

TILBURG UNIVERSITY, MASTER OF BUSINESSLAW



# Risicomanagement bij fusies en overnames

---

Voorkomen beter dan genezen?

---

Y.A.A. van der Schoot

Augustus 2014

# 1+1 = 3 ?

Fusies en Overnames gaan vaak te boek als 'mislukt'. Is dit te voorkomen?

### Persoonlijke gegevens auteur (informatiepagina)

Naam: Y.A.A van der Schoot  
Afstudeerrichting/Opleiding: Master of Businesslaw  
Universiteit: Universiteit van Tilburg  
ANR: 987259  
Scriptiebegeleider: Prof. Dr. C.F. van der Elst  
Afstudeerdatum: 27-08-2014



---

Quote: *'It's nice to have a little mystery in your marriage, but you better understand each other on the fundamentals'*<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> M. Zwilling, 'Investor Due diligence is Not Black Magic', in: *HBR Blog Network Harvard*, Juni 2010.

## Voorwoord

---

Voor u ligt de scriptie 'Risicomanagement bij fusies en overnames, '1+1 = 3?' ' in het kader van de Masteropleiding Ondernemingsrecht gevolgd aan Universiteit van Tilburg. Naar aanleiding van krantenartikelen over de fusie tussen ABN Amro en Fortis werd mijn interesse voor dit ontwerp gewekt. Ik stelde mezelf de vraag hoe het mogelijk is dat topbestuurders dergelijke 'inschattingsfouten' kunnen maken. De cijfers en uitspraken van auteurs liegen er niet om als gezegd wordt dat waarden zelden worden gecreëerd en in het casino de winstkansen hoger liggen.<sup>2</sup>

Nadrukkelijk heb ik gekozen voor dit onderwerp om niet alleen af te studeren, maar vooral om een bijdrage te kunnen leveren aan het meer succesvol maken van een fusie en overname voor het bestuur van een onderneming. Deze scriptie is dan ook geschreven met als doel en in het kader van het verbeteren van het fusie- en overnameproces. Het is geen panklaar advies waarmee bestuurders direct aan de slag kunnen, maar het is de eerste stap van een denkproces om 'hopelijk' uiteindelijk dat doel te bereiken. Enigszins moeilijk was het om met een niet bestaand onderwerp, maar een geheel nieuw idee van mij, deze scriptie te voltooien en het onderwerp concreet af te bakenen. Toch ben ik trots dat ik, ondanks het lastige proces, hopelijk een bijdrage kan leveren een proces om risicomanagement meer te laten meespelen in het fusie- en overname proces.

Met het schrijven van deze scriptie heb ik veel geleerd over het maken van een wetenschappelijk stuk, maar ook veel over mezelf. Om die reden wil ik dan ook graag een aantal mensen bedanken die een bijdrage hebben geleverd aan de totstandkoming van deze masterscriptie. Op de eerste plaats wil ik mijn scriptiebegeleider Prof. Dr. Van der Elst bedanken voor zijn begeleiding en de gesprekken die me uit hebben gedaagd om dit stuk neer te zetten. Bovendien wil ik mijn familie, vriend en vriendinnen bedanken voor hun steuntjes in de rug tijdens het gehele proces van mijn afstuderen.

Tilburg, 2014

Yvonne van der Schoot

---

<sup>2</sup> N. Dikstaal, '85 Procent van alle geregistreerde fusies is mislukt, '1 + 1 is ongelijk aan 2', in: *Computable*, 22 Maart 2002. Website: <<http://www.computable.nl/artikel/achtergrond/bankverzekeringswezen>>

## Inhoud

<b>VOORWOORD</b> .....	<b>3</b>
<b>AFKORTINGSLIJST</b> .....	<b>6</b>
<b>INLEIDING</b> .....	<b>7</b>
<b>1. DE FUSIE EN OVERNAME</b> .....	<b>12</b>
<b>2. REDENEN EN DE VALKUILEN VAN FUSIE EN OVERNAME</b> .....	<b>14</b>
2.1 STRATEGISCHE MOTIEVEN EN VALKUILEN .....	14
2.2 CULTUURVERSCHILLEN EN IT-INTEGRATIE.....	15
2.3 SYNERGIE.....	15
2.4 DUE DILIGENCE .....	16
2.5 GEVOEL EN EMOTIE .....	17
2.5.1 'Me-too effect' en 'minmax-spijt' theorie.....	17
2.5.2 'System 1', 'System 2' en 'Groupthinking'.....	19
<b>3. FASEN FUSIE- EN OVERNAMEPROCES</b> .....	<b>25</b>
3.1 'PRE-DEAL-', 'DEAL-', 'POST-DEAL-' FASEN .....	25
3.1.1 Predeal fase .....	25
3.1.2 Deal fase.....	26
3.1.3. Post deal fase .....	26
3.2. DUE DILIGENCE .....	26
3.3. RISICO'S IN DE FASEN VAN FUSIE EN OVERNAME .....	31
<b>4. WET- EN REGELGEVING VOOR HET BESTUUR INZAKE FUSIES EN OVERNAMES</b> .....	<b>35</b>
4.1 WETGEVING FUSIE EN OVERNAME.....	36
4.2 BETROKKEN PARTIJEN. (INTERNE VERANTWOORDING) .....	38
4.2.1 Raad van Commissarissen .....	38
4.2.2 Aandeelhouders .....	39
4.2.3 Werknemers.....	41
4.3. OVERIGE CODES REGELS EN RICHTLIJNEN.....	42
4.3.1 Richtlijnen .....	42
4.3.2 SER- Fusie gedragsregels .....	43
4.3.3. De Autoriteit Financiële Markten en de Nederlandse Bank.....	44
4.3.4. De Nederlandse Mededingingsautoriteit.....	44
<b>5. BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID BETREFFENDE FALENDE FUSIE EN OVERNAME</b> .....	<b>46</b>
5.1. DE TOETSING VAN BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID IN NEDERLAND(GEDRAGS- TOETSINGSNORMEN). .....	46
5.2 AANSPRAKELIJKHEIDSPROCEDURE OP BASIS VAN ART. 2:9 BW, ART. 2:138 BW EN ART. 6:162 BW .....	49
5.2.1. (Persoonlijk) ernstig verwijt in de interne en externe aansprakelijkheid?.....	49
5.2.2. Faillissementsaansprakelijkheid.....	54
5.2.3. Gedrags- en toetsingsnormen van (bestuurders) aansprakelijkheidsvormen .....	55

5.3.	ENQUÊTEPROCEDURE .....	57
<b>6.</b>	<b>TOETSING- EN GEDRAGSNORMEN VS: BUSINESS JUDGMENT RULE.....</b>	<b>64</b>
6.1	FIDUCIARY PLICHTEN .....	64
6.2	SMITH V. VAN GORKOM EN CAREMARK .....	65
6.3	INVOERING BJR IN NEDERLAND .....	66
<b>7.</b>	<b>RISICOMANAGEMENT .....</b>	<b>68</b>
7.1	KEUZE COSO RAAMWERK.....	68
7.2	RISICOMANAGEMENT IN HET KADER VAN HET COSO RAAMWERK .....	70
7.3	DE AANGEREIKTE HANDVATTEN .....	72
7.4	SPECIEFIEKE RISICO'S IN HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES .....	73
<b>8.</b>	<b>WET- EN REGELGEVING RISICOMANAGEMENT.....</b>	<b>75</b>
8.1	WETGEVING RISICOMANAGEMENT.....	75
8.2	NEDERLANDSE CORPORATE GOVERNANCE CODE EN RISICOMANAGEMENT (IN HET KADER VAN DE FUSIE EN OVERNAME) .....	76
<b>9.</b>	<b>BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID FALEND RISICOMANAGEMENT .....</b>	<b>80</b>
<b>10.</b>	<b>INTEGRATIE RISICOMANAGEMENT IN HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES .....</b>	<b>83</b>
10.1	RISICOMANAGEMENT EN INZICHT IN GEDRAG.....	83
10.2	RISICOMANAGEMENT EN INZICHT OP BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID .....	86
10.3	RISICOMANAGEMENT TEN OPZICHTE VAN DUE DILIGENCE IN HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES .....	89
<b>11.</b>	<b>RISICOMANAGEMENT INTEGREREN IN HET FUSIE- EN OVERNAMEPROCES?.....</b>	<b>95</b>
11.1	INTEGRAAL RISICOMANAGEMENT OF OP ZICH ZELF STAAND IN DE FUSIE EN OVERNAME? .....	95
11.2	RISICOMANAGEMENT, IN DE VORM VAN HET COSO RAAMWERK, ALS HANDVAT IN HET FUSIE EN OVERNAMEPROCES.....	95
11.3	RISICOMANAGEMENT EN BJR IN DE FUSIE EN OVERNAME .....	103
11.4	TOEPASSING VAN HET COSO RAAMWERK IN DE FUSIE EN OVERNAME .....	104
	<b>CONCLUSIE .....</b>	<b>109</b>
	<b>BIBLIOGRAFIE .....</b>	<b>115</b>
	<b>JURISPRUDENTIE.....</b>	<b>125</b>
	<b>BIJLAGE .....</b>	<b>128</b>

**Afkortingslijst**

---

AFM	Autoriteit Financiële markten
Art.	Artikel
AvA	Algemene vergadering van aandeelhouders
BJR	Business judgment rule
DNB	De Nederlandse Bank
HR	Hoge Raad
NMa	Nederlandse Mededingingsautoriteit
OK	Ondernemerskamer
OR	Ondernemingsraad
RvB	Raad van Bestuur
RvC	Raad van Commissarissen
SER	Sociaal Economische Raad
SFG	Sociaal Economische Raad fusiegedragsregels
WOR	Wet op Ondernemingsgraden

## Inleiding

---

Naar aanleiding van het nieuwsbericht over een communicatiefout dat 8 miljard euro heeft gekost in de *take over battle* van Fortis/ABN Amro<sup>3</sup> werd mijn interesse gewekt om te onderzoeken of voorkomen kan worden dat door middel van het hanteren van risicomanagement fusies en overnames mislukken. Om die reden heb ik besloten een wetenschappelijk onderzoek uit te voeren naar de manier waarop risicomanagement van toegevoegde waarde kan zijn voor het bestuur in de fasen van het fusie- en overnameproces. Aandeelhouders stellen zich steeds actiever op en maken meer gebruik van hun rechten. Dit leidde in sommige gevallen tot conflicten die terecht zijn gekomen bij de Ondernemingskamer (hierna: OK) en de Hoge Raad (hierna: HR). Uit onderzoek blijkt, dat bij 60 tot 85 procent van de fusies en overnames de vooraf gestelde doelen niet worden behaald. Hoofdoorzaak hiervan is het te laat of slechts gedeeltelijk uitvoeren van het integratieproces waardoor de beoogde synergie niet wordt behaald en aandeelhouderswaarde vermindert.<sup>4</sup>

Onderzocht zal worden of de wet voldoende maatregelen treft voor het bestuur om te komen tot een degelijk fusie- en overnameproces. De vraag is of er voldoende handvatten zijn geboden aan de Raad van bestuur (hierna: het bestuur) die leiden tot een succes van een fusie en overname. Immers zijn partijen tijdens het fusie- en overnameproces gehouden aan heel wat regels, codes, richtlijnen en wet- en regelgeving. Een alomvattend handvat dient dan, mijns inziens, ook geboden te worden aan het bestuur om een degelijke fusie en overname te doen waardoor bestuurdersaansprakelijkheid bovendien kan worden beperkt. Door middel van een risicomanagementmodel wordt de mogelijkheid geboden om de valkuilen juist onder ogen te komen in de fasen van het fusie- en overnameproces. Het doel van dit model is inzichtelijk te krijgen wat de waarschijnlijkheid is dat risico's zich voordoen, zodat de juiste maatregelen getroffen kunnen worden en dus een beter inzicht wordt verschaft over de potentiële valkuilen. De bestuurdersaansprakelijkheid zou beperkt kunnen worden, omdat het bestuur heeft voldaan aan hun zorg(vuldigheids)plicht en mogelijk de onderzoeksplicht en mededelingsplicht dat valt af te leiden uit het risicomanagementmodel. De manier waarop keuzes zijn gemaakt, zijn immers in beginsel nog geen reden tot aansprakelijkheid of wanbeleid.

---

<sup>3</sup> R. Giebels, 'Staat betaalde 8 miljard euro teveel voor Fortis/ABN Amro', in: *Volkscrant*, 26 Januari 2012.

<sup>4</sup> Postfusie integratie, Website: Berenschot < <http://www.berenschot.nl/expertise-diensten/fusies-overnames/postfusie-integratie/>>

Mijns inziens wordt veelal gekeken naar de financiële risico's, de schaalvergroting en synergievoordelen. Achteraf blijkt dat synergievoordelen niet behaald kunnen worden en schaalvergroting overschat is. Onvoldoende rekening wordt gehouden met aansluiting van IT-systemen en cultuurverschillen van bedrijven. Met dit onderzoek wil ik de praktijk en de theorie naast elkaar leggen om te analyseren in hoeverre het mogelijk is deze 'fouten' te voorkomen, waardoor synergievoordelen sneller worden behaald, aandeelhouders tevreden zijn en het bestuur minder snel kan worden afgerekend op een bepaalde beslissing die zij hebben genomen.

Naar aanleiding van het bovengenoemde dilemma en de hoge cijfers van falende fusies en overnames wordt dan ook in deze scriptie onderzocht of risicomanagement van invloed kan zijn op het succesvol fuseren en overnemen. Om die reden is dan ook de probleemstelling van deze scriptie:

*'Op welke manier kan risicomanagement van betekenis zijn voor het slagen van een fusie en overname en kan een degelijk risicomanagement een bijdrage leveren aan het voorkomen van aansprakelijkheid indien de fusie en overname faalt?'*

Voor de beantwoording van de bovengenoemde probleemstelling worden meerdere deelgebieden geraakt, zoals fusies en overnames en risicomanagement. Daarom zal in dit onderzoek getracht worden telkens een verband te leggen naar de deelgebieden, zodat voor de lezer duidelijk wordt waarom bepaalde informatie van belang is voor dit onderzoek. Hiermee wordt bedoeld, dat bij de analyse over fusies en overnames gerefereerd zal worden naar de rol van risicomanagement en andersom. Voor de beantwoording van de probleemstelling is deze scriptie onderverdeeld in drie onderdelen. Om te beginnen zal de fusie en overname worden besproken, vervolgens het risicomanagement en tot slot zal onderzocht worden of integratie van beide onderdelen van toegevoegde waarde is voor het fusie- en overnameproces. De onderzoeksvragen zijn dan ook:

Fusies en overnames:

- Waarom beslissen ondernemingen samen te gaan als in een fusie en overname en wat zijn de voornaamste redenen dat fusies en overnames mislukken?
- Op welke manier verloopt het fusie- en overnameproces en welke risico's openbaren zich in deze fasen?



- Waar dient een bestuurder van een rechtspersoon zich aan te houden op het gebied van de wet- en regelgeving inzake fusies en overnames?
- Wat zijn de gevolgen voor het bestuur in geval van falende fusie en overname? Op welke gronden wordt het bestuur en de commissarissen aansprakelijk gesteld in het kader van falende fusies en overnames?
- Op welke manier zijn de gedrags- en toetsingsnormen in Nederland gevormd en hoe is dit geregeld volgens de business judgment rule?

#### Risicomanagement:

- Wat is risicomanagement en welke handvatten zijn aangereikt om de specifieke risico's in het fusie- en overnameproces te ondervangen?
- Waar dient een bestuurder van een rechtspersoon zich aan te houden op het gebied van de wet- en regelgeving inzake risicomanagement?
- Wat zijn de gevolgen voor het bestuur in geval van falend risicomanagement? Op welke gronden wordt het bestuur en de commissarissen aansprakelijk gesteld in het kader van falend risicomanagement?

9

#### Integratie van risicomanagement en fusies en overnames

- Op welke manier kan risicomanagement van toegevoegde waarde zijn voor inzicht in gedrag van het bestuur?
- Op welke manier kan risicomanagement van toegevoegde waarde zijn voor bestuurdersaansprakelijkheid in het kader van falende fusies en overnames?
- Op welke manier verschilt risicomanagement ten opzichte van het due diligence onderzoek?
- Biedt risicomanagement in het specifieke fusie- en overnameproces een handvat voor het bestuur om de fusie en overname eerder te doen slagen?

