

# Gebrekkige informatievoorziening aan de ondernemingsraad bij overnamefinanciering: belangenafweging en beweegredenen

## Ondernemingsrecht 2021/89

**Uit de PCM- en Estro-beschikkingen blijkt dat gebrekkige informatievoorziening aan de OR kan leiden tot (een vermoeden van) wanbeleid. Een positief advies van de OR over de overnamefinanciering staat daaraan niet in de weg. Een adviesaanvraag dient volledig en juist te zijn en bevat onder meer de beweegredenen voor het voorgenomen besluit. Het bestuur van de over te nemen vennootschap hoort daarnaast een eigen belangenafweging te maken van de belangen van de vennootschap en betrokken stakeholders. Als deze belangenafweging nog niet is gemaakt, dan kunnen de beweegredenen niet in de adviesaanvraag worden opgenomen. Dit leidt tot een gebrekkige adviesaanvraag. Het maken van procesafspraken met de OR kan problemen voorkomen. De OR kan dan de belangenafweging van het bestuur wel meenemen in zijn advies en eventuele onvolledige informatie kan worden aangevuld.**

### 1. Inleiding

Bij een overname van een onderneming door een investeringsmaatschappij (private equity) wordt voor de financiering van de koopprijs over het algemeen gebruikgemaakt van het nodige vreemd vermogen: de *leveraged buy-out* (LBO). Dit zorgt voor een hefboomeffect, waarmee de investeringsmaatschappij rendement kan maken op eigen vermogen. Kenmerkend voor een LBO is dat de over te nemen vennootschap grotendeels de lasten draagt van de overnamefinanciering.<sup>2</sup> Door middel van een *debt-push down* wordt het aan te trekken vreemd vermogen op het niveau van de doelvennootschap gebracht.<sup>3</sup>

De wijze waarop de overname en de financiering worden vormgegeven, verschilt. Uit relevante rechtspraak blijkt dat de gekozen constructie niet altijd goed voor de doelvennootschap uitpakt. Een voorbeeld daarvan is de recente beschikking in de *Estro*-zaak. In de besluitvorming rondom de overname en de financieringsstructuur lijkt nogal veel mis te zijn gegaan, waaronder de manier waarop de ondernemingsraad (OR) bij het proces werd betrokken. Die betrokkenheid van de OR is naar aanleiding van de *PCM*-zaak eer-

der politiek onderwerp van gesprek geweest. Geconcludeerd is toen dat de OR voldoende uitgerust is om effectief medezeggenschap uit te oefenen, maar dit mogelijk onvoldoende doet. In dit artikel staat centraal wat de gevolgen zijn van gebrekkige informatievoorziening aan de OR, wat nu precies misging bij *Estro* en hoe dat kan worden voorkomen.

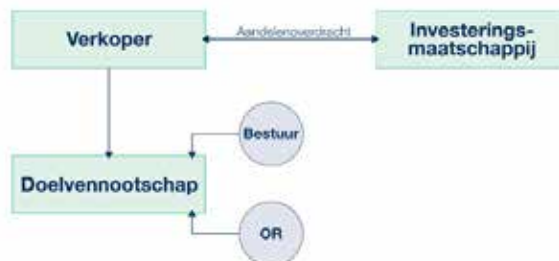
Na kort het kader weer te geven, komen de beschikkingen inzake *Estro* en *PCM* aan de orde. Vervolgens ga ik in op het politieke initiatief dat is genomen inzake de rechten van de OR bij private-equitytransacties en de reactie daarop. Ik bespreek aan de hand van de *Estro*-zaak de relatie tussen de belangenafweging van het bestuur en de beweegredenen die moeten worden opgenomen in een adviesaanvraag volgens de Wet op de ondernemingsraden (WOR). Vervolgens ga ik in op de manier waarop partijen bij een overnamefinanciering de bevindingen uit de *Estro*-zaak kunnen toepassen in de praktijk. Ik sluit af met een conclusie.

### 2. Kader

Er zijn verschillende vennootschappelijke structuren denkbaar bij een overname van een vennootschap door een investeringsmaatschappij. Ook de financiering kan uit vele elementen bestaan.<sup>4</sup> Bij de medezeggenschap van een OR kunnen leerstukken als toerekening en medeondernemerschap een rol spelen. Om deze bijdrage tot de kernvragen te beperken, laat ik dat alles onbesproken en ga ik uit van een simpele overname van een private doelvennootschap met een bestuur maar zonder een raad van commissarissen, waarbij sprake is van 'een' financiering van de overnameprijs met een LBO en vaststaat dat de OR een adviesrecht heeft.

Deze overname ziet er dan uit als weergegeven in figuur 1.

**Figuur 1. Schema simpele overname**



<sup>1</sup> Ea Visser is advocaat te Amsterdam.

<sup>2</sup> J.T. de Vries, 'Ontwikkelingen in acquisitiefinancieringen, van kredietcrisis tot coronacrisis', *Ondernemingsrecht* 2020/151. A.W.A. Boot, J.E. Ligterink & J.K. Martin, 'Private equity en waardecreatie', *Ondernemingsrecht* 2020/146.

