de vennootschap fiscaal aftrekbaar zou zijn. Het ging nochtans om een zware rentelast, nl. van 15% in de vorm van een PIK-rente, waarbij “PIK” voor *payment in kind* staat en implicert dat het rentebedrag bij de hoofdsom gevoegd moet worden. Het Hof geeft vervolgens blijk van enige vijandigheid ten aanzien van debt push downs in het algemeen, door te overwegen dat niet is duidelijk gemaakt welke voordelen de vennootschap bij een transactie met dergelijke financiële structuur kon hebben, nu de vennootschap *“vervolgens zelf een molensteen om de nek gehangen”* krijgt, in de vorm van de 500 miljoen overgenomen schulden. Het bestuur had geargumenteed dat overnemer Providence Equity ervaring had met ondernemingen in de onderwijssector en dat die ervaring een duidelijke toegevoegde waarde voor Catalpa betekende, maar, aldus het Hof, die bewering wordt nauwelijks concreet onderbouwd en dit is één van de elementen die het Hof ertoe brengen te



oordelen dat er indicaties zijn dat het bestuur niet zijn plicht heeft vervuld om alle betrokken belangen zorgvuldig af te wegen. Een bezwarend element tenslotte ziet de Ondernemingskamer in de belangenvestrentregeling in hoofde van de bestuurders: de bestuurders konden vanwege de overnemer lucratieve sommen ontvangen voor de aandelen certificaten met betrekking tot Catalpa die zij bezaten, en werden door Providence bedacht met een bonusregeling die gekoppeld was aan de verkoopopbrengst van Catalpa.

Niet alleen zou het zetelende bestuur van Catalpa wel eens tekortgeschoten kunnen zijn in zijn eigen belangenafwegingsplicht, bezwarend vond de Ondernemingskamer ook dat de Ondernemingsraad zijn medezeggenschapsrechten naar aanleiding van de overname *prima facie* niet goed had kunnen uitoefenen, nu de ondernemingsraad te lijden had onder gebrekkige informatievoorziening. De ondernemingsraad werd weliswaar twee keer om advies gevraagd, een eerste keer omtrent de aandelenverkoop en de financieringstructuur en een tweede keer naar aanleiding van de fusie, maar daarbij werd, aldus het Hof, ten onrechte niet expliciet verduidelijkt tegenover de ondernemingsraad dat het de bedoeling was dat ook de aandeelhouderslening een schuld van Catalpa zou worden (tengevolge van de van in het begin ingeplande fusie). Ook de hoge PIK-rente werd tegenover de ondernemingsraad niet specifiek toegelicht.

Tot slot had het bestuur van Catalpa zich proberen indekken door een voorwaarde aan de overname van de overnameschuld door Catalpa te verbinden, nl. dat die ook door de raad van commissarissen³⁵ die de overnemer zou instellen, goedgekeurd moest worden. De Ondernemingskamer lijkt hierin een poging van het bestuur te zien om de verantwoordelijkheid af te schuiven. Die raad van commissarissen gaf daadwerkelijk zijn goedkeuring aan de debt push down, maar, zo stelt het Hof, de raad van commissarissen bleek ten tijde van die bekrachtiging volledig te bestaan uit door overnemer Providence Equity afgevaardigde commissarissen. In die omstandigheden rijst de vraag, aldus het Hof, of de raad van commissarissen in deze samenstelling het bestuursbesluit voldoende getoetst heeft “*en of het bestuur zorgvuldige toetsing mocht verwachten*”.

5. Geldend en mogelijk recht in België

De Belgische rechtspraak bevat voor zover mij bekend geen beslissingen waarvan de inhoud vergelijkbaar is met die van *Nine West* of *Estro*. Er zijn ook geen wetsvoorschriften die expliciet een geheel van bestuursplichten en daaraan gekoppelde gedagsregels uitformuleren zoals dat in die twee genoemde zaken gebeurde. In die zin kunnen de lessen uit *Nine West* en *Estro* op het moment van schrijven van deze bijdrage (mei 2021) niet als positief Belgisch recht beschouwd worden, dat wil zeggen het recht zoals het daadwerkelijk wordt toegepast door rechtscolleges.

³⁵ In Belgische terminologie: raad van toezicht in een duale bestuursstructuur.