In de volgende hoofdstukken wordt onderzocht wat de redenen zijn voor ondernemingen om te fuseren en over te nemen en wat de voornaamste valkuilen zijn. Deze informatie is van belang voor de vraag of de bestaande regels, codes en richtlijnen voldoende borging bieden voor het goed laten verlopen van het fusie- en overnameproces. Daarom zal gekeken worden uit welke fasen het fusie- en

overnameproces bestaan, zodat geanalyseerd kan worden in welke mate risicomanagement hier een rol in kan spelen. Vervolgens zal onderzocht worden waar het bestuur zich in het kader van de fusie en overname aan dient te voldoen op basis van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Immers is dit van belang voor de gevolgen voor het bestuur in geval fusies en overnames de stempel 'mislukt' krijgt en de vraag op welke gronden het bestuur aansprakelijk dan wel ter verantwoording kan worden geroepen in het kader van falende fusies en overnames. Tevens zal onderzocht worden op welke gronden het bestuur gehouden is risicomanagement toe te passen binnen de onderneming. De focus zal hier worden gelegd op het COSO raamwerk. Ook de manier waarop de rechter toetst in geval van wanbeleid of aansprakelijkheidskwesties op grond van art. 2:138/248, art. 2:9 en art. 6:162 BW en de mate waarin het gebruik van aantoonbaar risicomanagement de aansprakelijkheid zou kunnen beperken, levert een bijdrage aan de beantwoording van de probleemstelling of risicomanagement een bijdrage kan leveren aan het fusie- en overnameproces. Aan de hand daarvan wordt onderzocht of de wet, codes, richtlijnen en handvatten die geboden zijn voldoende borging bieden voor zowel de rechter als het bestuur om de valkuilen te voorkomen of dat de wet juist de beleidsvrijheid van het bestuur (enigszins) beperkt. Tot slot zal het COSO raamwerk als vorm van risicomanagement worden toegepast op het specifieke fusie- en overnameproces om te analyseren of dit een handvat is voor het bestuur waarmee voorkomen kan worden dat fusies en overnames falen en het bestuur minder snel dan wel niet aansprakelijk gesteld wordt door betrokkenen.

Risicomanagement, met als model het COSO raamwerk, wordt tot op heden vooral gebruikt als intern beheersings- en controlesysteem. In dit onderzoek zal met een 'out of the box' gedachte worden onderzocht of het gebruik van risicomanagement tijdens het fusie- en overnameproces een handvat kan zijn voor het bestuur om de fusie en overname eerder tot een succes doet leiden. De gedachtegang van de toepassing van het COSO raamwerk als intern beheersings- en controlesysteem dient dan ook te worden losgelaten.

Iedere fusie en overname zijn verschillend. Niet alleen de rechtsvorm, maar ook het onderscheid in de profit- en non-profit sector en de verschillen door geografische ligging van partijen spelen een rol. Het proces van de fusie tussen stichtingen of een overname in beursgenoteerde vennootschappen zijn verschillend. In deze scriptie wordt geen onderscheid gemaakt in het soort sector en rechtsvorm, omdat dit niet van belang is voor de vraag of risicomanagement een uitkomst kan bieden in het slagen van

fusies en overnames. In deze scriptie wordt de focus gelegd op de BV en NV.

Van de lezers van dit rapport wordt er vanuit gegaan, dat zij over basiskennis beschikken van het ondernemingsrecht en risicomanagement.

De onderzoeksmethode van deze masterscriptie is voornamelijk kwalitatief van aard waarin een analyse wordt gemaakt van de huidige literatuur en daarmee met een ontwerp ter verbetering komt. Een groot deel van de scriptie zal bestaan uit een literatuurstudie in verband met fusies en overnames en een literatuurstudie in verband met risicomanagement. Hierin wordt ingegaan op de rol van het bestuur. Niet zal ingegaan worden op de rol van de Raad van Commissarissen, aandeelhouders, accountants, werknemers aansprakelijkheden en verantwoordelijkheden. Ook zal niet (uitgebreid) worden ingegaan op de Wet Financieel Toezicht, Code banken, SER-fusiegedragsregels, AFM en Europese richtlijnen. Dit zal, indien nodig, slechts kort worden aangestipt, omdat dit onvoldoende van toegevoegde waarde is voor deze scriptie. In deze scriptie wordt vooral de focus gelegd op fusies en overnames tussen rechtspersonen waar het bestuur een grote rol in speelt. Hedge fondsen hebben een andere invalshoek in het fusie- en overnametraject en zullen niet expliciet besproken worden.

Gekozen is voor een zowel juridisch, economisch als psychologisch perspectief voor de benadering in hoeverre risicomanagement van toegevoegde waarde kan zijn in het fusie- en overnameproces. De reden hiervoor is dat met de brede aanpak van risicomanagement een louter juridisch onderzoek een tekortkoming zal zijn voor de toepassing hiervan in het fusie- en overnameproces.

## 1. De Fusie en Overname

---

In de wet is een omschrijving opgenomen van de juridische fusie in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Art. 2:309 BW omschrijft de juridische fusie als: *”de rechtshandeling van twee of meer rechtspersonen waarbij een van deze het vermogen van de andere onder algemene titel verkrijgt of waarbij een nieuwe rechtspersoon die bij deze rechtshandeling door hen samen wordt opgericht, hun vermogen onder algemene titel verkrijgt.”* De overname is hier niet in vernoemd.

Veelal wordt fusie en overname in een zin genoemd terwijl hier wezenlijke verschillen inzitten. Met regelmaat wordt gesproken van fusie terwijl, gekeken naar de nuanceringen, hier vaak een overname wordt bedoeld. Eén van de redenen waarom toch van fusie wordt gesproken is om de negatieve ondertoon van het woord ‘overname’ te vermijden.<sup>5</sup> De nuanceringen liggen vooral in de (on)gelijkwaardigheid en daarmee de omvang van de onderneming evenals het behoud of verlies van de zelfstandigheid en het behoud van de eigen identiteit bij het samengaan.

Auteur Roest geeft een nuance aan de begrippen fusie en overname. Bij fusies gaan vaak gelijkwaardige partijen samen, terwijl bij een overname sprake is van verkrijging van zeggenschap over een kleinere onderneming door een andere (grotere) onderneming.<sup>6</sup> Koopal geeft in zijn artikel een opmerkelijke uitleg van de verschillen tussen de begrippen fusie en overname. Koopal is van mening dat niet de omvang bepalend is voor de ondernemingen die samengaan. Tenslotte is het niet ongebruikelijk, dat een grotere onderneming wordt overgenomen door een kleinere onderneming. Het onderscheid ligt daarom niet in de omvang, maar in het behoud of verlies van de identiteit van de ondernemingen. Van overname is sprake indien de overnemende partij haar zelfstandigheid behoudt en de overgenomen partij opgaat in de overnemer. De fusie daarentegen heeft als gevolg dat de betrokken ondernemingen in beginsel hun identiteit verliezen en samengaan in een nieuw opgerichte entiteit.<sup>7</sup>

Naar aanleiding van het bovenstaande en de in de wet omschreven juridische fusie, zie ik als schrijver een overstijgende omschrijving van de fusie en overname dan louter de omschrijving van art. 2:309 BW. Onder fusie en overname versta ik om die reden dan ook in deze scriptie: ‘het samengaan van

---

<sup>5</sup> D. van der Sluis, ‘Verschil tussen fusies en overnames, fusies en overnames worden vaak gebruikt als synoniem’, Website: <[www.fusiesenovernames.nl/verschil-fusies-en-overnames.html](http://www.fusiesenovernames.nl/verschil-fusies-en-overnames.html)>

<sup>6</sup> J. Roest, *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten*, Deventer: Kluwer 1996, p. 191.

<sup>7</sup> M.A. Koopal, ‘Methoden van fusie’, in: *dossier nr. 47*, juli 2001.

ondernemingen waar in economisch opzicht een eenheid wordt gevormd en concentratie van zeggenschap plaatsvindt, waarin fusie wordt gezien als het samengaan van partijen op basis van gelijkwaardigheid waar een nieuwe identiteit wordt opgericht en overname op basis van ongelijkwaardigheid waar de overnemende partij de eigen identiteit behoudt en de overgenomen partij de identiteit verliest.'

Enige noodzaak om te vermelden is dat in dit onderzoek in beginsel niet gekeken wordt naar de (on)gelijkwaardigheid dan wel het behoud van zelfstandigheid van partijen die samengaan als in een fusie of overname, evenals het onderscheid in binnenlandse en grensoverschrijdende fusies en overnames. Andere samenwerkingsvormen zullen dan ook buiten beschouwing worden gelaten. In beginsel ben ik als schrijver van mening dat risicomanagement zowel toepasbaar is op de fusie als overname.

## 2. Redenen en de valkuilen van Fusie en Overname

---

Alvorens bekeken wordt in welke mate risicomanagement van invloed kan zijn in het fusie- en overnameproces, is van belang om te weten waarom het bestuur van een onderneming beslist over te gaan tot een fusie of overname. Bovendien is voor dit onderzoek de reden(en) van het falen van fusies en overnames een belangrijk aspect voor de vraag of risicomanagement een bijdrage kan leveren aan het voorkomen van dit falen.

Een aanleiding voor het schrijven van deze scriptie is dat ongeveer 15 procent van alle grote fusies en overnames een negatieve waarde oplevert, ongeveer 70 procent levert niets op en slechts 15 procent van de fusies levert wel waarde op. Dit zijn de woorden van prof. Dr. H. Schenk in zijn onderzoek naar de verwachtingen van de synergie in ruim 6000 fusies en overnames. In ruim 85 procent van de fusies en overnames wordt niet aan de verwachtingen voldaan. 60 procent van de overgenomen bedrijven worden dan ook binnen 10 jaar weer verkocht.<sup>8</sup> Deze cijfers zeggen veel over de discussie omtrent fusies en overnames en vormen daarom een mooi startpunt voor dit onderzoek naar verbetering.

Het doen van een fusie of overname heeft tal van uiteenlopende motieven en valkuilen die een dergelijk complex proces met zich meebrengt. Hier zal kort worden ingegaan op de motieven voor een onderneming om te beslissen samen te gaan alsmede op de valkuilen die ertoe kunnen leiden, dat fusies en overnames uiteindelijk niet het gewenste effect opleveren en te boek gaan als 'mislukt'. McCarthy concludeerde onder andere naar aanleiding van zijn onderzoek naar 35.000 fusies dat, als de wetgeving verandert en het een fusie of overname mogelijk maakt, deze omstandigheden vaak een fusie of overname rechtvaardigen. Als dan nauwkeuriger wordt gekeken, blijkt dat er geen sprake is van nieuwe omstandigheden, maar dat het bestuur wil groeien.<sup>9</sup>

### 2.1 Strategische motieven en valkuilen

In beginsel kan gezegd worden, dat de motieven voor het samengaan van partijen zowel strategisch als niet strategisch van aard kunnen zijn. Overkoepelend aan de strategische redenen zijn het creëren van aandeelhouderswaarde en groei de voornaamste motieven van partijen om over te gaan tot een fusie of

---

<sup>8</sup> E.J.J. Schenk, *The Merger Paradox. Determinants and Effects*, In Ch Wankel (Ed.), *21st Century Management*, A Reference Handbook, Los Angeles: Sage 2008.

<sup>9</sup> K. McCarthy, 'Failed mergers often caused by overconfident managers', in: *Global Corporate Governance Research Initiative*, 11 Mei 2011.

overname. Zo geeft Virani aan dat de fusie voornamelijk is gericht op het creëren van aandeelhouderswaarde door synergie, schaalvergroting, betere concurrentiepositie, globalisering en diversificatie.<sup>10</sup> Door het marktaandeel te vergroten kunnen partners goedkoper inkopen en de producten of diensten op meerdere locaties aanbieden. Hierdoor nemen de gemiddelde kosten af door een grotere productie. Op basis hiervan wordt een meerwaarde voor aandeelhouders gecreëerd.<sup>11</sup>

## **2.2 Cultuurverschillen en IT-integratie**

Aandeelhouderswaarde wordt vaak niet of ten delen gecreëerd doordat bijvoorbeeld grote verschillen in cultuur moeilijk overbrugbaar zijn. Ook hoger ingeschatte kosten van de integratie van IT-systemen leiden ertoe dat synergievoordelen niet worden behaald.<sup>12</sup> Één van de problemen is dat bestuurders, vooral als beide partijen vergelijkbare bedrijfsactiviteiten verrichten, de veronderstelling hebben ‘hetzelfde’ te zijn en daarmee de noodzaak onderschatten van het analyseren van onder andere cultuurverschillen. Als bestuurders goed met elkaar overweg kunnen krijgen zij de illusie dat ook de werknemers van beide organisaties daardoor op eenzelfde manier met elkaar omgaan. Dit blijkt niet zo te zijn, want het is onmogelijk dat twee organisaties een identieke cultuur kennen. Het is niet ongewoon om de cultuur te nemen van de verkoper, maar vaak wil men het beste van beiden.<sup>13</sup> Uit voorgaande overnames is ook gebleken, dat de dominante cultuur niet altijd de beste pasvorm is voor de transactie. In fusies en overnames die succesvol zijn verlopen valt ook te concluderen, dat zij de veronderstelling hebben dat ‘the best of both worlds’ over cultuur niet opgaat.<sup>14</sup> Ook met betrekking tot de integratie van IT zijn volgens McKinsey verbeteringen nodig en worden deze aspecten zelden in het due diligence onderzoek opgenomen.<sup>15</sup>

## **2.3 Synergie**

Ongeveer 70 procent van de fusies en overnames waarvan McKinsey in deel uitmaakte, hebben niet de verwachte synergie voordelen behaald. De inschatting van groei naar aanleiding van de fusie en overname faalt ook wegens het niet inschatten van de dis-synergie. McKinsey concludeert, dat als de synergie binnen het jaar na consolidatie nog niet een dermate doorgang heeft gevonden een kleine kans

<sup>10</sup> V. Virani, ‘Mergers and Acquisitions – A Case of System Failure’, in: *R.K. College of Business Management*, Augustus 2007.

<sup>11</sup> H.J.C. Bakker, *Achter de schermen, de balanceerkunst van de commissaris bij fusies en overnames*, Scriptum, Juni 2002.

<sup>12</sup> M. Batelaan en F. van Essen, *Het fusiehandboek, Maak fusies en overnames tot een success*, Pearson Education Benelux 2006, p 25-27.

<sup>13</sup> C. Deutsch en A. West, ‘A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges’, in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>14</sup> A. Argawal, C. Ferrer en A. West, ‘When big acquisitions pay off, Some are quietly creating value that doesn’t make the headlines. Here’s how’, in: *McKinsey Quarterly*, Mei 2011.

<sup>15</sup> H. Sarrazin en A. West, ‘Understanding the strategic value of IT in M&A, Many mergers don’t live up to expectations, because the stumble on the integration of technology and operations But a well-planned strategy for IT integration can help mergers succeed’, in: *McKinsey Quarterly*, Januari 2011.

is dat deze nog behaald gaat worden.<sup>16</sup> Zo kan de potentiële synergie leiden tot waarde vermindering als deze is overschat of als de implementatierisico's van de potentiële synergie zijn onderschat.<sup>17</sup> Een grote faalfactor is dan ook dat de synergievoordelen niet worden behaald en daardoor onvoldoende aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd en het marktaandeel daalt. Ondanks de vele gedane fusies en overnames die op papier financieel en strategisch interessant lijken, blijken in realiteit toch te leiden tot een teleurstelling.<sup>18</sup>

Zo zijn er een aantal spraakmakende zaken waar de conclusie getrokken kan worden dat de beslissing om samen te gaan, door middel van een fusie of overname, niet heeft geleid tot een waardestijging. Onder meer de overname van Endemol door Telefonica is hier een voorbeeld van, waar bleek dat de synergie niet werd behaald en het bedrijf gedeeltelijk weer naar de beurs ging. En de beoogde overname van ABN Amro door Barclays waar 100 miljoen is betaald aan advieskosten, maar de overname uiteindelijk niet door ging.<sup>19</sup> Prof. Dr. Schenk concludeerde zelfs dat fusies en overnames de economische groei doen afnemen doordat transacties niets opleveren en financiers zich terugtrekken. Dit leidt uiteindelijk tot herstructureringen, saneringen en ontslagen.<sup>20</sup>

#### **2.4 Due diligence**

Indien partijen de eigen economische en financiële zaken goed op orde hebben, wil dit niet zeggen dat dit altijd leidt tot succes. Zo zegt Gilkey dat het aantal mislukte fusies zo hoog ligt, omdat vooral wordt gekeken naar de financiële 'fit'. Dit terwijl Gilkey van mening is dat juist het psychologische aspect en de culturele aspecten als primaire basis gezien moeten worden om een fusie of overname te doen slagen, ook wel culturele 'fit'.<sup>21</sup> Doordat partijen vaak afzien van de culturele/human due diligence wegens hoge kosten en tijdsduur, leidt dit tot een aanzienlijke mate van falen.<sup>22</sup> Dit terwijl gedacht zou kunnen worden dat de kosten tijdens de integratiefase hoger zijn vanwege grote culturele verschillen dan de kosten voor de culturele due diligence. Ook is gebleken, dat vaak in de integratie de operationele aspecten en technologie achterwege zijn gelaten vanwege het feit dat deze onvoldoende aandacht

<sup>16</sup> S. A. Christofferson, R.S. McNish e.a., 'Where mergers go wrong, Most buyers routinely overvalue the synergies to be had from acquisitions. They should learn from experience', in: *McKinsey Quarterly*, Mei 2004.

<sup>17</sup> M. Batelaan en F. van Essen, *Tien manieren om fusies te verknoeien: het inschatten en realiseren van synergie bij fusies en overnames*, Schiedam: Scriptum management 2000, p. 31.

<sup>18</sup> R.N. Ashkenas, L.J. DeMonaco en S.C. Francis, 'Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions', in: *Harvard Business Review*, Januari 1998.

<sup>19</sup> P. van der Kwast, 'Waarom bedrijven het fuseren niet kunnen laten', 23 maart 2011 Website: <<http://www.intermediar.nl/vakgebieden/management/waarom-bedrijven-het-fuseren-niet-kunnen-laten>>

<sup>20</sup> M. Rohlof, 'Prof. dr. Hans Schenk: 'Succes overnames gering', in: *Financieel-management.nl*, 8 juni 2010.