<sup>3</sup> H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005/201.

<sup>4</sup> Zoals een krediet door een bank, een (achtergestelde) aandeelhouderslening al dan niet met *Payment in Kind*-rente en cumulatief preferente aandelen.

### 3. De Estro-zaak

In de *Estro*-zaak gaat het om de overname van een groot kinderopvangbedrijf in 2010 door een investeringsmaatschappij. Er volgt een vergaande *debt pushdown* door middel van een juridische fusie.<sup>5</sup> In 2014 gaat de vennootschap failliet. Op 10 december 2019 wijst de Ondernemingskamer (OK) een verzoek van de curator tot het gelasten van een enquête toe.<sup>6</sup> De OK meent dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Onder meer het besluitvormingsproces rondom de overname en het niet respecteren van medezeggenschapsrechten worden genoemd.

De OK is kritisch op de informatievoorziening aan de OR. De kernoverweging ten aanzien van de medezeggenschap is 3.8, waarin wordt ingegaan op de inhoud van een adviesaanvraag:

“Uitgangspunt is dat een adviesaanvraag de essentie van het voorgenomen besluit moet bevatten, evenals de beweegredenen van het bestuur daartoe en een juiste omschrijving van de te verwachten gevolgen daarvan. Het is de verantwoordelijkheid van de bestuurder dat het medezeggenschapsorgaan in het kader van een adviestraject juist en volledig wordt voorgelicht. Die voorlichting is naar het oordeel van de Ondernemingskamer bij beide adviesaanvragen minst genomen onvolledig geweest.” (onderstreping EV).

Aan de OR zijn twee adviesaanvragen voorgelegd. In beide adviesaanvragen is de *debt pushdown* niet aan de orde geweest, terwijl dit volgens de OK juist een essentieel element is. Daarnaast was de informatie die aan de OR werd gegeven niet volledig en zijn vragen onjuist beantwoord. Informatie die later bekend werd, is niet gedeeld met de OR. Een verkeerde voorstelling van zaken bij de OR is niet rechtgezet. Hierdoor is volgens de OK op basis van onjuiste veronderstellingen een positief advies gegeven. De gebrekkige informatievoorziening en de daaruit voortvloeiende schending van de rechten van de OR levert volgens de OK mede een gegronde reden op voor twijfel aan een juist beleid.

### 4. De PCM-zaak

In de literatuur is gewezen op de gelijkenis met de *PCM*-uitspraken.<sup>7</sup> Daarin stonden eveneens de afwegingen van het bestuur in het kader van een overname door een

5 Zie daarover H.L. Kaemingk, 'Aandeelhoudersleningen in buy-outs na PCM en Estro: een afweging van voor- en nadelen', *Ondernemingsrecht* 2020/150.

6 Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 (*Estro*), *Ondernemingsrecht* 2020/48, m.nt. H.L. Kaemingk; *JOR* 2020/144, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

7 Zie bijvoorbeeld D.J.F.F.M. Duynstee in zijn noot, *JOR* 2020/144 en H.L. Kaemingk, 'Aandeelhoudersleningen in buy-outs na PCM en Estro: een afweging van voor- en nadelen', *Ondernemingsrecht* 2020/150.

investeringsmaatschappij centraal. De OK meende dat gegronde redenen bestonden voor twijfel aan een juist beleid en gelastte een onderzoek.<sup>8</sup> De informatieverstrekking aan de centrale ondernemingsraad (COR) van PCM kwam in deze eerste beschikking niet aan de orde. In het onderzoeksrapport werd dit echter wel besproken.<sup>9</sup> De OK oordeelde vervolgens dat sprake is geweest van wanbeleid en overwoog onder meer dat sprake is geweest van het verzwijgen van belangrijke informatie voor de COR. Naast onbehoorlijk werd dit gezien als een volledige “*miskening van het belang van een goed functionerende medezeggenschap*”.<sup>10</sup>

### 5. Een private-equitytransactie en de OR

In 2015<sup>11</sup> is door Tweede Kamerleden Nijboer en Groot een initiatiefwetsvoorstel ingediend ter bescherming van bedrijven tegen excessen van private equity.<sup>12</sup> Aangehaald werd dat een overname door een private-equityaandeelhouder er te vaak toe leidt dat een onderneming in ontredder staat achterblijft. Om dat te voorkomen werd voorgesteld excessieve schuldfinanciering bij overnames te beperken en de invloed van werknemers te vergroten.<sup>13</sup> Dit laatste kreeg vorm in extra medezeggenschap via een uitbreiding van de (informatie)rechten van de OR.<sup>14</sup>

Het kabinet constateerde in een reactie op dit initiatief dat de OR niet altijd in staat is om effectief op te treden.<sup>15</sup> Vervolgens is onderzoek gedaan naar de voorgestelde maatregelen, waarna de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid concludeerde dat een wetwijziging niet noodzakelijk is.<sup>16</sup> De WOR bood volgens de Minister voldoende mogelijkheden.<sup>17</sup> Om te bevorderen dat ondernemingsraden van die mogelijkheden ook gebruikmaken, werd het opportuun geacht nader

8 Hof Amsterdam (OK) 10 december 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC1657, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink.