Maar natuurlijk gold dat evengoed voor de VS of Nederland tot de rechters uitspraak deden in de genoemde zaken. Is het denkbaar dat een Belgische rechtbank bestuursplichten (met het daaraan verbonden aansprakelijkheidsgevaar bij miskenning van die plichten) zou formuleren voor de bestuurders van een Belgische doelwitvennootschap met een gelijkaardige inhoud aan de plichten die uit de New Yorkse en Amsterdamse beslissing volgden? Mijn inschatting is dat dit in de Belgische rechtscultuur niet zo gemakkelijk zal gebeuren, mede maar niet alleen omdat ons Hof van Cassatie een onnodig concrete invulling aan het vennootschapsbelang heeft gegeven. Tegelijk ben ik van oordeel dat een Belgisch rechtscollege niettemin perfect, zonder dat er een wetswijziging voor nodig zou zijn, tot gelijkaardige conclusies zou kunnen komen als de New Yorkse³⁶ en Nederlandse rechters.

Het Belgische vennootschapsrecht is in hoge mate “black letter law”. We hebben (zoals de meeste landen) een uitgebreid Wetboek – het lijkt er op dat de Belgische vennootschapswetgeving een middenmoter is qua detailgraad- maar weinig door de rechtspraak erkende doctrines die de wetgeving aanvullen, overdekken of nuanceren. Er zijn inmiddels in de wet vermelde maar niet uitgeschreven doctrines zoals misbruik van meerderheid en minderheid, die eigenlijk gewoon toepassingen zijn van het rechtsmisbruikleerstuk. De toepassingen in de rechtspraak daarvan zijn soms spectaculair, maar (gelukkig) zeldzaam. De goede trouw geldt ook in het vennootschapsrecht, en geeft in bepaalde verhoudingen aanleiding tot een loyauteitsplicht, met name van bestuurders³⁷. Maar onze rechtspraak erkent bv. niet als dusdanig een loyauteitsplicht van controlerende aandeelhouders tegenover de vennootschap of tegenover minderheidsaandeelhouders. Het WVV legt een gelijkbehandelingsplicht aan de algemene vergadering op (gelijke behandeling van aandeelhouders) maar het is onduidelijk wat die in werkelijkheid betekent, omdat het beginsel bijna nooit wordt toegepast door rechtspraak en daardoor niet geconcretiseerd wordt.³⁸ De Belgische wetgeving kent geen equivalent van art. 2:8 (Nederlands) BW, de redelijkheid en billijkheid in vennootschapszaken, en het is onmiskenbaar dat redelijkheid en billijkheid, en wellicht ook het concept vennootschapsbelang, een duidelijk belangrijkere rol spelen in Nederland dan in België.

Toen ik jong was, was ik een grote voorstander van een terughoudend gebruik van algemene blanco-normen en principes in het vennootschapsrecht. Ik ging er van uit dat dit slecht zou zijn voor de rechtszekerheid die “in het zakenleven” zo belangrijk lijkt, en vertrouwde redelijkheid

³⁶ Judge Rakoff van het Southern District of New York moest in zijn vonnis het recht van de staat Pennsylvania toepassen. Sommige Amerikaanse praktijkjuristen hebben aangegeven dat het volgens hen iets minder zeker is dat rechtbanken in Delaware, indien zij het recht van Delaware konden toepassen maar vooral omwille van hun ingesteldheid, tot dezelfde conclusies waren gekomen als Rakoff in *Nine West*.

³⁷ Dat heb ik althans verdedigd in Hans De Wulf, *Taak en loyauteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2002. Voor een betere grondslag en analyse van loyauteitsplichten in het algemeen, zie het niet als dusdanig gepubliceerde maar in universiteitsbibliotheken beschikbare) proefschrift van M. Kruithof, *Belangenconflicten in financiële instellingen*, UGent, 2009. Zie ook M. Kruithof, “De vordering tot voordeeloverdracht” *TPR* 2011, 13-66.