<sup>21</sup> R. Gilkey, 'The psychodynamics of upheaval: intervening in merger and acquisitions transitions, Kets de Vries, M.F.R., *Organizations on the Couch*', San Francisco, CA: Jossey-Bass 1991.

<sup>22</sup> V. Virani, 'Mergers and Acquisitions – A Case of System Failure', in: *R.K. College of Business Management*, Augustus 2007.



hebben gekregen in het due diligence onderzoek.<sup>23</sup> Zo is Brink van mening, dat in de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: NCGC) opgenomen zou moeten worden dat het verrichten van een acquisitie zonder naar vermogen een due diligence onderzoek uit te voeren in beginsel niet aanvaardbaar is.<sup>24</sup> Het due diligence onderzoek wordt uitgebreider besproken in het volgende hoofdstuk.

## **2.5 Gevoel en emotie**

Naast bovengenoemde strategische redenen en valkuilen voor bestuurders bij fusies en overnames, spelen ook emoties een grote rol. Bestuurders die de dreiging voelen om overgenomen te worden, nemen zelf de beslissing om samen te gaan om zo de concurrent voor te blijven. Andere motieven voor een bestuurder kunnen zijn dat hij toe is aan een nieuwe uitdaging, het zogeheten ‘me-too’ effect van Schenk.<sup>25</sup> Hiermee wordt bedoeld, dat bestuurders het gevoel krijgen ook op zoek te moeten gaan naar een overnamekandidaat of fusiepartner om te voorkomen dat ze de concurrentiestrijd niet aankunnen. Hierdoor ontstaat dan ook vaak een fusie- en overnamegolf.

Het komt ook voor dat een bestuurder voor zijn pensioen nog een daad wil stellen of zichzelf wil bewijzen; het welbekende ‘Zonnekoninggedrag’.<sup>26</sup> Tevens kan het verhogen van het eigen inkomen een motief zijn, doordat de omvang van het bedrijf vaak ook het inkomen bepaalt.<sup>27</sup> In een brief geschreven door de Britse Financial Services Authority die in de NCGC is opgenomen, is aangegeven dat het beloningsbeleid niet strookt met een gezonde risicobeheersing en daarmee heeft bijgedragen aan de kredietcrisis. Er werden teveel prikkels gegeven dat ertoe heeft geleid dat grotere risico’s werden genomen die ten koste gingen van aandeelhouders en de vennootschap.<sup>28</sup>

### **2.5.1 ‘Me-too effect’ en ‘minmax-spijt’ theorie**

Een voorbeeld van een emotionele reden om samen te gaan, geeft dhr. Rijnders weer in het artikel van

<sup>23</sup> H. Sarrazin en A. West, ‘Understanding the strategic value of IT in M&A, Many mergers don’t live up to expectations, because the stumble on the integration of technology and operations But a well-planned strategy for IT integration can help mergers succeed’, in: *Mckinsey Quarterly*, Januari 2011.

<sup>24</sup> M. Brink, *Due diligence, een beschouwing over het due diligence onderzoek volgens het Nederlands recht (serie monografieën vanwege het Center for Company Law)*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

<sup>25</sup> P. van der Kwast, ‘Waarom bedrijven het fuseren niet kunnen laten’, 23 maart 2011 Website: <  
<http://www.intermediair.nl/vakgebieden/management/waarom-bedrijven-het-fuseren-niet-kunnen-laten>>

<sup>26</sup> P. Stoele, ‘Fuseren/samenwerken: doen of niet?’, in: *Accountant Adviseur*, December 2009, P 44-45.

<sup>27</sup> E.J.J. Schenk, *The Merger Paradox. Determinants and Effects*, In Ch Wankel (Ed.), *21st Century Management*, A Reference Handbook, Los Angeles: Sage 2008, p. 345-354.

<sup>28</sup> J. Frijns ea., *Monitoring Commissie Corporate Governance Code, ‘De Nederlandse Corporate governance code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen’ 2008*, p. 49.

de Volkskrant over de fusie tussen Shering- Plough en Merck. In het artikel van de Volkskrant over deze zaak zegt Rijnders, vicepresident R&D bij Shering-Plough, dat als Organon niet was overgenomen, maar zelfstandig verder was gegaan ook moeilijke tijden had beleefd. Rijnders: “zelfstandig had Organon zeker ook moeilijke tijden beleefd. Wie zegt dat we dan uiteindelijk ook niet waren overgenomen?”<sup>29</sup> Deze uitspraak is een van de redenen waarom fusies en overnames mislukken, namelijk het gevoel iets te moeten doen en niet af te wachten ('me-too'). Professor Schenk kent dan ook de 'minmax- spijt' theorie. Dit betekent, dat bij een fusie- en overnamegolf twee opties zijn waar in beide gevallen een 'spijt' factor aan verbonden is. Zo bestaat de optie om niets te doen waardoor het risico wordt gelopen om zelf overgenomen te worden of de optie om zelf te gaan fuseren. De kans, dat de fusie of overname succes heeft, is klein, maar als dit ook bij andere organisaties gebeurt, ondervind je als onderneming geen concurrentienadeel. In beide gevallen is er sprake van spijt. Als de partij zelf overgenomen wordt of concurrentienadeel ondervindt heeft hij spijt niet te hebben meegedaan. Als hij wel heeft meegedaan door zelf te fuseren heeft de partij achteraf spijt wel te hebben meegedaan, omdat de onderneming hoogstwaarschijnlijk met een negatieve waarde zit.<sup>30</sup> Rijnders geeft met zijn uitspraak aan dat zij voor optie twee hebben gekozen, namelijk zelf op pad gaan in plaats van overgenomen worden. Nu blijkt dat Merck geen interesse heeft in Organon, kan met een zekere terughoudendheid gezegd worden dat deze fusie geen (volledig) succes is geweest. Als men met een risicoanalyse had gekeken naar de 'hoeveelheid' spijt Organon zou krijgen, door wel of niet mee te doen hadden zij wellicht een andere keuze gemaakt.

Bovendien is uit een artikel van Harvard University gebleken, dat bestuurders die, naarmate een patroon wordt ontwikkeld, beter worden in het doen van fusies en overnames. De meeste fusies en overnames zijn 'one time events' oftewel eenmalig en er zijn maar weinig bestuurders die een patroon ontwikkelen door het doen van meerdere fusies en overnames. Vaak wordt het door bestuurders niet gezien als een proces, maar als een activiteit dat eindigt. Dit komt door het feit, dat fusies en overnames veelal worden gezien als een pijnlijke en angstige ervaring waarin banen op het spel staan, verschuiving van macht plaatsvindt en andere stressvolle situaties kunnen ontstaan. In het artikel van Mckinsey wordt dit

<sup>29</sup> C. Vos, 'Onzekerheid Organon na overname', in: *Volkskrant*, 7 juni 2009. Website: <www.volkskrant.nl> Onzekerheid Organon na overname.

<sup>30</sup> W. Nijeboer, 'H. Schenk: Fusiegolven eindigen in recessive, vijandige overnames', in: *Twentevisie* 01/2001.

aangeduid met: “no wonder most managers think about how to get them over with – not how to do them better next time”.<sup>31</sup>

### **2.5.2 ‘System 1’, ‘System 2’ en ‘Groupthinking’**

Bedrijven zijn op zoek naar een manier om de vaardigheden van het doen van fusies en overnames, en het vermogen om te beoordelen en te integreren om het doel te behalen, te verbeteren.<sup>32</sup> De verschillende visies in het nemen van beslissingen bij bestuurders kan leiden tot verwarring, wat zich kan vertalen tot een machtsstrijd. Bestuurders stellen daardoor het nemen van beslissingen uit of worden hierin geblokkeerd. Integratie wordt hierdoor gestagneerd en de productiviteit neemt af.<sup>33</sup> Managers, bestuurders en andere leidinggevendenden hebben moeite met het nemen van beslissingen en staan onvoldoende stil bij het complexe proces van de fusie en overname. Interessant in dit verhaal is de manier waarop bestuurders, managers en leidinggevendenden denken in dit proces en de keuzes die hierin worden gemaakt.

Kahneman, psycholoog en Nobelprijswinnaar in economics, heeft onderzoek gedaan naar het automatische denkpatroon van de mens.<sup>34</sup> Kahneman heeft daarvoor de theorie van ‘system 1 thinking’ en ‘system 2 thinking’ ontwikkeld. Kahneman gaat er van uit dat bij ‘system 1 thinking’ mensen automatisch en gebaseerd op intuïtie beslissingen maken. De beslissingen die worden gemaakt op basis van ‘system 1 thinking’ verlopen gemakkelijk en veelal succesvol. In ‘System 2 thinking’ gaat het om het controlerend en analytisch denken. Dit wordt door Kahneman ook wel de rationele gedachten genoemd. ‘System 1 thinking’ verloopt efficiënt en is ‘high skilled’. Zo hoeft bijna niemand na te denken over een simpele rekensom van 2+2. Als de vraag wordt gesteld wat de uitkomst van de optelsom 27 + 36 is, wordt ‘system 2 thinking’ toegepast, omdat hierover nagedacht moet worden. ‘System 1 thinking’ wordt gemonitord door ‘system 2 thinking’ indien dat nodig is voor ‘second-guessing’ of ‘controlling yourself’. Als ‘system 1 thinking’ niet gecontroleerd wordt door ‘system 2 thinking’ kan ‘system 1 thinking’ leiden tot vormen van een onjuist oordeel. Kahneman heeft onderzocht hoe mensen deze systemen gebruiken bij inschattingen en beslissingen. Uit zijn onderzoek valt te concluderen dat ‘system

<sup>31</sup> R.N. Ashkenas, L.J. DeMonaco en S.C. Francis, ‘Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions’, in: *Harvard Business Review*, Januari 1998.

<sup>32</sup> H. Sarrazin en A. West, ‘Understanding the strategic value of IT in M&A, Many mergers don’t live up to expectations, because the stumble on the integration of technology and operations But a well-planned strategy for IT integration can help mergers succeed’, in: *Mckinsey Quarterly*, Januari 2011

<sup>33</sup> D. Harding en T. Rouse, Human Due diligence, in: *Harvard Business Review*, April 2007.

<sup>34</sup> D. Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, Macmillan London:Penguin, 2012.

1 thinking' domineert, omdat mensen (te) snel conclusies trekken zonder dat hier een rationele overweging aan ten grondslag ligt.<sup>35</sup>

Het nemen van belangrijke beslissingen, zoals een fusie en overname gaat vaak gepaard met een bepaalde mate van zelfverzekerdheid. Zelfverzekerdheid is een gevoel en geen oordeel.<sup>36</sup> Dat gevoel komt automatisch en daardoor is sprake van 'system 1 thinking'. Opleiding zorgt mede voor een invloed op 'system 2 thinking', hoewel dit in gedrag op niveau van bestuurders bij het nemen van beslissingen niet altijd te herleiden is, omdat daar meer onbewust gebruik wordt gemaakt van 'groupthinking'.

Kahneman geeft aan, dat bestuurders vaak in groepen beslissingen nemen en dat de groepsbeslissing vaak superieur is aan de beslissing van een individu. Groepen neigen meer naar het extreme dan wanneer een individu een beslissing maakt. Groepen nemen in beginsel ook meer risico dan individuen. Een mooi voorbeeld daarvan is dat in een jury is gekeken naar de individuele be- of veroordeling om deze vervolgens in de groep te bespreken. De uitkomsten van de beslissingen van de individuen blijkt gematigder te zijn dan de werkelijke uitkomst van de groepsbeslissing. De groep maakt dan ook een meer extreme beslissing dan het individu. Dit komt volgens Kahneman doordat het moeilijk is om optimistisch te zijn bij het nemen van risico's. Mensen hebben de neiging om in de groep elkaar te ondersteunen en te komen tot een consensus.

Een valkuil, volgens Kahneman, is dat in een organisatie waar veel beslissingen worden genomen nauwelijks wordt bijgehouden wat de uitkomsten daarvan zijn. Er vindt weinig evaluatie plaats en de vragen als: 'Wat hebben we fout gedaan?' en 'Hoe kunnen we het de volgende keer beter doen?', worden zelden gesteld. Soms oogt het maken van een beslissing als een gok. Bestuurders zien zichzelf als een kapitein op een schip waar het stormt. Zij zien risico's al snel als een gevaar. Het idee, dat een beslissing een gok is, betekent dat er geen controle meer is over het schip en bestuurders willen dat voorkomen door vaak beslissingen niet te analyseren.

Gerelateerd aan het nemen van risico's geeft Kahneman aan dat risico's vaak gepaard gaan met emotie en gevoel. Het eerste wat gebeurt bij het denken aan een 'risico' is dat daar een bepaalde angst voor

<sup>35</sup> L. Winerman, 'A machine for jumping to conclusions, in: American Psychological Association, Februari 2012, Vol 43, no. 2, o. 24. en M. Schrage, Daniel Kahneman: The thought leader Interview', in: *Strategy + Business*, issue 33, 2003.

<sup>36</sup> L. Winerman, 'A machine for jumping to conclusions, in: American Psychological Association, Februari 2012, Vol 43, no. 2, o. 24. en M. Schrage, Daniel Kahneman: The thought leader Interview', in: *Strategy + Business*, issue 33, 2003.

ontstaat en vanuit die angst voel je extra risico's. Vanuit die angst doet het er niet toe dat de waarschijnlijkheid dat de risico's verwezenlijken zeer gering kan zijn. Men gaat al snel uit van een 'worst-case scenario'. Emoties krijgen de overhand en wordt de dominante factor van hetgeen misschien kan gebeuren, maar niet plaats hoeft te vinden.

Naast de theorie van Kahneman heeft Janis in zijn onderzoek een definitie gevormd voor 'groupthinking'. Volgens Janis is groupthinking: "A mode of thinking that people engage in when they are deeply involved in a cohesive in-group, when the members' strivings for unanimity override their motivation to realistically appraise alternative courses of action".<sup>37</sup> Hiermee wordt bedoeld, dat sprake is van een bepaalde manier van denken in groepen. In groepen wordt eerder gestreefd naar het bereiken van consensus en zorgen voor harmonie in de beslissing zonder dat er een realistische beslissing wordt genomen door ook te onderzoeken wat voor alternatieven er zijn.

Indien sprake is van een groepsverband waar teamleden onder grote druk staan en waar in grote mate sprake is van groepscohesie dan zijn zij het meest kwetsbaar voor 'groupthinking'. In groepsverband bestaat namelijk de kans dat men in extremen denkt en mensen terughoudend optreden, omdat kritiek niet wordt getolereerd. Ook bestaat de kans dat de aanwezige informatie onvoldoende wordt behandeld en daardoor beslissingen onzorgvuldig zijn afgewogen. 'Groupthinking' leidt daardoor tot inefficiënte beleidsuitkomsten en een belemmering van een goedlopend besluitvormingsprocedure.

Kahneman heeft veel kritiek gekregen van Klein over zijn kijk op de wijze van besluitvorming. Kort wordt hier aangehaald waarover zij van mening verschillen en waarover zij het met elkaar eens zijn.<sup>38</sup> Klein is fervent tegenstander van checklisten in een complexe situatie, omdat het volgens hem moet gaan om kennis en vaardigheid. In een checklist worden volgens Klein de 'what if' en 'what then' besproken terwijl in een dynamische omgeving dit volgens hem moeilijk vast te leggen is. Kahneman daarentegen is juist van mening, dat in bepaalde situaties checklisten juist essentieel zijn. Het knelpunt is volgens Kahneman dat mensen vaak niet van checklisten houden en daardoor deze vaak niet uitvoeren. Een

---

<sup>37</sup> I.L Janis, 'Groupthink: A psychological study of policy decisions and fiascoe', *In: Boston: Houghton Mifflin Company*, 1982.

<sup>38</sup> McKinsey Quarterly, Strategic decisions: When can you trust your gut? Nobel laureate Daniel Kahneman and psychologist Gary Klein debate the power and perils of intuition for senior executives, *In: Interview McKinsey Quarterly*, March 2010. Website: <[http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic\\_decisions\\_when\\_can\\_you\\_trust\\_your\\_gut](http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic_decisions_when_can_you_trust_your_gut)>

checklist is juist van toegevoegde waarde bij belangrijke strategische beslissingen vanwege de kwaliteit van informatie. Vanuit de checklist kan immers gecontroleerd worden of sprake is van 'groupthinking'.

Kahneman is van mening, dat bij het nemen van belangrijke beslissingen intuïtie vermeden moet worden terwijl Klein van mening is dat dit niet erg is. Kahneman geeft als voorbeeld dat wanneer het bestuur te snel op de hoogte is van de prijs van de overname, zij daarnaar kunnen gaan handelen. Bij een bestuurder worden dan bepaalde gevoelens opgewekt die een oordeel geven vanwege die prijs. Intuïtie heeft dan teveel de overhand op het nemen van een beslissing.<sup>39</sup>

Klein is van mening, dat onvoldoende ruimte wordt gecreëerd voor het spelen van de 'advocaat van de duivel' in overleggen. Deels ben ik het eens met Klein, net zoals Kahneman, waar het gaat om het blijven uiten van kritiek tijdens het nemen van belangrijke beslissingen. Echter deel ik de mening van Kahneman dat checklisten juist van essentieel belang zijn, in met name het fusie en overname proces, om zo grip op de situatie te houden zonder daarbij vervlogen te raken in het streven naar consensus. Intuïtie is een emotie dat toebehoort aan 'system 1 thinking' en dat moeilijk te vermijden is. In belangrijke beslissingen, ben ik van mening, dat het haast onmogelijk is om de emotie intuïtie te vermijden, maar dient het vergaren van relevante informatie wel op basis van rationele gedachten plaats te vinden.