9 W.J.M. van Anel & J. den Hoed, 'Onderzoeksrapport PCM', 12 december 2008.

10 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010/189, m.nt. T. Stevens, r.o. 3.30. Zie voor een uitgebreide bespreking onder meer R.A.A. Duk, 'Een uitgelezen uitgever geeft vooral geld uit', *Arbeidsrechtelijke annotaties* 2010 (9) 3.

11 Dit was niet de eerste keer dat het aan de orde kwam. Na politieke discussie in 2007 over de positie van de OR in het kader van private-equitytransacties en een advies van de SER (SER-advies 'Evenwichtig ondernemingsbestuur', 2008/01) heeft het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) in 2009 onafhankelijk onderzoek laten verrichten naar mogelijke onderbenutting van medezeggenschap in grote ondernemingen. Uit dat onderzoek kwam onder andere dat redelijk veel gebruik wordt gemaakt van het adviesrecht. R. Goodijk, H. van Ees & P. van Beurden, 'Gebruik, niet-gebruik of onderbenutting', bijlage bij *Kamerstukken II* 2008/09, 31700-XV, nr. 75.

12 *Kamerstukken II* 2014/15, 34267, nr. 2.

13 *Kamerstukken II* 2014/15, 34267, nr. 2, p. 3.

14 *Kamerstukken II* 2014/15, 34267, nr. 2, p. 13 en 17.

15 *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3.

16 *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3 (met als bijlage het onderzoek dat is uitgevoerd in 2017 en 2018).

17 Gewezen is onder meer op initiatieven van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), zoals een gedragscode en een handreiking voor OR's. De NVP heeft in 2020 een update gepubliceerd: 'Ondernemingsraden en participatiemaatschappijen; adviezen uit de praktijk', te vinden op: [nvp.nl](http://nvp.nl).

te bekijken hoe ondernemingsraden (nog) meer bewust kunnen worden gemaakt van deze rechten.<sup>18</sup>

Dat het adviesrecht inderdaad een krachtig middel is, blijkt onder meer uit de in 2014 gewezen *Fundis*-beschikking.<sup>19</sup> Daarin werd een besluit tot aandelenoverdracht kennelijk onredelijk geacht wegens een onacceptabele financieringsstructuur. In zijn noot bij deze uitspraak overweegt Van het Kaar: “de uitspraak laat mooi zien dat ondernemingsraden een belangrijke rol kunnen spelen in beslissingen over majeure financiële beslissingen”.<sup>20</sup> De OK kwam later in 2014 tot een vergelijkbaar oordeel in een andere zaak.<sup>21</sup> De *Uniface*-beschikking uit 2017 laat eveneens zien dat het oordeel van een OR in het kader van een overname van betekenis is. Een besluit tot overdracht van de aandelen aan een derde partij moest worden ingetrokken.<sup>22</sup>

Het adviesrecht van een OR wordt geborgd door de mogelijkheid in beroep te gaan bij de OK. Daarnaast kent de WOR ruime rechten aan een OR toe met betrekking tot het verkrijgen van noodzakelijke informatie.<sup>23</sup> Het is vaste rechtspraak dat de OR in beginsel zelf mag bepalen welke informatie nodig is om tot een advies te komen.<sup>24</sup> De OR heeft bovendien de mogelijkheid een deskundige in te schakelen (art. 16 WOR). Dit alles in aanmerking nemende, heeft de OR, zoals Barneveld heeft opgemerkt, inderdaad een ruim arsenaal aan instrumenten.<sup>25</sup> In zowel de *PCM*- als de *Estro*-zaak hadden de betrokken OR's echter positief geadviseerd. Er was dus gebruikgemaakt van het adviesrecht en de OR had informatie ingewonnen, een adviseur ingeschakeld en daadwerkelijk advies uitgebracht. De vraag die rijst is of in deze situaties sprake is van onderbenutting van de rechten die een OR heeft,<sup>26</sup> een weerbarstige materie die te moeilijk is voor een OR,<sup>27</sup> of dat het ergens anders misgaat. Aan de hand van de *Estro*-zaak ga ik hierop nader in.

## 6. De tijdlijn in de *Estro*-zaak

Uit de weergave van de feiten in de *Estro*-beschikking<sup>28</sup> van de OK blijkt het volgende.