³⁸ Er zijn wel concrete toepassingen van de gelijkheidsregel uitgewerkt in de wettekst zelf, zoals de gelijkbehandeling van aandeelhouders bij inkoop van eigen aandelen. Het is maar de vraag of het gelijkheidsbeginsel in het Belgische vennootschapsrecht een noemenswaardige rol speelt buiten de specifieke wettelijk geregelde toepassingsgevallen.



en billijkheid niet, als gevaarlijk wapen eerder dan chirurgisch instrument, in de handen van onze Belgische rechters, die me niet met het functioneren van grotere vennootschappen vertrouwd leken en zich zoals iedereen door *hindsight bias* lieten begoochelen (Uiteraard kon men op dat vlak meer vertrouwen stellen in een platonische doctorandus die de *FT*, Harvard Business Review en het Journal of Financial Economics verslond, in een *age of innocence* toen een uur nog een dag tijd leek te bieden). Met ouder worden ben ik meer beginnen twijfelen aan die nogal radicale, zwart-witte opvatting, en niet alleen omdat er vandaag in België meer rechters in onze Ondernemingsrechtbanken huizen dan 20 of 30 jaar geleden die een even goede kijk op vennootschapsrecht hebben als ervaren zakenadvocaten. Een soepele inzet van concepten als vennootschapsbelang en goede trouw laat rechters toe nuttig bij te dragen tot de rechtsontwikkeling, en recht te doen aan de specificiteit van het geval. In jurisdicties als Nederland en Delaware heeft dat geleid tot een veel rijkere analyse en behandeling van typische feitenconstellaties dan in het Belgische recht, wat bv. heeft geleid tot nuttige concrete regels over inzet van onafhankelijke bestuurders en *majority of the minority* besluitvorming op de algemene vergadering bij transacties. Soms gaat dat zeer ver: telkens ik iets lees over welke *poison pills* in Delaware aanvaardbaar zijn en welke niet, sta ik er van versteld welke zeer gedetailleerde regels, van een precisie die in België alleen in wetgeving voorkomt, de rechtspraak rond dat thema heeft afgeleid uit door haarzelf gecreëerde beginselen³⁹- maar mét openheid en flexibiliteit voor de toekomst, waarin opnieuw recht aan het geval kan gedaan worden. Dat deze aanpak er toe leidt dat er af en toe een “activistische” uitschuiver van een rechter is, is misschien een prijs die het betalen waard is, vooral als men op een correctie door het hoogste rechtscollege mag rekenen (wat binnen Nederland en Delaware vlot gebeurt via de Hoge Raad en het Delaware Supreme Court). Ik blijf wel vijandig staan tegenover een algemene inzet van het gelijkheidsbeginsel, dat me moeilijk verenigbaar lijkt -in het recht van de kapitaalvennootschappen, anders dan in een democratische politieke eenheid- met het meerderheidsbeginsel, althans voor zover het als een proportionaliteitsbeginsel in plaats van als antimisbruikregel wordt opgevat. Maar dat is stof voor een andere bijdrage (net zoals de verwarring tussen proportionaliteit en antimisbruik waarvan veel rechtspraak m.i. getuigt; wellicht voer ik op dat vlak een achterhoedegevecht).

In België is het gebruik van blanco-normen en algemene “*principes correcteurs*” niet populair, maar denken we evenmin in “duties”, zoals de *duty of care*. Maar dat is misschien toch vooral een kwestie van retoriek. In onze onrechtmatige daad-rechtspraak is enige vorm van relativiteitsgedachte, van het vereiste dat er een voorafgaande plicht jegens een slachtoffer moet bestaan alvorens dat slachtoffer gerechtigd kan zijn schadevergoeding wegens fout te vorderen, onbetwistbaar veel minder aanwezig dan in zowel *common law* jurisdicties als Duitsland. Maar de algemene zorzuldigheidsplicht wordt wel degelijk contextafhankelijk ingevuld, waarbij de vooraf tot ontwikkeling gekomen verhouding tussen twee personen of groepen van personen zeker een factor is die meespeelt bij de concretisering van de foutnorm. En in het vennootschapsrecht twijfelt niemand eraan dat het uitgangspunt is dat bestuurders een contractuele plicht tot behoorlijk bestuur hebben tegenover de vennootschap, en niet rechtstreeks tegenover de aandeelhouders. Dat is dus “plichtdenken”. Het WVV heeft nu overigens voor het eerst, in navolging van buitenlandse wetgeving, de op zich banale ingreep

³⁹ Zie bv. de relatief recente analyse bij M. Kahan en E. Rock, “Anti-Activist Poison Pills” *Boston University Law Review* 99 ,2017, 915-970.



doorgevoerd om in art. 2:51 WVV uitdrukkelijk te bepalen dat bestuurders tegenover de rechtspersoon gehouden zijn tot de behoorlijke vervulling van de hen opgedragen taak.