### **Tot slot**

Zoals uit bovengenoemde theorieën naar voren is gekomen, blijkt dat 'system 2 thinking' in belangrijke beslissingen zelden naar voren komt en er bij fusies en overnames veelal sprake is van 'system 1 thinking' en 'groupthinking'. Gezien meerdere bestuurders van beide partijen met elkaar in groepsverband belangrijke beslissingen zullen nemen en risico's in gaan schatten, is zeer wel denkbaar dat de valkuil van 'groupthinking' aanwezig is. Immers zijn bestuurders ook mensen en hebben zij veel te maken met gevoelens, emoties en groepscohesie. Doordat bestuurders met regelmaat bij elkaar komen, zal daardoor een vaste groep ontstaan en bestaat ook de kans, dat er een positie wordt ontwikkeld waarin signalen van buitenaf niet meer worden opgenomen. In 'groupthinking' wordt meer geneigd naar het extreme, omdat het volgens Kahneman moeilijk is om optimistisch te blijven als het gaat om het nemen van risico's. Risico's gaan vaak gepaard met gevoelens en emoties, zoals angst. Angst zorgt ervoor dat de waarschijnlijkheid dat die risico's zich voordoen vervaagt en men vaak al uitgaat van

---

<sup>39</sup> McKinsey Quarterly, Strategic decisions: When can you trust your gut? Nobel laureate Daniel Kahneman and psychologist Gary Klein debate the power and perils of intuition for senior executives, *In: Interview McKinsey Quarterly*, March 2010. Website: <[http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic\\_decisions\\_when\\_can\\_you\\_trust\\_your\\_gut](http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic_decisions_when_can_you_trust_your_gut)>

‘worst-case scenario’s’. Dit terwijl juist in geval van fusies en overnames het essentieel is om risico’s in te schatten om zo scherp en reëel te blijven in het nemen van de juiste beslissing.

Een grote valkuil bij fusies en overnames is dat dit geen routine situatie betreft, maar het gaat om een kritiek proces waarin bestuurders onder druk staan wat tot stressvolle situaties kan leiden. In een groepsverband bestaat dan de kans dat men steun bij elkaar zoekt waardoor dit ten koste kan gaan van de uiteindelijke besluitvorming. Het is immers een feit, dat een fusie en overname een situatie is waar cruciale beslissingen genomen moeten worden en waar in beginsel op het hoogste niveau niet veel mensen zijn betrokken. Ook is er vaak geen sprake van onpartijdig leiderschap aangezien bestuurders toch vaak in de positie van koper of verkoper zitten. Verhoudingen worden in besluitvormingsprocessen vaak duidelijk en ‘ondergeschikten’ passen zich hierop aan.

Hiervoor is aangehaald dat bestuurders op zoek zijn naar vaardigheden om zich te verbeteren in het begeleiden van fusies en overnames. Als de wil om vaardigheden te leren en de angst die bestuurders ervaren in vergelijking tot de theorie van Kahneman en Janis wordt gehouden, kan gezegd worden dat wanneer het bestuur op de hoogte is van de eigen valkuilen deze ook eerder vermeden kunnen worden. Als, zoals Kahneman zegt, de eigen beslissing geëvalueerd wordt kan de conclusie worden getrokken dat ze in de valkuil van ‘groupthinking’ terecht zijn gekomen. Immers, angst brengt namelijk ook risico’s met zich mee, maar risico’s worden door angst ook eerder vermeden. In het fusie- en overnameproces is het juist essentieel dat risico’s niet vermeden worden, maar het bestuur ze identificeert en ze onderkent om vervolgens maatregelen te treffen die gecategoriseerd kunnen worden in delen, vermijden, accepteren en verzekeren. Bestuurders dienen zich er van bewust te zijn dat de denkwijze en de wijze waarop beslissingen worden genomen in dynamische organisaties er toe kunnen leiden dat zij ten prooi vallen aan ‘groupthinking’.

Mijns inziens is een gedegen inschatting of een fusie of overname plaats moet vinden, in beginsel mogelijk op basis van strategische redenen. Enigszins spelen gevoelens en emoties een grote rol in het fusie en overnameproces, maar zou dit, zoals Kahneman ook aangeeft, zo lang mogelijk uitgesteld moeten worden om een verantwoorde beslissing te kunnen nemen. Ratio zou boven emotie moeten komen. Bovendien zouden, zoals Kahneman aangeeft, de beslissingen van bestuurders geëvalueerd moeten worden om zo van de eigen fouten te leren. Uit de bovengenoemde motieven en valkuilen is op te merken dat het voornamelijk gaat om strategische en operationele redenen waardoor fusies en

overnames falen. Zoals uit dit hoofdstuk naar voren is gekomen gaat dan ook het een en ander mis in de categorieën strategie en operationeel waar de globale doelen onvoldoende zijn afgestemd op de missie en de middelen niet effectief en efficiënt worden ingezet. In de volgende hoofdstukken zal bekeken worden of de wet, codes, richtlijnen en regelgeving voldoende maatregelen bieden om deze valkuilen te ondervangen.



### 3. Fasen fusie- en overnameproces

---

In dit hoofdstuk zal de nadruk worden gelegd op de fasen van het fusie en overnameproces. Immers kent het fusie- en overname proces meerdere cruciale fasen en momenten waar specifieke risico's aan vastzitten. Over het algemeen wordt gesproken over drie fasen. De pre-deal fase, de deal fase en de post-deal fase, ook wel de integratie fase genoemd. In de literatuur is terug te lezen dat het vooral in de integratiefase misgaat en de eerste 100 dagen cruciaal zijn voor het behalen van de ingeschatte synergie.<sup>40</sup> Om te analyseren of risicomanagement van toegevoegde waarde kan zijn voor het complexe fusie- en overnameproces, is daarom van belang om te weten welke fasen er zijn, welke risico's worden gelopen en welke stappen daarin genomen worden.

#### **3.1 'Pre-deal-', 'Deal-', 'Post-deal-' Fasen**

##### **3.1.1 Predeal fase**

In de Pre-deal fase is een van de doelstellingen het creëren van waarde. In de deal fase moet voorkomen worden dat bestaande waarde na de deal wordt verminderd en in de post-deal integratie is het verkrijgen van controle over de 'overgenomen' onderneming een belangrijk aspect.<sup>41</sup>

In de pre-deal fase gaat het vooral om de vraag welke ondernemingen in aanmerking komen om mee te fuseren of over te nemen. Zodra bekend is wie de potentiële kandidaat is, wordt een intentieverklaring opgesteld, een onderzoek uitgevoerd door de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: NMa) en een due diligence onderzoek uitgevoerd. Op het due diligence onderzoek zal in de volgende paragraaf uitgebreider worden ingegaan.

Tevens wordt een risicoprofiel door de partijen opgesteld waarin zij aangeven wat de onderneming ziet als de doelstellingen om samen te gaan en op welke manier zij dit denken vorm te geven. Niet alleen de visie, strategie en doelstellingen zijn hier van cruciaal belang. Ook de inzichten in de eigen cultuur, processen en IT-systemen kunnen leiden tot een betere integratie. Er dient een duidelijke visie van de ondernemingen te zijn in welke mate de fusie de onderneming sterker maakt. Een misopvatting in dit geheel is dat in het risicoprofiel grotendeels wordt gekeken naar de visie en doelstelling om de

<sup>40</sup> M. Batelaan en F. van Essen, *Tien manieren om fusies te verknoeien: het inschatten en realiseren van synergie bij fusies en overnames*, Schiedam: Scriptum management 2000, p. 31. en PWC, 'Speed of integration improves M&A success according to PwC M&A integration survey report 2008 - Early planning and execution of integration tasks through the first 100 days post-close are key to success', in: *PWC*, 13 Oktober 2008.

<sup>41</sup> H. Nguyen en B.H. Kleiner, 'The effective management of mergers'. In: *Leadership and Organization Development Journal*, 2003 /24, p. 447-454.

financiële risico's op te vangen, en daarmee de financiële voordelen te doen gelden. Vooral de operationele risico's worden als niet belangrijk geacht. Dit kan uiteindelijk juist leiden tot een verhoogd financieel risico.

### **3.1.2 Deal fase**

In de deal fase wordt de knoop doorgehakt of de fusie of overname doorgang gaat vinden. Als de onderzoeken, analyses en aangevraagde vergunningen een positieve uitkomst hebben, wordt de deal 'beklonken' en het contract ondertekent.

### **3.1.3. Post deal fase**

Tot slot wordt de post-deal integratie gekenmerkt door de integratiefase. Voordat de integratie daadwerkelijk plaatsvindt dient het integratieplan te zijn opgesteld. Het integratieplan dient klaar te zijn op het moment dat de deal wordt gesloten. Hierdoor wordt voorkomen dat plannen van ondernemingen tot integratie haaks tegenover elkaar staan en daardoor geen doorgang kunnen vinden. De risico's uit de pre-deal fase en deal fase komen in de integratiefase tot uiting. Hier dient dan ook tijdig op te worden geanticipeerd.

De deal fase wordt in principe gekenmerkt door het ondertekenen van het contract. De meeste activiteiten vinden plaats in de pre-deal en de post-deal fase. Deze scriptie focust zich dan met name op de pre- en post-deal fasen.

## **3.2. Due diligence**

Due diligence betekent letterlijk 'gepaste zorgvuldigheid' dan wel 'verschuldigde oplettendheid'.<sup>42</sup> Het due diligence heeft geen directe wettelijke grondslag, maar op grond van art. 6:228 BW hebben verkopers een mededelingsplicht en kopers een onderzoeksplicht. Dit is een indirecte wettelijke grondslag voor het uitvoeren van een due diligence onderzoek. Art. 6:228 BW geeft aan dat een overeenkomst die onder invloed van een onjuiste mededeling tot stand gekomen is, kan worden vernietigd. Naast art. 6:228 BW wordt geen aandacht besteed aan artikelen van 7:17 BW, 843a Rv, 165 Rv en de termen zoals 'fair play', vernietiging en schadevergoeding, om de rode draad van deze scriptie niet uit het oog te verliezen.

---

<sup>42</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 27.

Het due diligence onderzoek kan onder andere gebruikt worden in fusies en overnames, joint ventures, wijziging in zeggenschap en beursintroductie en wordt veelal uitgevoerd voor de deal gesloten wordt. Ook bestaat de mogelijkheid om na de deal een post acquisition due diligence onderzoek uit te voeren om te bezien of de fusie en overname wel tot het gewenste effect heeft geleid.<sup>43</sup> Het due diligence is dus niet specifiek gericht op een, in de volksmond genoemd 'boekenonderzoek' in het kader van een fusie en overname. Om die reden is het due diligence, mijns inziens, dan ook een op zichzelf stand onderzoek waar de koper of verkoper er voor kan kiezen een dergelijk onderzoek uit te laten voeren. Veelal wordt dit onderzoek uitgevoerd door accountants, adviseurs, juristen en belastingadviseurs en krijgt het bestuur van de partij die een due diligence onderzoek heeft laten uitvoeren een rapport gepresenteerd van zowel beschrijvende als adviserende deelaspecten.

Het onderzoek kan zowel op basis van een verkopende partij als een kopende partij worden geïnitieerd. De zogeheten vendor due diligence, waarbij de verkoper de opdrachtgever is voor het onderzoek en de acquisitie due diligence waar de koper de opdrachtgever is voor het onderzoek.

Het doel van het due diligence onderzoek is onder andere om inzicht te verkrijgen in de sterke en zwakke punten van de onderneming, het verifiëren van verkregen informatie, inzicht in deelaspecten die de koopprijs (kunnen) doen verlagen en het aanscherpen van garanties.<sup>44</sup>

Slagter is van mening, dat een due diligence onderzoek op een beperkter terrein meer diepgaand is dan een periodiek accountantsonderzoek.<sup>45</sup> Naar mijn mening zou een due diligence onderzoek niet op een beperkt terrein uitgevoerd moeten worden, maar juist op verschillende deelgebieden van de vennootschap. Deze onderzoeken zouden niet alleen apart van elkaar uitgevoerd moeten worden, maar ook een integratie van deze onderzoeken zou moeten plaatsvinden. Immers is het niet geheel ondenkbaar dat bepaalde deelgebieden overlappen met elkaar en zou een algeheel profiel inzichtelijk moeten zijn. Zoals Rosenbloom ook aangeeft zijn er velen aspecten waar een due diligence onderzoek op uitgevoerd kan worden. Rosenbloom heeft het in zijn boek dan ook over de strategic due diligence, operational due diligence, financial en accounting due diligence, legal due diligence, tax due diligence en

---

<sup>43</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 89.

<sup>44</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 327.

<sup>45</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 51.

people and organizational due diligence.<sup>46</sup> Het due diligence onderzoek bestaat volgens Sherman en Welch uit drie onderdelen, namelijk: financial due diligence, legal due diligence en corporate due diligence.<sup>47</sup> In deze eerste twee vormen van due diligence volgens Sherman en Welch, wordt bepaald wat de financiële positie is van beide partijen, welke wettelijke bepalingen onlosmakelijk verbonden zijn met de fusie en overname en welke risico's hiermee gepaard gaan. Denk hierbij aan juridische risico's als contracten, vennootschapsrechtelijke structuur van partijen, NMA regels, SFG, NCGC en de EU richtlijnen. Tot slot, maar cruciaal voor het slagen van een fusie en overname is het corporate due diligence waar aspecten als cultuur, menselijk kapitaal en de externe omgeving onderdeel van uitmaken.<sup>48</sup> Volgens Mollan en Solt gaat een due diligence onderzoek in het kader van fusies en overnames vooral om het onderzoeken van oude verantwoordelijkheden en hoofdzakelijk juridische en financiële kwesties zoals bestaande overeenkomsten, verzekeringskwesties en foute financiële verslaglegging.<sup>49</sup>

Volgens Slagter zijn de meest voorkomende vormen van due diligence onderzoek de financiële, fiscale, juridische en commerciële.<sup>50</sup> Naast de bovengenoemde vormen van due diligence onderzoeken hebben David Harding en Ted Rouse het over de human due diligence. David Harding en Ted Rouse zijn van mening dat, vrij vertaald, een human due diligence uitgevoerd zou moeten worden, vanwege het feit dat bestuurders veelal de toegevoegde waarde onderschatten van medewerkers 'issues' in fusies en overnames. Zij verstaan, vrij vertaalt, onder human due diligence, het begrijpen van de cultuur van een organisatie en de verantwoordelijkheden, rollen, mogelijkheden en houding van de mensen binnen de organisatie. De human due diligence is in het beste geval marginaal aanwezig en in het slechtste geval wordt deze niet uitgevoerd. Indien een human due diligence niet wordt uitgevoerd, bestaat de kans dat goede werknemers gaan lopen. Voor degene die blijven ontstaat verwarring over 'decision making styles'. Bestuurders stellen het nemen van beslissingen uit, komen terecht in de valkuil van 'groupthinking' en integratie stagneert. Tweederde van de fusies en overnames verliezen marktaandeel

<sup>46</sup> A.H. Rosenbloom, *Due diligence for global deal making: the definitive guide to cross-border Mergers and Acquisitions, Joint ventures, Financings and Strategic Alliances*, Bloomberg Press, Princeton 2002.

<sup>47</sup> A.J. Sherman en J.E. Welch, 'Due diligence in a new era of accountability', in: *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2009.

<sup>48</sup> R. Gilkey, 'The psychodynamics of upheaval: intervening in merger and acquisitions transitions', Kets de Vries, M.F.R., *Organizations on the Couch*, San Francisco, CA: Jossey-Bass 1991.

<sup>49</sup> D. Mollan en Q. Solt, 'Wie neemt u mee naar het bedrijfsbal?', in: *Financieel Dagblad*, 13 Februari 2006, p. 4. en M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 78

<sup>50</sup> W.J. Slagter, *Risicobeheersing door een due diligence onderzoek*, Preadvies van de Nederlandse vereniging van ondernemingsrechtadviseurs 1995, p. 15.

in het eerste kwartaal en in het derde kwartaal is dit 90 procent.<sup>51</sup>

Vaak wordt een due diligence onderzoek ook uitgevoerd vanwege eventuele aanscherping van garanties van de 'tegenpartij'. In principe geldt ook, dat hoe meer en hoe beter een due diligence wordt uitgevoerd hoe minder garanties nodig zijn, immers is de koper op de hoogte van de gezondheid van de verkopende partij. Daarnaast kan de koper proberen garanties af te dwingen ten aanzien van eigenschappen waarvan hij niet zeker is.<sup>52</sup>

Vanuit de mededelingsplicht en onderzoeksplicht is in de rechtspraak naar voren gekomen, dat een zeer omvangrijk due diligence onderzoek kan leiden tot benadeling van de koper. De mededelingsplicht van de verkoper overheerst de onderzoeksplicht van de koper, maar als een zeer uitgebreid onderzoek door de koper wordt uitgevoerd eindigt de mededelingsplicht van de verkoper.<sup>53</sup> De vraag die Kersten dan ook terecht stelt is of de koper beter af is zonder of met een beperkt due diligence onderzoek, omdat de omstandigheid dat hij bij het onderzoek iets over het hoofd ziet zwaarder weegt dan de mededelingsplicht van de verkoper?<sup>54</sup>

In de uitspraak van de HR inzake Hoog Catharijne heeft de rechter dan ook onderzocht waar de mededelingsplicht van de verkoper stopt en de onderzoeksplicht van de koper begint. De HR heeft hierin aangegeven dat de mededelingsplicht van de verkoper niet zo ver strekt dat zij in het complexe traject van een fusie en overname telkens informatie moet aanleveren. In deze zaak werd dan ook als advies gegeven om de garanties in stand te houden ook al heeft de kopende partij tekortgeschoten in de onderzoekplicht, tenzij de verkoper kan aantonen dat sprake is van grove nalatigheid of de koper wist van inbreuk door de verkoper gestelde garanties.<sup>55</sup> Een andere uitspraak over due diligence zet men nog meer op een dwaalspoor. In het arrest van VBI en Beerkens is naar aanleiding van een klein onderzoek besloten de prijs te verlagen. Na de deal kwam echter naar voren dat de situatie nog slechter was dan van te voren was onderzocht. Om die reden is een procedure ingesteld bij de HR wegens dwaling. De rechter heeft hierin beslist, dat de koper het risico heeft genomen om alsnog de koop door te laten gaan ook al wist men dat de situatie onvoldoende wenselijk was en geen openheid van zaken en aanvullende

<sup>51</sup> D. Harding en T. Rouse, Human Due diligence, in: *Harvard Business Review*, April 2007.