- In 2010 wordt een traject gestart tot verkoop van de aandelen in *Estro*.<sup>29</sup> Op 24 juni 2010 wordt een overnamebod aanvaard en een *signing protocol* overeengekomen, waarin is opgenomen dat de OR van *Estro* om advies zal worden gevraagd.
- Op 25 juni 2010 wordt de OR advies gevraagd over de overdracht van de zeggenschap en de financiering van de overname, zoals uiteengezet in diverse bijlagen.
- Op 1 juli 2010 geeft de OR positief advies, waarbij wordt verwezen naar de financieel adviseur die de OR zelf heeft ingeschakeld en de antwoorden die koper heeft gegeven.
- Na 1 juli 2010 worden de voorwaarden van de financiering duidelijk, worden diverse concepten van de financieringsdocumentatie uitgewisseld en schakelt het bestuur van *Estro* een juridisch adviseur in.
- Op 3 augustus 2010 gaat de juridisch adviseur jegens het bestuur in op de voorgestelde *debt pushdown* en de verplichting van het bestuur af te wegen of het in het belang is van de groep om de verplichtingen onder de financiering aan te gaan.
- Op 10 augustus 2010 merkt de juridisch adviseur op dat het niet verstandig is als de koper te veel druk gaat uitoefenen, nu het bestuur niet eerder bij de financiering betrokken was.
- Op 11 augustus 2010 wordt duidelijk dat de onderneming zal toetreden als *borrower* en *guarantor* bij de financiering, met het gevolg dat bepaalde verplichtingen zullen gelden onder de kredietfaciliteit. Door de juridisch adviseur wordt opgemerkt dat sprake is van krappe timing, nu het bestuur eerder niet betrokken is geweest en de documentatie nog maar kort in hun bezit is.
- Op 12 augustus 2010 schakelt het bestuur een financieel adviseur in.
- Op 13 augustus 2010 verschijnt een relevant fiscaal rapport.
- Op 16 augustus 2010 neemt het bestuur het besluit dat de onderneming toetreedt als hoofdelijk schuldenaar bij een kredietfaciliteit en als verstrekker van zekerheden met betrekking tot de bankfinanciering.
- Op 3 september 2010 wordt de OR gevraagd advies te geven over de juridische fusie, die volgens de aanvraag dient plaats te vinden ter verdere afronding van de financieringsstructuur. Genoemd wordt onder meer dat het slechts gaat om uitvoering van de reeds bekende financieringsstructuur, zodat verwacht

18 *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3.

19 Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:556, *JOR* 2014/129, m.nt. L.G. Verburg.

20 R.H. van het Kaar, *TRA* 2014/47.

21 Hof Amsterdam (OK) 17 december 2014 ECLI:NL:GHAMS:2014:5431, *TRA* 2015/41, m.nt. R.H. van het Kaar: “De voor een overname gekozen financieringsconstructie kan de toets van art. 26 lid 4 WOR niet doorstaan.”

22 Hof Amsterdam (OK) 10 oktober 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4123, *JOR* 2017/292, m.nt. D.F. Berkhout.

23 Zie art. 24 en 31 WOR.

24 Rood/Verburg, *Wet op de ondernemingsraden*, Deventer: Kluwer 2013, p. 280.

25 Barneveld, ‘Strengere regels voor private equity? De initiatiefnota van Nijboer en Groot in ondernemingsrechtelijk perspectief’, *Ondernemingsrecht* 2016/17, p. 44 en 45.

26 Zoals genoemd door de Minister en Staatssecretaris van Financiën: *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3, p. 9. Het komt ook terug in *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3 en het als bijlage toegevoegde onderzoek.

27 Zoals opgemerkt in de bijlage over het onderzoek dat namens het Ministerie van SZW is verricht (*Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3, p. 5).

28 Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 (*Estro*), *Ondernemingsrecht* 2020/48, m.nt. H.L. Kaemingk; *JOR* 2020/144, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

29 Op dat moment nog *Catalpa* geheten. De naamswijziging naar *Estro* vond later plaats. Omwille van het leesgemak wordt in deze bijdrage steeds de naam ‘*Estro*’ gebruikt.

wordt dat de OR op korte termijn een advies kan uitbrengen.

- Medio september 2010 wordt de finale versie van het advies van de door het bestuur ingeschakelde financiële adviseur afgerond.
- Op 11 oktober 2010 geeft de OR positief advies.

Aan deze tijdlijn valt het volgende op. Allereerst is sprake van een zeer korte termijn waarbinnen de OR reageert op de eerste adviesaanvraag. Op 25 juni 2010 werd de adviesaanvraag ingediend en dat was een vrijdag. De eerstkomende donderdag (1 juli 2010) werd al positief advies uitgebracht. Dat betekent dat de OR krap vier werkdagen heeft genomen voor zijn advies. Uit de feiten blijkt niet of de OR al voorbereid was of dat er sprake is geweest van druk om zo snel mogelijk te adviseren. Het is echter de vraag of de OR voldoende tijd heeft genomen dan wel heeft gekregen om zich over een 'weerbarstige' materie als de financiering te adviseren.<sup>30</sup> Ten tweede valt op dat het bestuur zich pas anderhalve maand nadat de OR advies heeft gegeven, gaat verdiepen in de daadwerkelijke financieringsstructuur. Nadat het advies is gegeven op 1 juli 2010 schakelt het bestuur namelijk een juridisch adviseur in en half augustus 2010 merkt ook deze juridisch adviseur nog op dat het bestuur niet eerder bij de financiering betrokken is geweest. Op het moment dat advies werd gevraagd was het bestuur dus nog niet aangehaakt. Tot slot lijkt het erop dat niet aan alle eisen die gelden voor een adviestraject is voldaan. De feiten vermelden bijvoorbeeld niet dat er een overlegvergadering is geweest. Dit is echter wel vereist (art. 25 lid 4 WOR).