In elk geval beschikken Belgische rechters over het concept vennootschapsbelang om aan rechtsvorming te doen. Zouden uit de plicht voor het bestuur om het vennootschapsbelang te behartigen gelijkaardige beginselen als uit *Nine West* en *Estro* afgeleid kunnen worden? Ik denk het wel. Moeilijkheid daarbij is wel de enge invulling van het vennootschapsbelang door ons Hof van Cassatie. In een arrest uit 2013 oordeelde het Hof dat “*het belang van een vennootschap wordt bepaald door het collectief winstbelang van haar huidige en toekomstige aandeelhouders*”⁴⁰. Daaruit wordt doorgaans afgeleid dat het vennootschapsbelang in België eng moet ingevuld worden, als het collectieve winstbelang van de aandeelhouders op langere termijn. Dit maakt het niet alleen moeilijker om (gebaseerd op het vennootschapsbelang) bestuursplichten tegenover schuldeisers of tegenover “de onderneming” begrepen als going concern te ontwikkelen die verder gaan dan de bestaande heel specifieke wettelijke voorschriften. Bovendien is het voor een Belgische rechter moeilijker dan voor zijn Nederlandse collega om zoals die laatste in *Estro* deed te verwijzen naar het algemeen belang dat met de overname van het grootste kinderdagverblijf van Nederland gemoeid was om zo een bijzondere aandachtsvereiste in hoofde van bestuurders te rechtvaardigen.

De enge invulling van het vennootschapsbelang door het Belgische Hof is niet verkeerd, maar toch te betreuren. Niet verkeerd, omdat de vennootschap als juridische entiteit inderdaad zaak van de aandeelhouders is. De vennootschap heeft effecten op de buitenwereld, onder meer op schuldeisers, maar het loutere feit dat activiteiten van een organisatie een effect hebben op buitenstaanders, is (heel erg) onvoldoende om een “open ended” juridische plicht tot positieve belangenbehartiging ten aanzien van die geaffecteerden in het leven te roepen. De nadelen van een expliciet brede invulling van het vennootschapsbelang zijn ook goed bekend⁴¹: wie alle belangen moet dienen, dreigt niemand echt te dienen; zowat elke beslissing van het bestuur kan door een handig retoricus verantwoord worden als zijnde in het belang van een of andere stakeholdergroep; het concept vennootschapsbelang, indien breed ingevuld, bevat geen regels of instructies of richtlijnen die bestuurders, of rechters die gevraagd worden hun beslissingen *post factum* te beoordelen, zouden kunnen gebruiken om conflicterende belangen op een verantwoorde manier tegen elkaar af te wegen⁴²; en zolang men bestuurders enkel door aandeelhouders laat benoemen en ontslaan en aansprakelijkheids- en nietigheidsvorderingen feitelijk (bijna) alleen door aandeelhouders kunnen ingesteld worden, is het zeer de vraag of bestuurders wel *incentives* hebben om met andere stakeholders rekening te houden.

⁴⁰ Cass. 28 november 2013, c.12.0549.N/1, *TBH* 2014, 853 met de kritische commentaar van D. Willermain “L’intérêt social selon la cour de cassation. The Social responsibility of Business is to Increase its Profits?” *TBH* 2014, 855-65.

⁴¹ Zie recent nog een overzicht biedend van de doorgaans al oude argumenten, L. Bebchuk, en R. Tallarita, “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, 106 *Cornell Law Review* 2020, pp. 91-178, ook beschikbaar op: <https://ssrn.com/abstract=3544978>.

⁴² Het is zeer de vraag of dergelijke criteria ontwikkeld kunnen worden, al is dergelijke onderneming één van de kernbezigheden van ethici.