<sup>52</sup> M. van Oosten NautaDutilh, 'De onderzoeksplicht bij de koop van aandelen', in: *V&O*, Februari 2004, nr. 2

<sup>53</sup> HR 22 december 1995, *NJ* 1996, 300 (Hoog Catharijne)

<sup>54</sup> H.H. Kersten, 'Het due diligence onderzoek: Vrijwillige en onvrijwillige beperkingen', in: *Onderneming en financiering* 47, 2001.

<sup>55</sup> P. v. Stempvoort, 'Juridische valkuilen bij due diligence, onderzoek vooral van belang voor koper die geen miskoop wil doen', in: *Belasting magazine*, November 2007 en HR 22 december 1995, *NJ* 1996, 300 (Hoog Catharijne)

garanties werden geëist.<sup>56</sup> Hiermee valt de voorzichtige conclusie te trekken dat de verkopende partij er beter aan doet om weinig mee te delen. Het bestuur laat dan een deal doorgaan terwijl uit rapportage van het due diligence is gebleken dat er hiaten zijn in de vennootschap van de verkopende partij. Ook Harvard Business Review voert aan dat succesvolle bestuurders die goed naar een due diligence onderzoek kijken en gebruik maken van de rapportage, eerder de acquisitie doen afblazen. Zij zijn bereid om weg te lopen, terwijl vele bestuurders dit na teleurstellende rapportage alsnog niet doen.<sup>57</sup>

Als de koper een due diligence onderzoek uitvoert en specifieke informatie vergaart, kan de verkoper er vanuit gaan dat de koper deze informatie ook heeft geanalyseerd. Daarmee eindigt de mededelingsplicht van de verkoper.<sup>58</sup> Als de verkoper bepaalde informatie had moeten verstrekken om te voorkomen dat de koper een onjuiste voorstelling zou maken, kan de verkoper aanvoeren dat de dwaling aan de koper zelf te wijten is door onvolledige onderzoeksplicht.<sup>59</sup> Er bestaat dus nog enige discussie over de vraag wanneer de mededelingsplicht stopt en de onderzoeksplicht het overneemt en wanneer een van beiden is geschonden en wie daarvoor aansprakelijk is.

Het kan ook voorkomen, dat de partij bij wie het due diligence is uitgevoerd inzage wil krijgen in het rapport. Op grond van art. 843a RV kan de rechter dan bepalen op welke wijze de inzage wordt verschaft. Het rapport bestaat zowel uit beschrijvende en adviserende aspecten die veelal met elkaar verweven zijn en een onderscheid in het overhandigen van het rapport wordt dan ook niet gemaakt. De Rechtbank Breda heeft de uitspraak gedaan dat na het beroep op de winstgarantie het rapport van due diligence overhandigd moet worden aan de verkochte partij.<sup>60</sup> Hieruit blijkt dat het due diligence onderzoek, dat is uitgevoerd door de koper, in beginsel niet inzichtelijk is voor de verkopende partij. Mijns inziens, is dit geen goede start voor een eerste kennismaking en samenwerking. Enerzijds begrijpelijk wegens tactische en strategische redenen, maar van transparantie is hier geen sprake. De discussie in de rechtspraak gaat ook vooral over het adviserende gedeelte in het rapport van het due diligence. Ook in de casus Verder en Hagemeyer&Stokvis is door de rechtbank bepaald, dat het due diligence rapport, uitgevoerd door Verder, dient te worden afgegeven.<sup>61</sup> Hier ging het om de beëindiging van de intentieverklaring na de uitvoering van een due diligence onderzoek naar van Wijk.

<sup>56</sup> HR 10 Oktober 2003, L/JN AI0306. (VBI/Beerkens)

<sup>57</sup> G. Cullinan, J. Le Roux en R. Weddigen, 'When to walk away from a Deal', in: *Harvard Business Review*, April 2004.

<sup>58</sup> M. van Oosten NautaDutilh, 'De onderzoeksplicht bij de koop van aandelen', in: *V&O*, Februari 2004, nr. 2

<sup>59</sup> HR 16 juni 2001, NJ 2001, 559

<sup>60</sup> Rb. Breda 14 januari 2004, *JOR* 2004/70 en Hof Den Bosch 28 september 2004, *JOR* 2005/23 (BVR/Ho-Cla beheer).

<sup>61</sup> Rb. Amsterdam 13 april 2005, *JOR* 2005/142 (Verder/Hagemeyer)

Hagemeyer&Stokvis zijn volgens hen slechts zijdelings betrokken geweest bij het onderzoek en willen weten of Verder wel aan de onderzoeksplicht heeft voldaan. Verder voert aan, dat Hagemeyer&Stokvis onvoldoende rechtmatig belang hebben op grond van art. 843a RV. De rechtbank heeft geoordeeld dat het due diligence rapport overhandigd moest worden, waarin geen onderscheid is gemaakt in de beschrijvende en adviserende gedeelten. Dit vanwege het feit dat deze aspecten met elkaar verweven zijn. Bovendien is door de rechtbank beslist dat ook de verkopende partij onderzoek dient te doen naar de kopende partij.<sup>62</sup> Inzicht verkrijgen in de boeken van de tegenpartij zal dan ook vaker voorkomen. Immers kan de verkopende partij ook aansprakelijk gesteld worden wegens het schenden van de zorgplicht van de eigen vennootschap.

Een goede reden om een gepast due diligence onderzoek uit te voeren is ook vanwege het feit dat bestuurders achteraf wegens onzorgvuldigheid aansprakelijk gesteld kunnen worden, doordat zij niet hebben voldaan aan de onderzoeksplicht, mededelingsplicht en zorg(vuldigheids)plicht.<sup>63</sup> Een due diligence onderzoek wordt om die reden in de pre-deal fase uitgevoerd, zodat het bestuur niet aansprakelijk gesteld kan worden vanwege de risico's die zich voordoen in de integratiefase en die ondervangen hadden kunnen worden middels het due diligence onderzoek.

### **3.3. Risico's in de fasen van fusie en overname**

Volgens Virani komt het vaak voor dat ondernemingen onvoldoende informatie verzamelen om de targetonderneming grondig door te lichten.<sup>64</sup> Dit geeft vaak aanleiding tot problemen na de fusie of overname. Om te voorkomen dat onvoldoende informatie wordt verzameld, heeft McKinsey het over het clean team.<sup>65</sup> Het clean team is een objectieve groep deskundigen die de bestuurders van vennootschappen helpt bij het deal-making proces en het beschermen van gevoelige informatie. In de pre-fase van het besluitvormingsproces biedt het 'clean team' een neutrale en objectieve kijk op het fusie- of overnameproces, dat de bestuurders ondersteunt in de start fase van de onderhandelingen. De voordelen van het 'clean team' is dat zij toegang verkrijgen tot gevoelige informatie waardoor zij onderzoek kunnen verrichten naar de waarde van de vennootschappen, voorafgaand aan de formele onderhandelingen waar beloften worden gedaan. Doordat alle gevoelige informatie via het 'clean team'

<sup>62</sup> Rechtbank Oost-Brabant 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 r.o. 4.1 (IPG), zie ook: Rb. Utrecht, 25 mei 20011, L/JN: BQ7136 en Rb. Middelburg, 5 maart 2012, L/JN: BW4873. Zie ook paragraaf 5.3.

<sup>63</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011.M, p. 181.

<sup>64</sup> V. Virani, 'Mergers and Acquisitions – A Case of System Failure', in: *R.K. College of Business Management*, Augustus.

<sup>65</sup> S. de Smadt, V. Tortorici e.a., 'Reducing the risks of early M&A discussions', used early in negotiations, a third-party clean team can help companies assess a deal and protect sensitive data', in: *McKinsey Quarterly*, September 2005.

gaat, reduceert het risico dat informatie ongewild bij de andere partij terechtkomt. Door een 'clean team' lopen zij niet het risico dat, indien de beslissing niet doorgaat, gevoelige informatie bij de andere partij terecht is gekomen. Bovendien zijn de auteurs van mening dat een clean team helpt bij het sneller afwikkelen van onderhandelingen, omdat zij vooral inzetten op de 'win-win' situaties in plaats van 'win-verlies' situaties.

De valkuil bij de integratiefase is dat bestuurders vaak van mening zijn dat de fusie of overname is beklonken en achterover kunnen leunen, terwijl juist dan de cruciale fase aanbreekt. Zoals in het vorige hoofdstuk al is benoemd door Virani, gaan fusies en overnames vaak in deze fase fout.<sup>66</sup> Volgens McKinsey zijn er twee manieren om waarde te creëren. Enerzijds het combineren en anderzijds transformeren van processen en activiteiten. Voor zelfs de meest ervaren fusie- en overnamebegeleiders is het moeilijk om de processen en activiteiten te combineren, waar geen doordacht plan van de integratie is vastgelegd om de waarde van de fusie en overname te realiseren.<sup>67</sup>

In een artikel van McKinsey over de kansen en mogelijkheid bij fusies en overnames is aangegeven, dat leidinggevendenden, consultants en adviseurs voornamelijk de focus leggen op het sluiten van de deal en daarin zoveel mogelijk willen voorkomen dat risico's worden verwezenlijkt. Zij willen zo snel mogelijk de deal sluiten en houden daarbij geen rekening met het integreren van beide partijen na de deal.<sup>68</sup>

Bovendien geeft Nahass in het artikel van PWC: *'Early planning and execution of integration tasks through the first 100 days post-close are key to success'* aan dat na de daadwerkelijke deal in honderd dagen de feitelijke beheersing verkregen moet worden.<sup>69</sup> Nahass is van mening dat in de eerste honderd dagen na de deal cruciaal is om succes te behalen. Tijdens de eerste honderd dagen dient controle geworven te worden dat leidt tot groei en aandeelhouderswaarde. Dounis is van mening dat een fusie en overname faalt als de risico's worden onderschat bij het nemen van beslissingen. Met name in de integratiefase is het onvoldoende afwegen van de risico's een grote factor bij het falen van een fusie of overname.<sup>70</sup> Bovendien beschrijft Epstein in zijn artikel *'The determinants and evaluation of merger*

<sup>66</sup> V. Virani, 'Mergers and Acquisitions – A Case of System Failure', in: *R.K. College of Business Management*, Augustus 2007.

<sup>67</sup> C. Deutsch en A. West, 'A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges', in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>68</sup> C. Deutsch en A. West, 'A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges', in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>69</sup> PWC, 'Speed of integration improves M&A success according to PwC M&A integration survey report 2008 - Early planning and execution of integration tasks through the first 100 days post-close are key to success', in: *PWC*, 13 Oktober 2008.

<sup>70</sup> N.P. Dounis, 'The Auditor's role in mergers and acquisitions', in: *Internal Auditor*, June 2008 Vol. 65 (3).



*success'* dat met de nodige inschatting van risico's en een goed geplande fusie deze eerder succesvol zal zijn.<sup>71</sup>

Tevens is volgens Nguyen de hoogte van falen bij een fusie en overname hoger tijdens het integratieproces. Tijdens het integratieproces falen veel partijen wegens onnauwkeurig strategisch management, verschillen in culturen, gebrek aan een duidelijke visie en onjuist en niet tijdig communiceren.<sup>72</sup> Mijns inziens wordt de aandacht veel gelegd in het voortraject als partijen op zoek gaan naar een partner en onderhandelingen plaatsvinden. Ook deze fase is belangrijk, maar het bestuur moet niet verslappen op het moment dat de deal gesloten is. Bovendien is het voor te stellen dat in de planningsfase ook het een en ander mis gaat wegens hoogoplopende emoties. Zodra de fusie of overname beklonken is, leunen bestuurders achterover en zijn zij van mening dat de fusie of overname is geregeld. Het integratieplan is juist een van de cruciale onderdelen van het gehele proces en veelal zijn partijen al het stadium voorbij dat ze zich kunnen terugtrekken. Als niet doordacht naar het integratieplan wordt gekeken en als dit plan niet is opgesteld vóór de beslissing genomen wordt, bestaat de reële kans dat in de eerste jaren weinig aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd.<sup>73</sup>

### **Tot slot**

De fasen van het fusie- en overnameproces bestaan globaal gezien uit de pre-deal, deal en integratiefasen. Al deze fasen brengen specifieke risico's met zich mee en mijns inziens kan het gebruik van risicomangement een houvast kunnen geven voor het bestuur in de bepaling welke stappen ondernomen moeten worden om de fusie of overname tot een succes te maken. Zo dient in de pre-deal fase een due diligence onderzoek te worden opgesteld waar in ieder geval de financiële, commerciële, fiscale en juridische deelaspecten aan bod dienen te komen. Uit de literatuur is wel gebleken om naast deze onderzoeken ook een due diligence onderzoek te verrichten in cultuur en IT. Immers is uit cijfers gebleken dat fusies en overnames falen vanwege een onvoldoende uitgevoerd of niet uitgevoerde due diligence onderzoek op het gebied van cultuur en IT. Dit vanwege het feit dat in de integratiefase blijkt dat in de pre-deal fase onvoldoende aandacht is besteed aan deze risico's en daarmee kosten hoger uit kunnen vallen. Zoals voorgaande auteurs aangeven speelt het tijdig inschatten van risico's een cruciale

<sup>71</sup> M.J. Epstein, 'The determinants and evaluation of merger success', in: *Business Horizons*, 2005, 48.

<sup>72</sup> H. Nguyen en B.H. Kleiner, 'The effective management of mergers'. In: *Leadership and Organization Development Journal*, 2003 /24.

<sup>73</sup> M. Batelaan en F. van Essen, 'Fusie: liefde of oorlog? Integreren als veroveren, beheersen en oogsten', in: *Strategie en bestuur*, management site voor professionals, 12 December 2006. < <http://www.managementsite.nl/577/strategie-bestuur/fusie-liefde-oorlog.html>>

rol om het falen te voorkomen. In het volgende hoofdstuk wordt ingegaan op de wet- en regelgeving voor het bestuur in het kader van de fusie en overname. Dit om vervolgens te analyseren op basis van welke wet- en regelgeving het bestuur aansprakelijk gesteld kan worden in geval van, bijvoorbeeld, een ontbrekend due diligence onderzoek, waardoor niet is voldaan aan de onderzoeks- en mededelingsplicht. Immers kan in geval van een ontbrekend due diligence onderzoek het bestuur aansprakelijk worden gesteld op grond van art. 2:9 BW, maar ook op grond van art. 6:162 BW. De aansprakelijkheid kan ontstaan doordat risico's die in de integratiefase worden verwezenlijkt onvoldoende in het due diligence onderzoek in de pre-deal fase zijn onderzocht. Zo kan het nalaten van (voldoende) onderzoek bij het aangaan van een transactie onder omstandigheden ernstig verwijtbaar zijn.<sup>74</sup> Het nalaten van een due diligence onderzoek bij een overname kan wanbeleid van de koper en persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen op grond van onzorgvuldige taakvervulling opleveren.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 245

<sup>75</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 245. H.H. Kersten, 'Het due diligence onderzoek: Vrijwillige en onvrijwillige beperkingen', in: *Onderneming en financiering*, , no. 58, November 2003, p.32

#### 4. Wet- en regelgeving voor het bestuur inzake fusies en overnames

---

Voor de bepaling of het COSO raamwerk, als vorm van risicomanagement, van toegevoegde waarde is voor de drie fasen in het fusie- en overnameproces, is van belang om te weten waar het bestuur zich aan dient te houden. Dit is vooral van belang om vervolgens te onderzoeken op basis van welke wet- en regelgeving het bestuur aansprakelijk gesteld kan worden en in welke mate risicomanagement een rol kan spelen in de beperking hiervan. Om het wetboek niet over te nemen wordt hier een grens getrokken in een opsomming van relevante artikelen van boek twee van het Burgerlijk Wetboek. Hier zal een grens worden getrokken in de artikelen die van belang zijn voor de aansprakelijkheid op gronden van art. 2:9 BW, art. 2:138 BW en art. 6:162 BW alsmede de artikelen met betrekking tot wanbeleid in het kader van de enquêteprocedure. Bovendien zal een korte omschrijving worden gegeven van de regels en richtlijnen als in SER-fusiegedragsregels (hierna: SFG), NMa en NCGC. Niet zal worden ingegaan op de Wet Financieel Toezicht en Code Banken, omdat dit onvoldoende relevant is voor deze scriptie.