## 7. De inhoud van de adviesaanvraag

Gezien de geschetste tijdlijn heeft het er alle schijn van dat de informatie die bij de eerste adviesaanvraag is verstrekt, afkomstig was van de koper en slechts met een verwijzing naar bijlagen afkomstig van de koper werd voorgelegd aan de OR. De koper heeft ook vragen van de OR beantwoord.<sup>31</sup> Toen gaandeweg meer duidelijk werd en het bestuur zelf adviseurs inschakelde, is geen (aanvullende) informatie verstrekt aan de OR. Dit is een van de punten waarover de OK valt.<sup>32</sup> De OK benadrukt dat de verantwoordelijkheid voor het adviestraject bij het bestuur ligt.<sup>33</sup> Hieruit volgt dat het vragen van advies en de inhoud van de adviesaanvraag niet kunnen worden overgelaten aan de koper, maar dat het bestuur zelf verantwoordelijkheid draagt.

Dat bestuur heeft ten tijde van de overname te maken met diverse aangelegenheden. Allereerst is er de overname zelf en de vastlegging daarvan. Vaak gaat het bestuur participeren en wordt daarvoor een structuur opgezet<sup>34</sup> of juist een bestaande structuur afgewikkeld, zoals bij *Estro* het geval was. Daarnaast is er de financiering van de overname en eventuele wijzigingen van de bestaande financiering. Het bestuur heeft dus in feite drie onderwerpen op zijn bord en dient onder druk van verkoper en koper te besluiten. Of dit in de *Estro*-zaak allemaal een rol speelde, zal mogelijk blijken uit het onderzoek dat wordt gedaan. Wel is duidelijk dat sprake was grote tijdsdruk waaronder het bestuur moest acteren.<sup>35</sup>

## 8. Belangenafwegingen en beweegredenen

In de besluitvorming rondom een overname dient het bestuur van de doelvennootschap steeds het belang van de vennootschap voor ogen te houden. Het bestuur heeft daarbij een eigen verantwoordelijkheid, los van de (toekomstige) aandeelhouder. Dit volgt uit art. 2:239 lid 5 BW en is nader uitgewerkt door de Hoge Raad in de *Cancun*-beschikking.<sup>36</sup>

In de *PCM*-zaak heeft de OK vooropgesteld dat de aanzienlijke financiële belasting die het gevolg is van een LBO tot gevolg heeft dat het bestuur een belangenafweging dient te maken van de voor- en nadelen voor de vennootschap, waaronder die van financiële aard.<sup>37</sup> In de *Estro*-zaak is dit door de OK herhaald.<sup>38</sup> Het bestuur heeft onder meer tot taak om een "gedegen, integrale afweging van alle betrokken belangen bij de aan de overname onlosmakelijk verbonden financieringsconstructie" te maken. Een onafhankelijke, goed uitgewerkte rapportage is daartoe noodzakelijk.

Een bestuur dat zich te passief opstelt en de besluiten overlaat aan de (toekomstige) aandeelhouders, komt aan de eigen belangenafweging onvoldoende toe. In het verslag in de *PCM*-zaak merkten de onderzoekers op dat sprake was van een rijdende trein, waarbij uit het oog werd verloren dat ook moest worden gekeken of het toetreden van de nieuwe aandeelhouder en de voorwaarden waaronder dat zou gebeuren, wel in het belang van de vennootschap was.<sup>39</sup> Barneveld heeft opgemerkt dat het bestuur lijkt te hebben gedacht dat PCM alleen het object van de transactie was en niet ook partij. Hij wijst op het

30 Zoals genoemd in het als bijlage toegevoegde onderzoek bij *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, nr. 3, p. 5.

31 Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 (*Estro*), r.o. 2.11.

32 De OK stelt in r.o. 3.7 vast dat het bestuur ten tijde van de eerste adviesaanvraag niet bekend was met bepaalde aspecten van de financiering en dat het de OR daarover had moeten informeren.

33 R.o. 3.8.

34 H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005/201 en M.J. de Lignie, 'Private equity en fiscaliteit: over sweet equity, lucratieve belangen en loondiscussies', *Ondernemingsrecht* 2020/152.

35 Dit wordt ook opgemerkt door H.L. Kaemingk in zijn noot bij deze beschikking: Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 (*Estro*), *Ondernemingsrecht* 2020/48.

36 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde.

37 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010/189, m.nt. T. Stevens, r.o. 3.2.