Maar toch is de cassatierechtspraak te betreuren, omdat het geen goed idee is een essentieel inhoudloos begrip zoals vennootschapsbelang, dat slechts bedoeld is als verplichting aan de normadressaten om recht te doen aan de situatie, en machtiging aan de rechter om aan rechtsvorming te doen, toch van een enigszins vaste inhoud te voorzien. Ik ben nogal voorstander van de Nederlandse aanpak, waar de Hoge Raad aan bestuurders opdraagt te besturen “*in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming*”⁴³. Zo bevestigt men dat bestuurders de belangen van aandeelhouders en werknemers tegen elkaar mogen afwegen, terwijl men in het midden laat of dit slechts instrumenteel mag gebeuren (waarbij dus slechts met de belangen van anderen dan aandeelhouders rekening wordt gehouden voor zover dat nuttig lijkt om de langere termijn-belangen van aandeelhouders te behartigen). Ondanks het Belgische cassatiearrest -dat geveld werd naar aanleiding van een betwisting over de vraag of een overdrachtsbeperking in een aandeelhoudersovereenkomst verenigbaar was met het vennootschapsbelang, zoals opgelegd door de toenmalige wetgeving, maar dat volgens de meeste commentatoren een algemene draagwijdte heeft- ben ik er van overtuigd dat dit ook het leidende principe voor bestuurders van Belgische vennootschappen moet zijn, en is. Omgekeerd kan evenmin betwijfeld worden dat men moet vermijden dat de rechter onder de dekmantel van “vennootschapsbelang” evaluaties door het bestuur achteraf inhoudelijk gaat toetsen. Maar een procedurele toets is best mogelijk: hebben bestuurders zich goed laten informeren over alle voor hun beslissing relevante aspecten? Hebben zij ernstig gedelibereerd, of slechts aan “rubberstamping” gedaan? Speelden er persoonlijke belangen die hun oordeel konden kleuren?

Wanneer een overnemer zich aandient in een vennootschap met meer dan één aandeelhouder en schulden, en nog meer wanneer de vennootschap een aanzienlijk aantal werknemers heeft, heeft het bestuur de taak de kwaliteit van de overnemer te onderzoeken en indien, zoals vaak een debt push down zal gebeuren, moet het bestuur onderzoeken of de vennootschap die kan dragen. Het woord “onderzoeken” in de vorige zin kan misleiden. Het bestuur hoeft niet telkens een controlerende aandeelhouder zijn pakket wil verkopen, een eigen due diligence naar de koper of kopers te doen. Nog veel minder mag het bestuur een verkoop door aandeelhouders/een aandeelhouder saboteren. Het bestuur kan in de regel slechts tussenkomen voor zover het daadwerkelijk een rol in het overnameproces te spelen heeft: meewerken of net niet met een due diligence door de bieder, een advies aan de aandeelhouders geven in het kader van een openbaar overnamebod, erover waken dat de ondernemingsraad (als die er is) voldoende en correcte informatie krijgt indien die raad moet tussenkomen naar aanleiding van de overname, geen financiële steun verlenen wanneer de overnemer-begunstigde niet kredietwaardig is, maar evenmin wanneer hij vanuit het vennootschapsbelang onwenselijk is. Zoals gezegd, het bestuur moet niet zelf een due diligence van de bieder(s) organiseren. Maar als er, in een situatie zoals in *Nine West*, “red flags” zijn, moet het daar rekening mee houden. Veronderstel dat een overnemer van een onderneming waarbij externe belangen (schuldeisers, werknemers) bij betrokken zijn een *track record* heeft dat er op wijst dat hij ondernemingen die hij al eerder overnam als lege schelpen

⁴³ Tegenwoordig bekend als de “Cancun-norm”, naar het arrest van de Hoge Raad dat de moderne formulering van het beginsel vormt, zie HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, noot P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014/101, noot A.F.J.A. Leijten.



achterlaat of systematisch de overgenomen vennootschap financieel overbelast, of zelf niet kredietwaardig is gebleken, dan moet het bestuur dit niet alleen melden aan de aandeelhouders die een verkoop overwegen, het bestuur is dan, volgens mij, ook gerechtigd verzet te plegen door een due diligence door de koper net niet te faciliteren. Het is goed mogelijk dat dit allemaal theorie is omdat het bestuur in wezen bestaat uit de verkopende aandeelhouders zelf⁴⁴, of de verkopende controlerende aandeelhouders de bestuurders volledig in zijn macht heeft doordat hij hen eenvoudig kan vervangen. Maar het punt is dat m.i. de gedachte moet verworpen worden dat wanneer een aandeelhouder wil verkopen, het bestuur daaraan niets in de weg mag leggen of zelfs een positieve medewerking moet verlenen. Het bestuur moet het vennootschapsbelang bewaken, ook tegen de wensen van controlerende aandeelhouders in. Dat vennootschapsbelang kan vereisen dat het bestuur elke vorm van facilitering van de overname door een bepaalde kandidaat moet vermijden. Daarbij moeten bestuurders extra attent zijn in situaties waarin de bieder poogt hun oordeel te beïnvloeden door voor te houden de bestuurders weliswaar te zullen vervangen, maar met buitengewoon hoge afscheidvergoedingen, of andere situaties waarbij ze vermogensvordelen vanwege de bieder ontvangen, bv. in de vorm van *sweet equity*. Sweet equity kan, uiteraard, een perfect legitieme *incentive*-techniek kan zijn, teneinde executives die nodig zijn voor het succes van de onderneming aan boord te houden. Maar wanneer blijkt dat de bestuurders wisten of redelijkerwijze moesten weten dat de overnemer niet kosjer is, en ze blijken zulke (indirecte) vergoedingen ontvangen te hebben, dan zullen zij de schijn gewekt hebben op een onfrisse manier uit de hand van die onwenselijke overnemer gegeten te hebben.