Op de eerste plaats dient te worden vastgesteld wat de rechten en plichten van het bestuur van een vennootschap zijn. Zo is het bestuur belast met het besturen van de vennootschap<sup>76</sup> en vertegenwoordigen zij de vennootschap voor zover uit de wet niet anders voortvloeit.<sup>77</sup> Deze omschrijving zegt echter weinig over hoe het bestuur de vennootschap dient te besturen. Assink zegt dat het lastig is een concrete omschrijving te geven van de inhoud van het besturen van de vennootschap, omdat dit afhankelijk is van de aard, omvang en positie van de vennootschap evenals de omstandigheden waaronder deze moet functioneren.<sup>78</sup> Het bestuur van de vennootschap is het centrale punt voor alle beleidsvoorbereidende, -vaststellende en -uitvoerende aspecten en heeft als taak op een deugdelijke wijze aan zijn bevoegdheden invulling te geven en aan zijn plichten te voldoen.<sup>79</sup> Bovendien is het bepalen van de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden ondernemingen in beginsel een aangelegenheid van het bestuur en dient het bij de vervulling van zijn taak het belang van de vennootschap voorop te stellen.<sup>80</sup> Nederland kent dan ook het stakeholdersmodel, waar het bestuur rekening moet houden met meerdere belangen, dan alleen dat van aandeelhouders. Denk hierbij aan

<sup>76</sup> Art. 2:129 lid 1 BW en art. 2:239 lid 1 BW

<sup>77</sup> Art 2:130 lid 1 BW en art. 2:240 lid 1 BW

<sup>78</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p 8.

<sup>79</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p 8.

<sup>80</sup> B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6.

werknemersbelangen, ondernemingsraden (hierna: OR), algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AvA), raad van commissarissen (hierna: RvC) en de NMa. Het bestuur dient zich ook aan de gedragsregels te houden die niet per definitie in de wet zijn vastgelegd, maar voortkomen uit rechtspraak, NCGC en andere richtlijnen. Zo dient het bestuur op een subjectieve bonafide wijze naar beste vermogen invulling te geven aan zijn taakopdracht ten opzichte van de vennootschap. Het bestuur dient een zakelijke beleidsafweging op een redelijk geïnformeerde wijze te maken waar in redelijkheid mag worden verwacht dat zowel ten aanzien van de voorbereidende als inhoudelijke aspecten de vennootschap het meeste bij gebaat is.<sup>81</sup>

#### **4.1 Wetgeving Fusie en Overname**

Burgerlijk Wetboek 2 geeft de wetgeving weer met betrekking tot het vennootschapsrecht. Zo is in art. 2:8 BW bepaald dat de rechtspersoon en degene die daarbij zijn betrokken, zich jegens elkander naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd dienen te gedragen. Krachtens art. 2:10 BW heeft het bestuur de administratieplicht jegens de rechtspersoon. In titel 4 afdeling 1 van het Burgerlijk Wetboek worden in art. 2:64 BW tot en met art. 2:106 BW de wetgeving van de naamloze vennootschap weergegeven. Voor de besloten vennootschap gelden de art. 2:175 BW tot en met art. 2:261 BW.

36

De wet beperkt zich in de uitleg over de inrichting en voorwaarden van een fusie en overname in titel 7 afdeling 2 van het Burgerlijk Wetboek. Het bevat geen concrete richtlijnen voor bestuurders en commissarissen hoe zij hun risicobeheersingstaken behoorlijk dienen te vervullen en op welke manier zij een fusie en overname succesvol dienen te volbrengen waardoor eventuele aansprakelijkheid wordt beperkt. Voor rechters volgen daar evenmin duidelijke richtlijnen uit waaraan zij veel houvast zullen hebben indien zij over die taakvervulling moeten oordelen.<sup>82</sup> Voorbeelden hiervan zijn de maatstaven van ernstig verwijt, strijd met elementaire beginselen van ondernemerschap, onbehoorlijk bestuur, onbehoorlijke taakvervulling en wanbeleid. Al deze artikelen bevatten een open norm en bieden geen concrete en duidelijke afbakening voor zowel het bestuur als de rechter om te bepalen wanneer nu behoorlijk is gehandeld.

<sup>81</sup> B.F. Assink, 'Over vrijheid van ondernemingsbeleid en het enquêterecht- divergentie en convergentie van bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsing nader gezien', in: *Ondernemingsrecht*, 2006-8.

<sup>82</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereeniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, P. 226.

Afdeling twee van titel zeven van het Burgerlijk Wetboek geeft de bepalingen omtrent de fusie weer. Zo geeft art. 2:309 BW de omschrijving van de juridische fusies als *'de rechtshandeling van twee of meer rechtspersonen waarbij een van deze het vermogen van de andere onder algemene titel verkrijgt of waarbij een nieuwe rechtspersoon die bij deze rechtshandeling door hen samen wordt opgericht, hun vermogen onder algemene titel verkrijgt'*. Art. 2:310 BW bepaalt welke fusies geoorloofd zijn en welke verboden. Dit geeft voor het bestuur en de rechter dan ook een inzicht en een redelijk concreet beeld van waar het bestuur aan moet voldoen. Zo mogen rechtspersonen met dezelfde rechtsvorm met elkaar fuseren, moeten de nieuw opgerichte verkrijgende rechtspersonen de rechtsvorm hebben van de fuserende rechtspersonen en mag een verkrijgende vereniging, coöperatie, onderlinge waarborgmaatschappij of stichting ook fuseren met een NV of BV waarvan zij alle aandelen houdt. Het is verboden te fuseren gedurende faillissement of surseance van betaling en een ontbonden rechtspersoon mag niet fuseren indien reeds uit hoofde van de vereffening een uitkering is gedaan.<sup>83</sup> Krachtens art. 2:311 BW worden de rechtsgevolgen van de fusie voor rechtspersonen, leden en aandeelhouders weergegeven. Zo houdt de fuserende rechtspersoon door het van kracht worden van fusie op met bestaan, met uitzondering van de verkrijgende rechtspersoon en worden de leden en aandeelhouders van de verdwijnende rechtspersoon lid of aandeelhouder in de verkrijgende rechtspersoon.

In art. 2:312 BW is redelijk nauwkeurig een opsomming genoemd waar het voorstel tot fusie aan moet voldoen. In dit voorstel moet onder andere vermeld worden welke voordelen in verband met de fusie worden toegekend, de voornemens over de samenstelling na de fusie en voor elk van de verdwijnende fusie het tijdstip met ingang waarvan financiële gegevens worden verantwoord in het jaarverslag of andere financiële verantwoording van de verkrijgende rechtspersoon. Het bestuur dient op grond van art. 2:313 BW in een schriftelijke toelichting de reden voor de fusie met een uiteenzetting over de verwachte gevolgen voor de werkzaamheden en een toelichting uit juridisch, economisch en sociaal oogpunt te beargumenteren.

In art. 2:314 BW tot en met art. 2:321 BW worden bepalingen neergelegd voor het bestuur van elk te fuseren rechtspersoon over documentatie in het handelsregister<sup>84</sup>, de verplichting voor de waarborging van schuldeisers<sup>85</sup>, de bevoegde organen bij de beslissing tot fusie<sup>86</sup>, het van kracht worden van de

<sup>83</sup> Art. 2:310 lid 4 en lid 5 BW

<sup>84</sup> Art. 2:314 BW

<sup>85</sup> Art. 2:316 BW

fusie<sup>87</sup>, bijzondere rechten voor de verdwijnende vennootschap en verplichtingen omtrent de jaarrekening en wettelijke reserves<sup>88</sup>.

#### **4.2 Betrokken partijen. (interne verantwoording)**

Het bestuur dient in het Nederlands vennootschapsrecht rekening te houden met de belangen van de stakeholders. Onder stakeholders wordt in deze scriptie een onderscheid gemaakt in RvC, aandeelhouders en werknemers.

##### **4.2.1 Raad van Commissarissen**

De RvC heeft een steeds belangrijkere rol in het fusie- en overnameproces. In Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek art. 140 lid 2 en art. 250 lid 2 is beschreven dat de taak van de RvC bestaat uit het toezicht houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hij staat het bestuur ter zijde. De mate van de rol die de RvC spelen in het fusie en overnameproces hangt af of sprake is van een 'gewone' vennootschap of een vennootschap met de structuurregeling. Van de vennootschap met structuurregeling wordt gesproken als gedurende drie jaar sprake is van een eigen vermogen van 16 miljoen, een OR heeft ingesteld en tenminste 100 personen werkzaam zijn in Nederland. De wettelijke bevoegdheden bij een structuurvennootschap zijn beduidend groter dan bij een gewone vennootschap. Zo heeft de RvC bij de vennootschap met een structuurregeling, op grond van art. 2:162 BW, art. 2:272 BW, art. 2:134 BW en art. 2:244 BW, de bevoegdheid tot benoeming, schorsing en ontslag van het bestuur. Tevens hebben zij op grond van art. 2:164 BW en art. 2:274 BW het goedkeuringsrecht bij belangrijke bestuursbesluiten. Echter in lid 2 van art. 2:164 BW is vastgesteld dat het ontbreken van toestemming van de RvC de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet aantast. De structuurvennootschap is in het leven geroepen doordat bij grote vennootschappen de zeggenschap voorheen veel bij het bestuur lag, waardoor aandeelhouders en werknemers niet veel invloed konden uitoefenen. Vooral in het kader van belangrijke bestuursbesluiten, zoals fusies en overnames is hierin dan ook verandering gekomen.<sup>89</sup> In het kader van dit onderzoek is belangrijk te melden dat op grond van art. 2:141 lid 2 BW het bestuur de verantwoordelijkheid draagt voor het risicobeheersing- en controlesysteem en de RvC de taak heeft hierop toe te zien.

---

<sup>86</sup> Art. 2:317 BW

<sup>87</sup> Art. 2:318 BW

<sup>88</sup> Art. 2:320 en art. 2:321 BW

<sup>89</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 229- 242.

In verschillende spraakmakende jurisprudentie komt aan het licht wat de werkelijke rol is geweest van de RvC bij fusies en overnames. In de zaak van Laurus<sup>90</sup> is gebleken dat de RvC heeft ingegrepen bij het overnameproces en nadat de fusie al een tijd was beklonken nog bezig waren met de bestuurlijke nasleep. In HR KLM/ British Airways konden de bestuurders en commissarissen het niet eens worden over de verantwoordelijkheden en bevoegdheden en over het recht van benoeming van RvC. Dit was een van de voornaamste redenen dat deze overname dan ook mislukt is.<sup>91</sup>

#### 4.2.2 Aandeelhouders

Aandeelhouders spelen op twee manieren een grote rol in het fusie- of overnameproces. Enerzijds zijn aandeelhouders belanghebbenden door de aandelen die zij hebben, anderzijds kunnen zij door middel van de AvA invloed uitoefenen op beslissingen. De mate waarin aandeelhouders een rol spelen in het fusie- of overname proces hangt af van het soort vennootschap en het soort fusie of overname dat plaats gaat vinden. In dit rapport zal gesproken worden over de bevoegdheden van de aandeelhouders en zal minimaal onderscheid gemaakt worden tussen de vormen van vennootschappen en fusies en overnames. De rechten van de aandeelhouders met betrekking tot hetgeen voor hen verandert in geval van een fusie of overname zal buiten beschouwing worden gelaten, omdat dit niet van toegevoegde waarde is voor het onderwerp van deze scriptie. Deze paragraaf wordt beperkt tot de beschrijving van de rol van de aandeelhouders indien een fusie of overname gaat plaatsvinden.

De wet kent de AvA alle bevoegdheden toe die niet aan een ander orgaan toekomen (art. 2:107 lid 1 BW). Een van de belangrijkste bevoegdheden van de AvA, op het terrein van het benoemen van personen, in de beursgenoteerde NV is het recht om bestuurders te benoemen<sup>92</sup>, te schorsen en te ontslaan.<sup>93</sup> Ook benoemt, schorst en ontslaat de AvA in beginsel commissarissen op grond van art. 2:142 lid 1 BW en art. 2:144 lid 1 BW. Op grond van art. 2:121 lid 1 BW heeft de AvA de bevoegdheid om statuten te wijzigen.

Het Burgerlijk Wetboek heeft de kernbevoegdheid van de AvA geregeld in art. 2:107a BW. Daarin is opgenomen dat de AvA in geval van een belangrijke verandering waarbij de identiteit of karakter van de

<sup>90</sup> HR 8 april 2005, *JOR* 2005/119 (Laurus)

<sup>91</sup> H.J.C. Bakker, *Achter de schermen, de balanceerkunst van de commissaris bij fusies en overnames*, Scriptum, Juni 2002.

<sup>92</sup> Art. 2:132 lid 1 BW

<sup>93</sup> Art. 2:134 lid 1 BW

vennootschap verandert, waaronder in ieder geval overdracht van onderneming, het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking en het nemen of afstoten van een deelneming, goedkeuring dient te verlenen. Toch is in de jurisprudentie enige nuance aan te brengen in het verlenen van goedkeuring door de AvA op grond van art. 2:107a BW, vanwege het feit dat de rechter in bepaalde zaken heeft besloten dat, ondanks dat het gaat om een majeure transactie, de identiteit of karakter en daarmee de aard van de onderneming niet verandert en dus de goedkeuring door de AvA niet is vereist.<sup>94</sup> Wat precies onder het goedkeuringsrecht van art. 2:107a BW valt, is dan ook nog niet duidelijk.<sup>95</sup> Een voorbeeld van een arrest waarin beroep is gedaan op art. 2:107a BW is het arrest ABN Amro/ LaSalle. Door de VEB is verzocht een onderzoek in te stellen naar het beleid van ABN Amro bij de verkoop van LaSalle.<sup>96</sup> De VEB pleit ervoor dat voor de verkoop van LaSalle goedkeuring is vereist door de AvA. De OK ging hierin mee, maar bij de HR is beslist dat de verkoop van LaSalle niet wordt aangemerkt als een beslissing omtrent een *'belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming'* als bedoeld in art. 2:107a BW. De aandeelhouders dienen op grond van art. 2:107a BW alleen goedkeuring te verlenen als deze zo ingrijpend zijn dat zij de aard van het aandeelhouderschap verandert. Daarvan is in deze casus volgens de HR geen sprake, ook al gaat het om een majeure transactie.<sup>97</sup>

Onderscheid moet wel gemaakt worden in de dwingende bepalingen van de wet of statutaire regelingen als het gaat om de bevoegdheid van de AvA. (art. 2:231 BW/ art 2:121 BW). Tevens berust de bevoegdheid tot wijzigen van de statuten en ontbinding van de vennootschap op de AvA. Dit geldt ook voor de beslissing tot fusie art. 2:318 BW. Echter is in art. 2:317 lid 4 BW de uitzondering weergegeven dat als in de statuten een andere regeling geldt dan in lid 3 wordt genoemd deze van toepassing zijn. De AvA heeft in geval van de structuurregeling de bevoegdheid tot benoeming, schorsing en ontslag van het bestuur op grond van art. 2:242 BW.

Mede op advies van de SER is een wijziging van de structuurregeling doorgevoerd en zijn de zeggenschapsrechten voor aandeelhouders in beursvennootschappen uitgebreid. Een en ander is gepaard gegaan met het terugdringen van beschermingsconstructies, meer transparantie en een betere

<sup>94</sup> HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178. ( ABN Amro/ LaSalle)

<sup>95</sup> A.G.H. Klaassen, 'Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief', in: *Ondernemingsrecht*, nr. 171, 2008.

<sup>96</sup> OK 3 mei 2007, *LJN* BA4395 (ABN Amro holding)

<sup>97</sup> HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178. ( ABN Amro/ LaSalle)



bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders.<sup>98</sup> Art. 2:325 BW, art. 2:317 BW, art. 2:330 BW en art. 2:331 BW geven weer wat de rol van de AvA is in geval van voorstel en beslissing tot fusie.

#### 4.2.3 *Werknemers*

Werknemers worden bij het fusie- en overnameproces beschermd en betrokken op basis van Wet Ondernemingsraden (hierna: WOR), de structuurregeling, het enquêterecht en de SFG.

Van het Kaar heeft in zijn onderzoek naar de medezeggenschapsrechten van vakbonden en ondernemingsraden, in Nederland en andere landen, ondervonden dat er zowel sterke als zwakke punten zijn op te merken aan het Nederlandse systeem van medezeggenschap. De WOR geeft vakbonden en ondernemingsraden de mogelijkheid advies te geven bij majeure beslissingen van de vennootschap. Van het Kaar spreekt ook over de invloed van andere vakbonden en ondernemingsraden in EU-landen bij fusies en overnames. Daar strekt de invloed van werknemers tot de beperking van de gevolgen voor werknemers, terwijl in Nederland het voornemen tot fusie en overname als zodanig fundamenteel ter discussie kan worden gesteld.<sup>99</sup> Naast het informatierecht en het adviesrecht heeft ook het beroepsrecht op grond van art. 26 WOR invloed op de sterke positie van werknemers. De OR in Nederland kan in beroep gaan tegen beslissingen op financieel-economisch en organisatorisch niveau. In andere EU-landen is het alleen mogelijk in beroep te gaan als het informatie- en adviesrecht geschonden is.<sup>100</sup>

De WOR is van toepassing op vennootschappen met 50 werknemers of meer op grond van art. 2 WOR. Doordat fusies en overnames plaats vinden, worden bedrijven steeds groter en complexer. Om die reden is een OR een belangrijk instrument voor medewerkers om op te komen voor hun belangen. Art 25 WOR geeft de OR adviesrecht over strategische beslissingen, zoals fusies en overnames. Dit advies dient op een zodanig tijdstip te worden gevraagd, zodat de OR nog een wezenlijke invloed kan uitoefenen. Timmers en Van Veersen hebben onderzoek gedaan naar het tijdstip waarop advies dient te worden gevraagd aan de OR. Volgens de benadering van Timmers en Van Veersen dienen in de voorfase de OR geïnformeerd te worden over de fusie of overname, maar hoeft nog geen advies te worden gevraagd. Zodra vaststaat met welke potentiële koper de bestuurders de fusie of overname willen

<sup>98</sup> SER 'Advies 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur', publicatienummer 1, 15 februari 2008.