38 R.o. 3.11.

39 W.J.M. van Anel & J. den Hoed, 'Onderzoeksrapport PCM', 12 december 2008, p. 179.

belang van een zelfstandige en onafhankelijke beslissing van het bestuur.<sup>40</sup> Ook Duynstee noemt in zijn noot bij de *Estro*-zaak dat de transactie niet boven het hoofd van de bestuurders mag gaan en dat een eigen belangenafweging essentieel is.<sup>41</sup>

Die belangenafweging van het bestuur komt terug in de adviesaanvraag die aan de OR moet worden voorgelegd. Dit volgt uit de WOR, waarin staat dat een overzicht van de beweegredenen en de gevolgen voor de onderneming bij de adviesaanvraag moet worden verstrekt.<sup>42</sup> In de *Estro*-zaak worden door de OK de beweegredenen van het bestuur in een adviesaanvraag eveneens uitdrukkelijk genoemd.<sup>43</sup> Teneinde een volledige adviesaanvraag te kunnen indienen, is om die reden essentieel dat het bestuur die belangenafweging van voor- en nadelen voor de vennootschap daadwerkelijk heeft gemaakt. Het is immers niet goed voorstelbaar dat een bestuur, zonder dat te doen, de OR juist en volledig kan informeren. Het is dus niet voldoende om in een adviesaanvraag alleen informatie van de koper over te nemen en dit aan de OR voor te leggen. De beweegredenen van het bestuur dienen hierin ook een plek te krijgen. Ontbreken deze, dan wordt in feite in een te vroeg stadium advies gevraagd. In dat geval kan de OR namelijk niet beoordelen of alle belangen in redelijkheid zijn afgewogen en of alternatieven voldoende aan de orde zijn geweest.<sup>44</sup> Er is dan nog geen sprake van een terdege uitgewerkt plan.<sup>45</sup>

Een adviesaanvraag dient sowieso goed gemotiveerd te zijn en voldoende informatie voor de OR te bevatten.<sup>46</sup> In de *Uniface*-beschikking wees de OK immers op het belang van de informatieverstrekking voor het kunnen uitoefenen van medezeggenschap. Er dient onder meer een voldoende gedocumenteerde adviesaanvraag te worden verstrekt.<sup>47</sup> Daarbij moet ook worden uitgelegd wat het verband is tussen de adviesaanvraag en de onderliggende documentatie. De OK hamerde er verder op dat de volledige adviesaanvraag met bijbehorende informatie al direct, dus bij aanvang van het adviestraject moet worden voorgelegd. Dit kon niet worden hersteld door later alsnog aanvullende informatie te geven.<sup>48</sup>

Kort en goed betekent dit dat een adviesaanvraag met bijbehorende documenten juist en volledig dient te zijn en dat de beweegredenen van het bestuur bij het voorgenomen besluit daarin dienen te zijn opgenomen. Toegepast op de *Estro*-zaak is relatief eenvoudig te duiden waar dit misging. Zo was er (nog) geen belangenafweging door het bestuur gemaakt toen de eerste adviesaanvraag werd ingediend, werd slechts verwezen naar bijlagen, werd de OR essentiële informatie onthouden en werden verkeerde veronderstellingen niet rechtgezet. Er was dus sprake van gebrekkige informatievoorziening aan de OR.

## 9. Praktijk

Lastiger is de vraag hoe dit in de praktijk kan worden voorkomen. De eerder aangehaalde tijdsdruk is bij veel transacties een realiteit. Ook zal het bestuur regelmatig in een *squeeze* tussen verkoper en koper verkeren en weinig ruimte krijgen voor eigen inbreng. Vaak dient het adviestraject met de OR voor de overdracht te worden afgerond en wordt daarom zo snel mogelijk een adviesaanvraag ingediend, waarin de (her)financiering vaak als een enkele paragraaf wordt meegenomen zonder nadere toelichting. Het gevaar is echter dat de belangenafweging dan door het bestuur nog niet is gemaakt en dat daarom de beweegredenen onvoldoende in de adviesaanvraag voor het voetlicht komen. Ook kan het zijn dat nog niet duidelijk is hoe de financiering precies vorm gaat krijgen. De adviesaanvraag wordt dan in feite te vroeg ingediend. De besluitvorming op het niveau van de vennootschap is nog niet compleet met het gevolg dat gebrekkige informatie aan de OR wordt verstrekt.

Te vroeg indienen van een adviesaanvraag moet dus worden voorkomen. In de *Uniface*-beschikking merkte de OK echter op dat "al direct" een volledige adviesaanvraag moet worden ingediend. Er is dus spanning tussen enerzijds de tijdsdruk van een transactie en anderzijds de noodzaak van een volledige adviesaanvraag. De OK merkt echter op dat het gebrek van een volledige adviesaanvraag "in dit geval" niet kon worden geheeld door latere informatieverstrekking aan de OR.<sup>49</sup> Hierin kan ruimte worden gevonden om wel van start te gaan met het adviestraject en vervolgens de OR steeds op te hoogte te houden van de belangenafweging die het bestuur maakt en de adviezen die het daarover inwint.<sup>50</sup> Pas als dat plaatje min of meer compleet is, kunnen de beweegredenen voor het (voorgenomen) besluit en de gevolgen daarvan aan de OR worden medegedeeld en kan de OR advies uitbrengen. Voorkomen kan zo ook worden dat informatie die later bekend wordt, niet wordt gedeeld met de OR.