Debt push downs, dus het verschuiven van een deel van de financiële last van de overname naar de doelwitvennootschap, zullen zelden duidelijk gevat worden door de bepalingen over financial assistance uit de artikelen 7:227 of 5:152 WVV. Dat een verrichting of, gebruikelijker, reeks verrichtingen die vooraf als samenhangend geheel gepland zijn, buiten het toepassingsgebied van de wet vallen, verhindert niet dat bestuurders op basis van hun algemene plicht tot zorgvuldig bestuur in het belang van de vennootschap, de kwaliteit van de bieder moeten beoordelen (opnieuw: vooral wanneer er reeds concrete aanwijzingen zijn waarvan het bestuur op de hoogte was of moest zijn dat de bieder van slechte kwaliteit is of dat de overname zo gestructureerd zal worden dat de vennootschap moeilijk draagbare lasten zullen opgelegd worden). Wellicht zullen weinig juristen beweren dat naleving van de procedure uit art. 7:227 vrijstelt van naleving van de belangenconflictprocedure uit art. 7:96 WVV wanneer de toepassingsvoorwaarden voor de laatste vervuld zijn. Met de toetsing aan het vennootschapsbelang van debt push downs die niet gevat worden door de regels over financial assistance aan is het net zo. Meer zelfs, de wetsartikelen zijn een illustratie en concretisering van enkele gezond verstand -aandachtspunten voor bestuurders die hun plicht tot behoorlijk bestuur ernstig willen nemen. Natuurlijk denk ik daarbij niet aan de plicht om de algemene vergadering om goedkeuring te vragen, of de absolute regel dat een onbeschikbare reerve moet aangelegd worden ten belope van de verleende steun. Maar wel aan de regel dat “*de verrichting gebeurt onder verantwoordelijkheid van het bestuursorgaan*”, dat de kredietwaardigheid van de betrokken partijen onderzocht dient te worden, dat de risico's voor de solvabiliteits-en liquiditeitspositie van de vennootschap in overweging genomen moet worden. Bij de beoordeling van de verrichting moet men, vanzelfsprekend durf ik zeggen, de

⁴⁴ Niet hun vertegenwoordigers, maar echt die aandeelhouders zelf.



verrichting als één geheel bekijken, voor zover het voor de bestuurders duidelijk is of moet zijn dat verschillende verrichtingen vooraf als één geheel gepland zijn. En evenmin als in de *Nine West* zaak zouden bestuurders zich naar Belgisch recht mogen verschuilen achter het feit dat sommige onderdelen van een meerledige verrichting na hun afscheid als bestuurder zullen uitgevoerd worden, wanneer zij ten tijde van de controlewijziging wisten dat die nefaste onderdelen van de transactie op dat moment al gepland zijn.

Eén en ander bewijst naar mijn aanvoelen nogmaals het gelijk van Eddy Wymeersch toen die al lang geleden pleitte voor het vervangen van de Europese black letter regeltjes rond financiële bijstand door veel algemener inzetbare *standards* inzake bestuurdersgedrag in zulke situaties⁴⁵.