<sup>99</sup> R.H van het Kaar, 'De Nederlandse medezeggenschap in Europees perspectief', *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, Oktober 2007.

<sup>100</sup> R.H van het Kaar, 'De Nederlandse medezeggenschap in Europees perspectief', *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, Oktober 2007.

aangaan, wordt om advies gevraagd. Dit advies dient dan op een zodanig tijdstip te gebeuren, zodat de OR nog een wezenlijke invloed kan uitoefenen op het voorgenomen beslissing.<sup>101</sup> De OR en vakbonden hebben de bevoegdheid om een enquêteprocedure, op grond van art. 26 WOR, te starten bij de OK indien zij gegronde redenen hebben om aan een juist beleid te twijfelen. De enquêteprocedure verloopt hetzelfde als voor aandeelhouders. Het adviesrecht geeft al aan dat het bestuur niet gehouden is het advies te doen volgen. De beleidsvrijheid van het bestuur wordt dan ook niet aangetast. Volgens art. 27 WOR heeft de OR instemmingsrecht. Het instemmingsrecht dient gebruikt te worden bij veranderingen die bijvoorbeeld voort kunnen vloeien uit fusies en overnames. Sinds 2010 heeft de OR in bepaalde gevallen spreekrecht gekregen in de AvA.<sup>102</sup> Het doel is dat zowel de OR haar belangen kan vertegenwoordigen tegenover de aandeelhouders, maar ook dat de aandeelhouders de belangen van de werknemers voldoende meeweegt in haar beslissingen. Dit spreekrecht van de OR komt tot gelding in de goedkeuring van bestuursbesluiten op grond van art. 2:107A BW en bij de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen op grond van art. 2:134a en art. 2:144a BW. In de wet zijn echter geen sancties genomen voor de vennootschap in geval zij de OR geen gebruik laten maken van het spreekrecht. Tevens zijn de aandeelhouders ook niet verplicht om het standpunt van de OR over te nemen. Toch is het wel aan te raden om de OR te betrekken in dergelijke processen. Een centrale doelstelling van de structuurregeling is om, naast de invloed van aandeelhouders, de zeggenschap van werknemers in de structuur van de grote onderneming te verankeren door de OR invloed toe te kennen op de samenstelling van de RvC.<sup>103</sup>

### **4.3. Overige codes regels en richtlijnen**

Deze scriptie beperkt zich door een summier beschrijving te geven van de richtlijnen met betrekking tot de fusie en overname, omdat uitgebreide uitleg hierover onvoldoende relevant is voor de vraag in hoeverre risicomanagement van toegevoegde waarde is voor het fusie- en overnameproces. Enkele richtlijnen die betrekking hebben op het fusie- en overnameproces, zijn de grensoverschrijdende richtlijn, de fusierichtlijn en richtlijn van het openbaar bod.

#### **4.3.1 Richtlijnen**

<sup>101</sup> K.W.G Timmers en P.A.C. van Veersen, 'De rol van de ondernemingsraad bij een veilingsverkoop', in: *TOP*, 2007-7, p. 296 en M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 399.

<sup>102</sup> S.W.G. Wolters, 'Nieuw: spreekrecht ondernemingsraad in aandeelhoudersvergadering NV', Publicatie Banning advocaten, 28 juli 2010.

<sup>103</sup> SER, 'Ontwerpadvies SER over structuurregeling: geef aandeelhouders en ondernemingsraad meer invloed op samenstelling Raad van', 4 januari 2001.

In de fusierichtlijn is een regeling getroffen voor fusies, splitsingen en de inbreng van activa en aandelenruil met betrekking tot vennootschappen uit verschillende lidstaten.<sup>104</sup> De tiende richtlijn betreft de grensoverschrijdende fusie en overname voor de naamloze en besloten vennootschap. In 2008 is deze richtlijn geïmplementeerd in boek twee van het Burgerlijk Wetboek.<sup>105</sup> In het Burgerlijk Wetboek is een afdeling 3A ingevoegd over de bijzondere bepalingen voor grensoverschrijdende fusies.<sup>106</sup> De 13e richtlijn betreft het vennootschapsrecht in verband met overname biedingen. Het doel van deze richtlijn is het beschermen van de aandeelhouders ten aanzien van de naamloze vennootschappen waar een openbaar bod op aandelen tot aankoop of ruil van effecten wordt uitgebracht. Over deze richtlijnen is veel geschreven en zijn de meningen verdeeld. In het kader van dit onderzoek zal dit buiten beschouwing worden gelaten.

Naast de bovengenoemde richtlijnen zijn er regels waar in bepaalde omstandigheden het bestuur van elk te fuseren rechtspersonen aan dient te voldoen. Denk hierbij aan de SFG en de rol van de AFM en NMa.

#### **4.3.2 SER- Fusie gedragsregels**

De Sociaal-Economische-Raad (hierna: SER) heeft een fusiecode opgesteld waarin is beschreven dat vennootschappen die een overname of fusie willen doen, dit melden bij de vakbonden en SER. De SFG heeft als doel de belangen van medewerkers in het fusie- of overnameproces te beschermen en bevat regels die partijen in acht dienen te nemen jegens werknemers. De SFG zijn verplicht toepasbaar bij vennootschappen waarvan tenminste een vestiging in Nederland is gevestigd en waar 50 of meer medewerkers werkzaam zijn.

Art.3 lid 1 van de SFG geeft aan dat: *“Vóórdat over de voorbereiding of totstandkoming van een fusie een openbare mededeling wordt gedaan, worden de verenigingen van werknemers van de inhoud daarvan in kennis gesteld”* Het ter kennis stellen van het voornemen tot een fusie of overname dient op een tijdstip te gebeuren waar de medewerkers nog een dermate invloed kunnen uitoefenen.

Art. 4 van de SFG zegt dat: *“Voordat zij overeenstemming over een fusie bereiken, geven partijen van de voorbereiding van de fusie kennis aan de verenigingen van werknemers..[..]”. ‘Partijen stellen de*

<sup>104</sup> Richtlijn nr. 90/434/EEG van 23 juli 1990 betreffende de gemeenschappelijke regeling voor fusies, splitsingen, inbreng van activa en aandelenruil met betrekking tot vennootschappen uit verschillende lidstaten.

<sup>105</sup> Richtlijn nr. 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie Betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen. Nu afdeling 3A van titel 7 in boek twee van het burgerlijk wetboek.

<sup>106</sup> Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden, jaargang 2008, nr 260.

*verenigingen van werknemers in de gelegenheid hun oordeel te geven over de in voorbereiding zijnde fusie vanuit het gezichtspunt van het werknemersbelang*". Indien niet wordt voldaan aan dit vereiste kan een klacht worden ingediend bij de geschillencommissie van fusiegedragsregels. De geschillencommissie heeft de bevoegdheid om bij meerderheid van de stemmen te bepalen of sprake is van een niet behoorlijke naleving van de fusiegedragsregels. De geschillencommissie kan een sanctie opleggen door middel van openbaarheid van de uitspraak. De uitspraken worden gepubliceerd en bij een ernstig verwijt wordt zelfs een persbericht gepubliceerd.<sup>107</sup>

Het doel van de SFG is om de werknemersbelangen in geval van een fusie of overname te beschermen. De SFG moeten worden nageleefd ten aanzien van de werknemersverenigingen waarvan de werkzaamheden betrekking hebben op een onderneming in Nederland waarvan de activiteiten rechtstreeks door de fusie kunnen worden beïnvloed.<sup>108</sup>

#### **4.3.3. De Autoriteit Financiële Markten en de Nederlandse Bank**

De Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) en de Nederlandse Bank (hierna: DNB) houden toezicht op de financiële markten. Dit wil zeggen dat zij controleren of de onderneming voldoet aan de wet- en regelgeving en toeziet op de eerlijke werking van kapitaalmarkten. De AFM kan een onderzoek instellen naar een financiële onderneming die mogelijk de regels heeft overtreden. Zij hebben de bevoegdheid om sancties en boetes op te leggen.

#### **4.3.4. De Nederlandse Mededingingsautoriteit**

Op bepaalde gronden dient door het bestuur een melding te worden gemaakt bij de NMa. Indien een samenwerking plaats gaat vinden waar de ondernemingen tezamen jaarlijks ruim 13 miljoen euro wereldwijd omzetten én minstens twee van hen binnen Nederland elk een jaaromzet van minimaal 30 miljoen euro realiseren, dienen zij zich te melden bij de NMa.<sup>109</sup> De NMa stelt dan een onderzoek in om te kijken of sprake is van misbruik van economische machtspositie en/of kartelvorming. Het wettelijke kader waar de NMa onderzoek naar doet is gebaseerd op het Mededingingsrecht en de Algemene Wet Bestuursrecht. De NMa kent twee fasen. In de meldfase wordt onderzoek gedaan naar eventuele belemmering van de fusie of overname, waardoor de economische machtspositie in het geding kan komen. Indien de NMa naar aanleiding van dat onderzoek beslist dat hiervan sprake is, dient een vergunning aangevraagd te worden. In deze fase gaat de NMa een grondiger onderzoek uitvoeren en

<sup>107</sup> SER, 'Zelfregulering; Fusiegedragsregels – werkwijze', Website: <www.ser.nl>.

<sup>108</sup> S. Schijf, 'De SER Fusiegedragsregels 2000 anno 2008; de beslissingen van de Geschillencommissie, in: *Arbeidsrecht 2008/10*, 2008

<sup>109</sup> P. Kalbfleisch, 'Spelregels bij concentratiezaken', in: *NMA*, 2009.

kunnen beperkingen worden opgelegd. Het is mogelijk om beroep aan te tekenen nadat de NMa beslist heeft geen vergunning te verlenen bij de Rechtbank Rotterdam. Het hoger beroep kan ingesteld worden bij College van Beroep voor bedrijfsleven.<sup>110</sup>

### **Tot slot**

Nu duidelijk is geworden waar het bestuur aan dient te voldoen, wordt in het volgende hoofdstuk ingezoomd op de bestuurdersaansprakelijkheid in geval van falende fusies en overnames, met als doel de eventuele beperking van aansprakelijkheid middels aantoonbaar risicomanagement. In een later hoofdstuk zal onderzocht worden of de genoemde wet- en regelgeving voldoende borging biedt voor het slagen van de fusie en overname.

---

<sup>110</sup> In verband met dit onderwerp is de summiere uitleg over de NMa voldoende. Voor meer informatie over de NMa wordt u doorverwezen naar de website: <[www.nma.nl](http://www.nma.nl)>

## 5. Bestuurdersaansprakelijkheid betreffende falende fusie en overname

---

Zoals in hoofdstuk twee naar voren is gekomen gaan fusies en overnames vooral mis door het feit dat operationele en strategische aspecten bij beide partijen onvoldoende op elkaar worden afgestemd, dan wel onrealistisch zijn ingeschat. Ook worden risico's niet tijdig geïdentificeerd in de pre-deal fase wat leidt tot een manifest van de risico's in de integratiefase. Ten gevolge daarvan ontstaat een reële kans dat aandeelhouderswaarde daalt en daarmee de fusie of overname 'mislukt'. In de vorige hoofdstukken is bekeken wat de redenen zijn, welke valkuilen tijdens het fusie- en overnameproces aan de orde komen, hoe het fusie- en overnameproces globaal verloopt, welke handvatten zijn aangereikt en aan welke wet- en regelgeving het bestuur zich moet houden. Niet alleen kan risicomanagement een manier zijn waarop bestuurders controle en beheersing hebben over het fusie- en overnameproces en daarmee 'in control' zijn, ook de gronden voor aansprakelijkheid zouden middels het risicomanagement (gedeeltelijk) afgedekt kunnen worden. Immers is het mogelijk dat het gebruik van risicomanagement een aantoonbare maatstaf is voor de rechter en het bestuur, met betrekking tot het bestuurlijk gedrag, en daarmee de toetsing van aansprakelijkheid. In dit hoofdstuk zal bekeken worden waar de rechter in Nederland op toetst en hoe de rechter toetst in Delaware voor de bepaling of risicomanagement en de toetsing op gedrag een rol kan spelen in de procedures van wanbeleid en de gronden van aansprakelijkheid op basis van art. 2:9, art. 2:138/248 en art. 6:162 BW.

### **5.1. De toetsing van bestuurdersaansprakelijkheid in Nederland (gedrags- toetsingsnormen)**

Als uitgangspunt geldt dat bestuurders van een onderneming de beleidsvrijheid hebben om te bepalen op welke wijze zij op risico's reageren. In het NOM/ Willemsen arrest heeft de HR dan ook het uitgangspunt dat ondernemen ook risico's met zich mee brengt en dat er ruimte moet zijn voor creativiteit, vernuft en durf, zonder dat daarvoor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen ontstaat.<sup>111</sup> Een investering die ongelukkig uitvalt en beslissingen die worden genomen die behoren tot ondernemen hoeven in beginsel niet te leiden tot onbehoorlijk bestuur.<sup>112</sup> Ten slotte is het moeilijk een beslissing van het bestuur achteraf te evalueren en moet 'hindsight bias' voorkomen worden. Het is niet de bedoeling dat bestuurders terughoudend zijn in het nemen van risico's. Immers weten aandeelhouders dat zij risico lopen op waardevermindering en hebben zij zelf de keuze gemaakt

---

<sup>111</sup> HR 20 Juni 2008, NJ 2009, 21 (Willemsen/NOM).

<sup>112</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 246. En Kamerstukken II 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 34, Kamerstukken II 29 augustus 1985, 16 631, p. 637.

te investeren middels aandelen. Weliswaar kiezen aandeelhouders dan ook vrijwillig voor het in zee gaan met een vennootschap en de daarmee verbonden risico's. Tot op zekere hoogte dient deze vrijwilligheid dan ook een hoge drempel te zijn voor de aansprakelijkheid van het bestuur.<sup>113</sup> Gezien de zelfgekozen betrokkenheid van individuele aandeelhouders bij de gang van zaken binnen de vennootschap, brengen de in art. 2:8 lid 1 BW bedoelde maatstaven van redelijkheid en billijkheid mee dat de hoge drempel van art. 2:9 BW overeenkomstig van toepassing is bij een door een individuele aandeelhouder tegen een bestuurders aanhangig gemaakte aansprakelijkheidsprocedure.<sup>114</sup>

Om te kunnen beoordelen of de toepassing van risicomanagement van toegevoegde waarde is voor het bestuur in het fusie- en overnameproces is de wijze waarop de rechter toetst en welke normen worden gehanteerd van belang. Middels risicomanagement zou het immers mogelijk zijn dat de rechter kan toetsen of het bestuur zich juist heeft gedragen en daarmee niet of verminderd aansprakelijk is, dan wel ter verantwoording kan worden gesteld. Het Nederlands vennootschapsrecht kent dan ook gedragsnormen, toerekeningsmaatstaven en (rechterlijke) toetsingsnormen. Deze normen kunnen van elkaar divergeren waardoor het bestuur meer beleidsvrijheid heeft. Indien de gedrags- en toetsingsnorm met elkaar convergeren dan heeft het bestuur de beleidsvrijheid van de gedragsnorm.<sup>115</sup> De gedragsnorm is de norm die het bestuur zich jegens de vennootschap in acht dient te nemen. Gedragsnormen schrijven voor dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen. Het bestuur dient een zakelijke beleidsafweging te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat (art 2:8 BW en art. 2:140/250 BW).<sup>116</sup> Schending van de gedragsnormen leidt in beginsel niet tot aansprakelijkheid. De gedragsnormen en toetsingsnormen kunnen tenslotte van elkaar divergeren.

De aansprakelijkheidsnorm is het criterium op grond waarvan het bestuur tegenover zijn vennootschap aansprakelijk dient te zijn. De aansprakelijkheidsnorm kan veel extra elementen bevatten zoals causaliteit, relativiteit en toerekenbaarheid. Dit zijn dan ook wel extra drempels voor de rechter ten

---

<sup>113</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007.

<sup>114</sup> HR 29 November 2002, nr. C01/096, NJ 2003, 455.

<sup>115</sup> B.F. Assink, 'Over vrijheid van ondernemingsbeleid en het enquêterecht- divergentie en convergentie van bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsing nader bezien', in: *Ondernemingsrecht*, 2006-8, p. 311.