40 J. Barneveld in zijn noot bij Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *Ondernemingsrecht* 2010/91.

41 D.J.F.E.M. Duynstee in zijn noot bij Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 (*Estro*), *JOR* 2020/144.

42 Art. 25 lid 3 WOR.

43 R.o. 3.8.

44 Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, *NJ* 1992/271.

45 Zoals opgemerkt door L.J.C. Sprengers in *T&C Arbeidsrecht*, art. 25 WOR, aant. 16.

46 Hof Amsterdam (OK) 24 mei 1984, *NJ* 1985/502.

47 Hof Amsterdam (OK) 10 oktober 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4123, *JOR* 2017/292, m.nt. D.F. Berkhout.

48 Zie over de inhoud van een OR-adviesaanvraag naar aanleiding van de *Uniface*-uitspraak ook A. Grimme & B. Kloppert, 'Uniface: (n)iets nieuws onder de zon?', *ArbeidsRecht* 2018/20 en J.W. Boelhouwer & E.T. Visser, 'De Unifacebeschikking en de gevolgen voor het signing protocol en andere corporate praktijken', *TAO* 2017/4, p. 181.

49 Hof Amsterdam (OK) 10 oktober 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4123, *JOR* 2017/292, m.nt. D.F. Berkhout, r.o. 3.7.

50 Een van de verwijten die de OK in de *Estro*-zaak maakt, is immers dat dit niet is gebeurd.

Naar aanleiding van de *Uniface*-beschikking is in de literatuur onder andere opgemerkt dat het maken van procesafspraken aan het begin van het verkoopproces, kan helpen om problemen te voorkomen.<sup>51</sup> Deze procesafspraken kunnen ook worden gebruikt voor de rol van de OR ten aanzien van de financiering en wel door daarin vast te leggen hoe en wanneer de OR wordt betrokken. Indien daarbij wordt aangesloten bij de besluitvorming van het bestuur ten aanzien van de financiering, en dus niet bij de besluitvorming van de koper, dan kan een gebrekkige adviesaanvraag worden voorkomen. Bovendien wordt dan recht gedaan aan de informatieplicht die uit art. 24 WOR volgt. De praktijk leert bovendien dat een OR die in de voorfase uitgebreid is geïnformeerd, snel tot een advies kan komen als het moment eenmaal daar is.

## 9.1 Aandachtspunten bestuur

Uit de besproken rechtspraak volgen de volgende handvatten. In de adviesaanvraag moeten de beweegredenen van het bestuur uiteengezet worden. Om dit te kunnen doen, is noodzakelijk dat het bestuur een mening vormt over het te nemen besluit. Daartoe is een belangenafweging noodzakelijk. Het besluit mag niet als *fait accompli* worden gezien. Als blijkt dat de OR op het verkeerde been is gezet, dan moet dit worden gecorrigeerd. Relevante informatie die na het indienen van de adviesaanvraag bekend wordt, moet met de OR worden gedeeld. Indien al is gestart met het adviestraject voordat het bestuur zich heeft verdiept in de overnamefinanciering en de gevolgen daarvan voor de doelvennootschap, dan zal dit aan de OR kenbaar moeten worden gemaakt en zal de relevante informatie steeds met de OR moeten worden gedeeld, zodat de OR dit kan meenemen in zijn advies.

In een recent artikel wijst De Vries op het belang van een stappenplan voor een bestuur van een doelvennootschap die betrokken is bij acquisitiefinanciering. Hij noemt een aantal onderdelen die daarin moet worden opgenomen. Als eerste is dat het medezeggenschapstraject, als tweede de belangenafweging die het bestuur moet maken en als derde de noodzaak van een onafhankelijk rapport van het bestuur en de ingeschakelde adviseurs.<sup>52</sup> Bij het volgen van een dergelijk stappenplan moet er rekening mee worden gehouden dat de tweede en derde stap dienen terug te komen in de eerste stap: het medezeggenschapstraject en het delen van de beweegredenen en bevindingen met de OR.

De onafhankelijke en zelfstandige rol die het bestuur moet innemen ten opzichte van de vennootschap, komt tot slot ook terug in de verantwoordelijkheid die bestaat jegens de OR. Van de bestuurder van de doelvennootschap kan

verwacht worden dat hij de verkoper en de koper wijst op een zorgvuldig te volgen medezeggenschapstraject.<sup>53</sup>

## 9.2 Aandachtspunten koper

Alhoewel de belangen van de koper en die van het bestuur van de doelvennootschap niet hetzelfde zijn, is de koper gebaat bij het verkrijgen van de doelvennootschap zonder mogelijke (terechte) claims van wanbeleid. De koper dient om die reden toe te zien op de besluitvorming van het bestuur van de doelvennootschap en het te volgen medezeggenschapstraject. De koper kan bijdragen tot een goed verloop daarvan door juiste en volledige informatie aan te leveren en het bestuur en de OR de tijd te gunnen die nodig is om tot een goede belangenafweging en een goed advies te komen.