Ik wil, zoals gezegd, niet zo ver gaan een plicht tot actieve tussenkomst van het bestuur bij elke overname die raakt aan stakeholderbelangen te bepleiten. Maar wanneer het bestuur feitelijk of juridisch verplicht is tussen te komen, moet het de kwaliteit van de mogelijke overnemer en de gevolgen voor de vennootschap van diens (eventuele) debt push down evalueren. Het bestuur zal natuurlijk een prominentere rol spelen bij fusies en herstructureeringen (bv. opmaken fusievoorstel), wanneer financial assistance geboden wordt, of wanneer een openbaar overnamebod gelancerd wordt en het doelwitbestuur een formeel advies moet geven. Wanneer een gewone verkoop van aandelen zonder meer wordt doorgevoerd, speelt het bestuur een minder prominente rol. Maar ook dan zal het voorkomen dat het bestuur tussenkomt en daarbij de overnemer en zijn plannen zou moeten beoordelen, bv. wanneer het bestuur weet dat de overnemer een superdividend nodig zal hebben -iets wat slechts kan uitgekeerd worden mits een voorstel daartoe door het bestuur- en het bestuur formeel of informeel een liquiditeitstest zal moeten uitvoeren: het kan zich voordoen dat het bestuur dan al op voorhand weet dat het onwarschijnlijk is dat die liquiditeitstest positief zal uitvallen. Dan lijkt het aangewezen dat het bestuur minstens zijn mening over de constructie aan de verkopende aandeelhouder meedeelt en, zoals al gezegd, niet aan de overname meewerkt voor zover zijn medewerking nodig is. Of misschien stapt een investeerder wel in naar aanleiding van een effectenuitgifte met uitsluiting van voorkeurrecht ten voordele van een bepaalde persoon. Dan heeft het bestuur natuurlijk heel expliciet de wettelijke opdracht om na te gaan of die uitsluiting en dus de verrichting in het belang van de vennootschap is, en kan en moet het de kwaliteit van de overnemer en diens financieringsplannen met de vennootschap mee beoordelen.

Ook wil ik tot slot nog opmerken dat een aansprakelijkheidsvordering niet steeds de meest wenselijke interventie is ten aanzien van een bestuur dat heeft toegelaten dat een manifest onwenselijke overnemer, of een manifest financieel ondraagbare constructie aan de vennootschap werd opgedrongen. Soms zal bestuurdersaansprakelijkheid de enige zinvolle sanctie zijn. Maar terugvordering van dividenden, niet-tegenwerpelijkheid van zekerheden,

⁴⁵ E. Wymeersch, "Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company" in J. BASEDOW, K. HOPT en H. KÖTZ (eds.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, 725 e.v.