Interessant, maar nog niet duidelijk is of in het vervolg van de *Estro*-zaak de OK zal ingaan op mogelijke verplichtingen van de toekomstige aandeelhouder. In de *PCM*-zaak maakte de OK de opmerking dat een private-equitypartij als koper niet alleen met de eigen belangen, maar ook met de belangen van de doelvennootschap rekening moet houden.<sup>54</sup> Het zou kunnen dat het aanleveren van onjuiste en onvolledige informatie en het op het verkeerde been zetten van de OR ook de toekomstige aandeelhouder wordt aangerekend. Dat is eens te meer reden om als koper toe te zien op een goed verloop van het medezeggenschapstraject. Dit zou kunnen door in een *signing protocol* explicietere afspraken op te nemen over de consultatie van de OR ten aanzien van de financiering dan nu meestal het geval is.

## 9.3 Aandachtspunten banken

In de financieringsdocumentatie staat vaak als *condition precedent* dat de OR een positief advies heeft gegeven. Banken vragen gewoonlijk om een *legal opinion*, waarin wordt bevestigd dat het adviestraject is doorlopen en afgerond met een positief advies. De *PCM*- en *Estro*-zaak illustreert echter dat een positief advies niet altijd een waarborg biedt en dat dit zeker niet het geval is als een OR onjuist en onvolledig wordt geïnformeerd. De kwaliteit van het adviestraject zou daarom tevens in ogenschouw moeten worden genomen. Dat zou betekenen dat wordt gekeken of de adviesaanvraag de juiste informatie bevat, de beweegredenen en gevolgen voor de onderneming daarin zijn opgenomen en de OR op basis van de juiste veronderstellingen advies heeft gegeven.

51 P.H. Burger & L.C.J. Sprenger, 'Zoals het heurt, is niet zoals het gebeurt', *Ondernemingsrecht* 2018/31.

52 J.T. de Vries, 'Ontwikkelingen in acquisitiefinancieringen, van kredietcrisis tot coronacrisis', *Ondernemingsrecht* 2020/151.

53 Hof Amsterdam (OK) 17 november 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:5232, *TRA* 2017/42, m.nt. I. Zaal.

54 Op grond van art. 2:8 BW. Zie hierover H.L. Kaemingk, 'Aandeelhoudersleningen in buy-outs na PCM en Estro: een afweging van voor- en nadelen', *Ondernemingsrecht* 2020/150 en J. Barneveld, 'PCM & private equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.

## 10. Conclusie

De zaken *PCM* en *Estro* laten de samenhang tussen een gebrekkige afweging van het vennootschapsbelang door het bestuur en een gebrekkig verlopen adviestraject bij de OR zien. Te vroeg starten met het adviestraject ten aanzien van de financiering kan tot gevolg hebben dat onjuiste of onvolledige informatie aan de OR wordt verstrekt. Als de belangenafweging niet (juist) wordt gemaakt, dan kunnen de beweegredenen voor het besluit bovendien niet aan de OR uiteengezet worden. Een bestuur dat een verkoop en bijbehorende financiering ziet als een *fait accompli*, kan het medezeggenschapstraject dus niet zorgvuldig vormgeven. Er wordt dan te veel geleund op informatie die van de koper komt, zonder zelf af te wegen wat dit voor de vennootschap betekent.

In de politieke discussie is aan de orde gekomen of een OR wel voldoende rechten heeft. Een OR heeft op grond van de WOR een uitgebreid instrumentarium tot zijn beschikking. Dit raakt echter niet de kern. Wordt de OR onjuist geïnformeerd en/of op het verkeerde been gezet, dan heeft hij betrekkelijk weinig aan dat instrumentarium. Dat heeft niet te maken met onderbenutting van rechten of een weerbarstige materie die te moeilijk zou zijn. De OR kan wel degelijk kritische vragen stellen, zoals bij PCM ook gebeurde<sup>55</sup> en op die manier eraan bijdragen dat het bestuur de rijdende trein laat stoppen op de halte belangenafweging. Het bestuur blijft echter altijd eindverantwoordelijk voor het medezeggenschapstraject en dient de OR volledig en juist te informeren. De spanning die bestaat met de tijdsdruk van een transactie kan worden opgelost door procesafspraken te maken en de OR mee te nemen in de besluitvorming.

Dit artikel ziet op een specifieke situatie: de overname van een vennootschap door een investeringsfonds en de bijbehorende financieringsstructuur. De eruit te trekken lessen ten aanzien van de afweging van het vennootschapsbelang en de beweegredenen die moeten terugkomen in een adviesaanvraag zijn echter breder van toepassing. Gedacht kan worden aan heronderhandelingen met geldverstrekkers en/of andere wijzigingen van de financieringsstructuur.<sup>56</sup>

55 W.J.M. van Andel & J. den Hoed, 'Onderzoeksrapport PCM', 12 december 2008. Zie ook J. Barneveld, 'PCM & private equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.

56 J.T. de Vries, 'Ontwikkelingen in acquisitiefinancieringen, van kredietcrisis tot coronacrisis', *Ondernemingsrecht* 2020/151.