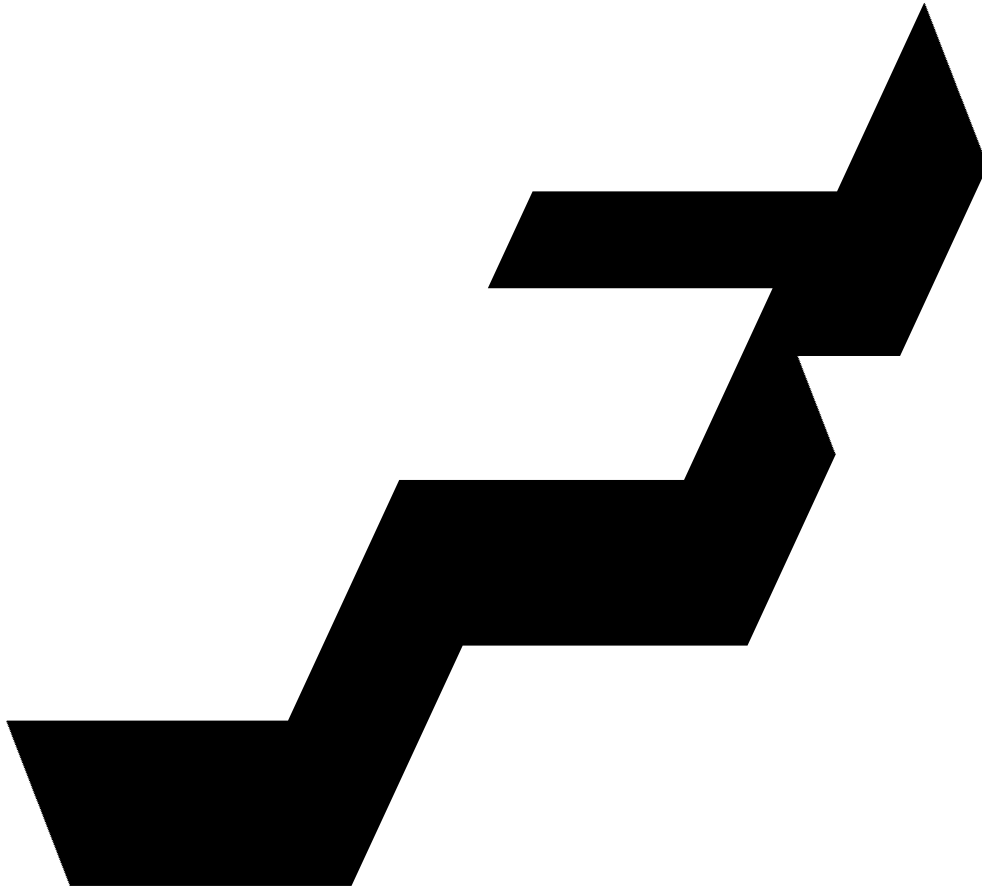


aansprakelijkheid van “medeplichtige” banken zal vaak een zinvoller sanctie zijn. Het vaststellen van wanbeleid zoals dat na een systematisch onderzoek in een Nederlandse enquêteprocedure kan, lijkt mij ook zinvol, ook dus wanneer het niet de voorbereiding op een aansprakelijkheidsvordering is. De enkele bevinding dat er wanbeleid is, laat het rechtssysteem toe de professionele reputatie van de betrokken bestuurders *terecht* en “officieel”, ritueel te besmeuren (aldus ook, wellicht, de marktwaarde van de betrokkenen omlaag halend). Wetgeving die (tijdelijke) beroepsverboden aan bestuurders (als bestuurder) kan opleggen wanneer die hun taken manifest ondeugdelijk hebben uitgevoerd, ook al hebben ze niet met bewezen bedrieglijk opzet gehandeld laat staan een misdrijf gepleegd, valt ook te overwegen, en zou voor de maatschappij in elk geval vaak nuttiger zijn dan schadevergoeding.

Conclusie

U merkt het, beste lezer, dit is een essay met mijmeringen van een academicus, geen *legal opinion*. Maar ik zou het positief vinden dat ook in Belgische juridische milieus zou nagedacht worden over de problematieken die in *Nine West* en *Estro* aan bod kwamen, en dat de antwoorden die door de Amerikaanse en Nederlandse rechtbank gegeven werden, ook hier in overweging zouden genomen worden. Bestuurders die hun taak het vennootschapsbelang te behartigen ernstig nemen, kunnen niet onverschillig staan tegenover de manier waarop een overnemer de vennootschap in de toekomst wellicht zal behandelen en met name eventueel zal overbelasten met schulden. Dat het aandeelhouders en niet de vennootschap zelf is die de controlewijziging zullen organiseren, of dat zijzelf hun mandaat zullen moeten opgeven naar aanleiding van de overname waardoor ze niet meer in dienst zullen zijn wanneer de debt pushdown tenuitvoergelegd wordt, kan geen excuus zijn voor de bestuurders om zich niks meer aan te trekken van de toekomst van de vennootschap. Al helemaal kunnen ze zich niet wegsteken achter de vaststelling dat de overname zo gestructureerd is dat geen enkele “black letter” specifieke wettelijke regel een bepaalde soort tussenkomst van bestuurders vergt, of geen enkel onderdeel van de transactie gevat wordt door specifieke wetsvoorschriften zoals die inzake financiële bijstand. Maar anderzijds kan het niet de bedoeling zijn bestuurders de mogelijkheid te geven een door de aandeelhouders gewenste overname te saboteren, en kan van hen geen systematische due diligence met betrekking tot overnemers verwacht worden. Het is vooral wanneer er zoals in *Nine West* heel wat waarschuwingstekens zijn, dat extra aandacht van de bestuurders voor de kwaliteit van de overnemer en zijn plannen met de vennootschap kan verwacht worden. Het is ook niet altijd aangewezen, of erg nuttig voor de aandeelhouders, om bestuurders die op dit vlak nalatig zijn geweest, met het vaak nogal botte en niet erg doelmatige middel van de bestuurdersaansprakelijkheid aan te vallen. Nederland mag zich wellicht gelukkig prijzen dat wanpraktijken eerst via de enquêteprocedure kunnen beoordeeld en eventueel vastgesteld worden; na dat grondige onderzoek en de afkoeling die het met zich mee kan brengen, kunnen de rechters en de gegriefde aandeelhouders of schuldeisers dan nog kalm overwegen welke maatregelen hen het meest geschikt lijken, in het belang van de vennootschap.





The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit in the Faculty of Law and Criminology of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. The working papers are provisional.