<sup>116</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 525. Zie voetnoten 63 en 64.

opzichte van de gedragsnorm voor het bestuur.<sup>117</sup> Als de gedragsnorm voor een bestuur strenger is dan de door de rechter toe te passen aansprakelijkheidsnorm is niet per se sprake van een terughoudende rechterlijke toetsingsnorm. Van een rechterlijke terughoudende toetsingsnorm is sprake als de rechter de aansprakelijkheidsnorm niet zelfstandig en volledig behoeft te toetsen.<sup>118</sup> Veelal gaat het in de rechtspraak niet alleen om een mislukte overname of fusie, maar heeft de vaststelling van wanbeleid of aansprakelijkheid een breder gestalte.

Een belangrijke toets voor rechters is of de besluitvorming, van bijvoorbeeld fusies en overnames, zorgvuldig is verlopen.<sup>119</sup> De rechter toetst of het bestuur zich bij de besluitvorming voldoende heeft laten informeren en of er een adequaat onderzoek is uitgevoerd naar de risico's, waarschijnlijkheid en effecten. Indien hier geen sprake van is, kan sprake zijn van bewust roekeloos handelen of grove nalatigheid. Echter is het risicoprofiel van een onderneming in bepaalde gevallen lastig af te leiden, doordat deze wijzigingen ondergaat en niet expliciet wordt medegedeeld aan de markt. Voorbeelden zijn KPN en Enron waar risicoprofielen zijn gewijzigd door overnames.<sup>120</sup> Indien een lage drempel van aansprakelijkheid mogelijk is, doordat bij iedere 'slechte' uitkomst het bestuur aansprakelijk kan worden gesteld, zullen bestuurders zich terughoudend opstellen en risicomijdend besturen. Het is ook niet de bedoeling dat een bestuurder met kennis van de specifieke risico's doet beslissen niet te beginnen aan de fusie of overname. Bovendien hebben aandeelhouders ook gekozen voor een investering waarbij zij bekend zijn met het risico dat wordt gelopen om een zo hoog mogelijk rendement te behalen.

In deze paragraaf wordt getracht een visie te krijgen op de verschillen tussen de gedragsnormen en toetsingsnormen, de manier van toetsing door de rechter en in hoeverre risicomanagement ertoe kan leiden dat de (eventuele) divergentie van deze normen meer duidelijkheid kan geven over de drempel van aansprakelijkheid. In deze paragraaf zal voornamelijk de enquêteprocedure van wanbeleid onder de loep worden genomen (art. 2:356 BW e.v.) en de artikelen van onbehoorlijk bestuur (art. 2:9 BW), onbehoorlijke taakvervulling (art. 2:138/248 BW) en onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).

<sup>117</sup> L. Timmerman, *Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid*, in: *verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p.541. en D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010, p. 69 en L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief', in: *Ondernemingsrecht* 2003, 555.

<sup>118</sup> D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010, P. 70.

<sup>119</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007.

<sup>120</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 285.



## **5.2 Aansprakelijkheidsprocedure op basis van art. 2:9 BW, art. 2:138 BW en art. 6:162 BW**

Op basis van art. 2:9, art. 2:138/248 en art. 6:162 BW kan het bestuur collectief en persoonlijk aansprakelijk worden gesteld. Voor deze artikelen gelden de gedragsnormen van kennelijk onbehoorlijk bestuur (faillissementsaansprakelijkheid), onbehoorlijke taakvervulling (interne aansprakelijkheid) en onrechtmatige daad (externe aansprakelijkheid).

### **5.2.1. (persoonlijk) ernstig verwijt in de interne en externe aansprakelijkheid?**

In art. 2:9 BW is bepaald dat het bestuur gehouden is tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. In geval van tekortkoming in behoorlijke taakvervulling dient volgens arrest Staleman/Van de Ven sprake te zijn van ernstig verwijt.<sup>121</sup> De maatstaf van ernstig verwijt wordt beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Uit het Schwandt/Berghuizer papierfabriek-arrest<sup>122</sup> blijkt dat de begrippen 'ernstig verwijt' en onbehoorlijke taak vervulling niet los van elkaar kunnen worden gezien. In dit arrest werd gehandeld in strijd met de statutaire bepalingen die beogen de vennootschap te beschermen. In dit geval is het niet mogelijk voor aandeelhouders een beroep te doen op dit artikel, maar is het bedoeld voor het instellen van aansprakelijkheid van het ex-bestuur door het zittende bestuur.

Voor aandeelhouders, crediteuren en anderen betrokken, is het onder andere mogelijk het bestuur aansprakelijk te stellen op basis van onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). De vereisten van dit artikel is dat er sprake is van een onrechtmatige gedraging, de toerekenbaarheid van de daad aan de dader, er moet sprake zijn van schade, causaal verband en het relativiteitsbeginsel. In de Beklamel-norm is bepaald dat de bestuurder onrechtmatig jegens de schuldeiser handelt, als hij namens die vennootschap verplichtingen is aangegaan, terwijl hij wist of redelijkerwijze moest begrijpen dat de vennootschap niet of niet binnen een redelijke termijn aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen en geen verhaal zou bieden voor de schade die de schuldeiser op grond daarvan zou lijden.<sup>123</sup>

Volgens de HR kan de bestuurder aansprakelijk zijn op grond van onrechtmatige daad als sprake is van een persoonlijk ernstig verwijt. Deze toets is veel strenger dan de toerekenbaarheid in lid 3 van art. 6:162 BW.<sup>124</sup> Ten gevolge van deze overlapping is dat het onderscheid tussen interne en externe

<sup>121</sup> HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (Staleman/Van de Ven)

<sup>122</sup> HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (Berghuizer papierfabriek)

<sup>123</sup> HR 6 oktober 1989, NJ 1990, 286 (Beklamel)

<sup>124</sup> HR 18 februari 2000, NJ 2000, 295 (Driespan/ Oosterhof) en HR 8 december 2006, NJ 2006, 659 (Ontvanger/ Roelofsen)

aansprakelijkheid nauwer wordt.<sup>125</sup> Immers heeft een derde niet de mogelijkheid om op grond van art. 2:9 BW de bestuurder aansprakelijk te stellen, omdat deze actie alleen ingezet kan worden door het zittende bestuur van de vennootschap.

Het NOM/Willemsen arrest is in de literatuur een veelbesproken arrest, dat gaat over de invulling van de maatstaf ernstig verwijt uit art. 2:9 BW in art. 6:162 BW.<sup>126</sup> De door de rechter ingestelde algemene formulering betekent dat een derde niet tegen de strenge norm van ernstig verwijt aanloopt, omdat deze alleen van toepassing is voor aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap. Annotator Groffen is van mening dat een derde die de bestuurders aansprakelijk stelt op grond van onrechtmatige daad niet tegen de drempel van ernstig verwijt uit art. 2:9 BW aanloopt. Volgens Groffen mag een bestuurder, die door een derde uit hoofde van onrechtmatige daad tot schadevergoeding wordt aangesproken niet tegengeworpen worden dat er geen sprake zou zijn van ernstig verwijt. Huizink is echter van mening dat de maatstaf van ernstig verwijt uit art. 2:9 BW zou moeten worden toegepast in geval een derde de bestuurder aanspreekt, omdat de bestuurders anders het insolventierisico draagt.<sup>127</sup>

Mijns inziens heeft Huizink een punt door het insolventierisico van de bestuurder te verlagen door de maatstaf van ernstig verwijt toe te passen in geval een derde het bestuur aanspreekt op grond van onrechtmatige daad. Immers zal de bestuurder de door hem gelopen schade door derde verhalen bij de rechtspersoon. Dit wil echter niet zeggen dat de artikelen 2:9 BW en art. 6:162 BW samengesmolten kunnen worden in één wetsartikel. Hiervoor verschillen de grondslagen van deze artikelen voor de aansprakelijkheid veel van elkaar. Zoals hiervoor is aangehaald is Strik van mening dat met de toepassing van de maatstaf van ernstig verwijt in art. 6:162 BW de grondslagen voor interne en externe aansprakelijkheid nauwer wordt.

Huizink is dan ook van mening dat de norm van ernstige verwijtbaarheid uit art. 2:9 BW en het persoonlijk ernstig verwijt van art. 6:162 BW op dezelfde manier moeten worden ingevuld. Het grote verschil tussen beide vormen van bestuurdersaansprakelijkheid zit hem dan voornamelijk in de

<sup>125</sup> W.J. Slagter en B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, en B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2010, p. 49.

<sup>126</sup> HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260, Hof Leeuwarden 12 juli 2006, *JOR* 2006/148 annotatie Groffen. (NOM/Willemsen).

<sup>127</sup> J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?', in: *Onderneming & financiering* 2009 (17) 1, p.108 -110 en HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260, Hof Leeuwarden 12 juli 2006, *JOR* 2006/148 annotatie Groffen. (NOM/Willemsen).

collegiale verantwoordelijkheid van de bestuurders tegenover de rechtspersoon, die bij aansprakelijkheid tegenover derden op grond van onrechtmatige daad ontbreekt.<sup>128</sup>

Ook in de uitspraak van IPG heeft de rechter bepaald dat de strenge maatstaf van ernstig verwijt uit art. 2:9 BW gebruikt kan worden voor aansprakelijkheidskwesties op grond van art. 6:162 BW.<sup>129</sup> Zo heeft de rechter in de uitspraak van IPG de norm ernstig verwijt gebruikt in de aansprakelijkheidskwestie ingesteld door een crediteur. In het vonnis van rechtbank Oost Brabant heeft de rechter bepaald dat een aandeelhouder, die tevens enig bestuurder is, aansprakelijk wordt gehouden over de verkoop van aandelen aan een ‘malafide’ tussenpersoon dat diezelfde dag nog is doorverkocht en later failliet is gegaan. Door de rechtbank is beslist dat de bestuurder onvoldoende onderzoek heeft uitgevoerd naar de overnemende partij.<sup>130</sup>

De rechtbank heeft de overweging uit Ontvanger/Roelofsen overgenomen door voorop te stellen dat een bestuurder van een vennootschap, in geval van benadeling van schuldeisers, onder omstandigheden aansprakelijk kan zijn in geval de bestuurder heeft bewerkstelligd of heeft toegelaten dat de vennootschap haar wettelijke of contractuele verplichtingen niet nakomt, en de vorderingen van deze schuldeisers onverhaalbaar blijven.<sup>131</sup> Deze aansprakelijkheid kan in de regel pas worden aangenomen in geval deze bestuurder in de zin van art. 2:9 BW persoonlijk een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt. Hiervan is sprake indien de bestuurder wist of redelijkerwijze had kunnen begrijpen dat de door hem bewerkstelligde of toegelaten handelwijze van de vennootschap tot gevolg zou hebben dat deze haar verplichtingen niet zou nakomen en ook geen verhaal zou bieden voor de daardoor optredende schade.<sup>132</sup>

De rechtbank heeft beslist dat de bestuurder zich onvoldoende heeft ingespannen om te voorkomen dat IPG niet in handen zou komen van een ‘malafide’ koper die de vorderingen van de crediteur niet zou gaan nakomen. Verder staat vast dat de bestuurder geen enkel onderzoek heeft verricht naar de koper, terwijl met een eenvoudig onderzoek te achterhalen was dat de koper betrokken is geweest bij diverse faillissementen. Door het achterwege laten van een dergelijk onderzoek waardoor de belangen van de

<sup>128</sup> J.B. Huizink, ‘Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?’, in: *Onderneming & financiering 2009* (17) 1, p. 111.

<sup>129</sup> HR 8 december 2006, NJ 2006/659 (Ontvanger/Roelofsen), HR 2 maart 2007, NJ 2007, 240 (Holding Nutbedrijf Westland) en HR 20 juni 2008, NJ 2009/21, JOR 2008/260 (Willemsen/NOM).

<sup>130</sup> Rb. Oost-Brabant, 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 r.o. 4.1 (IPG), zie ook: Rb. Utrecht, 25 mei 2011, LJV BQ7136 en Rb. Middelburg, 5 maart 2012, LJV BW4873

<sup>131</sup> HR 8 december 2006, LJV: AZ0758 r.o.3.5 (Ontvanger/Roelofsen), Rb. Amsterdam, 11 november 2009, 402582 / HA ZA 08-1937, r.o. 4.5.4., (Ontvanger/Roelofsen).

<sup>132</sup> HR 8 december 2006, LJV: AZ0758 r.o.3.5 (Ontvanger/Roelofsen), Rb. Amsterdam, 11 november 2009, 402582 / HA ZA 08-1937, r.o. 4.5.4., (Ontvanger/Roelofsen), Rb. Oost-Brabant 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 r.o. 4.1. (IPG).

crediteur onvoldoende zijn afgewogen, is volgens de rechtbank Oost-Brabant sprake van een persoonlijke ernstig verwijt.

De rechtbank heeft geoordeeld dat de bestuurder persoonlijk aansprakelijk is gesteld en een ernstig verwijt wordt gemaakt op grond van art. 2:9 BW, met als gevolg dat sprake is van onrechtmatige daad op grond van art. 6:162 BW, wegens het niet uitvoeren van onderzoek naar de koper.<sup>133</sup> Ook in verschillende jurisprudentie is naar voren gekomen dat een bestuurder, tevens enige aandeelhouder, geen onderzoek heeft gedaan naar de koper en zelfs met wetenschap dat de vennootschap er niet goed voorstond geen due diligence onderzoek uitgevoerd.<sup>134</sup>

De norm van ernstig verwijt als bedoeld in art. 2:9 BW, interne aansprakelijkheid, wordt hier voor externe aansprakelijkheid gebruikt. In dit arrest wordt de norm van (interne) bestuurdersaansprakelijkheid gebruikt, terwijl een crediteur de aandeelhouder aansprakelijk heeft gesteld. In dit geval geldt het art. 6:162 BW onrechtmatige daad. De formele grondslag voor aansprakelijkheidstelling door een crediteur is op basis van onrechtmatige daad.<sup>135</sup>

Opvallend is dat de rechtbank de normen en artikelen van bestuurdersaansprakelijkheid heeft gehanteerd en niet de norm voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder. Immers, zoals Rietveld in zijn notitie aangeeft, gaat het niet om de verkoop van onderneming, maar over de verkoop van aandelen en zou art. 2:9 BW niet van toepassing zijn. Art. 2:9 BW is bedoeld als interne bestuurdersaansprakelijkheid en in deze zaak, evenals in het vonnis van Rb. Utrecht, gaat het om aansprakelijkheid van aandeelhouder(s) in plaats van bestuurdersaansprakelijkheid. Art. 2:9 BW is volgens Rietveld alleen van toepassing bij de handelingen in de voorbereiding of de uitvoering van een transactie die de bestuurder in zijn hoedanigheid voor de vennootschap verricht.<sup>136</sup>

In bovengenoemde arrest van IPG valt te duiden dat nog onduidelijkheid bestaat over de wijze van toetsing door de rechter. Zo wordt voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder de norm van ernstig verwijt uit art. 2:9 BW toegepast dat formeel van toepassing is als interne bestuurdersaansprakelijkheid. Enerzijds is de eiser een crediteur waardoor art. 6:162 BW toegepast moet worden. Bovendien gaat het in het bovengenoemde arrest om de verkoop van aandelen in plaats van de verkoop van de

<sup>133</sup> Rb. Oost-Brabant, 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 r.o. 4.6. (IPG).

<sup>134</sup> Rb. Utrecht, 25 mei 2011, LJN BQ7136, r.o. 4.5. en Rb. Middelburg, 5 maart 2012, LJN BW4873, r.o. 8,9.

<sup>135</sup> Bartman en Dorrestijn, van het concern, 2009, p. 264.

<sup>136</sup> Rb. Oost-Brabant 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 (IPG), Annotatie mr. Rietveld.

onderneming, waardoor sprake zou moeten zijn van aandeelhoudersaansprakelijkheid in plaats van bestuurdersaansprakelijkheid.

In het kader van deze scriptie is het meest interessant aan deze uitspraak (IPG), tezamen met Ontvanger/Roelofsen en het vonnis van rechtbank Utrecht en Rechtbank Middelburg, dat de rechtbank tot de constatering komt dat te weinig of geen onderzoek is verricht naar de koper. Terecht stelt Rietveld de vraag op welke manier de verplichting voor het instellen van onderzoek naar de koper dient te worden ingevuld. Enigszins komt er dan een zorgplicht bij de verkoper te liggen. Deze zorgplicht is in bepaalde mate aanwezig middels de mededelingsplicht. Echter ligt dit, mijns inziens, in beginsel meer in het belang van de koper, terwijl de door de rechtbank opgelegde verplichting tot onderzoek naar de verkoper meer duidt op het belang van de eigen (verkopende) vennootschap. Over deze mededelingsplicht is nog discussie waar het gaat om de vraag tot hoever deze plicht strekt.

Nu blijkt, naar aanleiding van deze uitspraken, dat ook de verkoper evenals eventueel de aandeelhouder de belangen van de eigen vennootschap in acht dient te nemen en onderzoek dient te verrichten naar de koper. Om die reden zou openheid van zaken aan elkaar gegeven moeten worden. Immers kunnen beide partijen aansprakelijk worden gesteld indien zij niet hebben voldaan aan deze plicht.

In beginsel is de kopende partij meestal niet bereid inzicht te geven in de financiële gegevens, die voor de onderhandelingspositie en aanscherping van garanties gevolgen kunnen hebben. Toch heeft de verkopende partij hier wel recht op, omdat zij, ook volgens de rechter, dient te weten aan wat voor vennootschap zij haar onderneming of aandelen verkoopt. De rechter heeft nu de plicht opgelegd voor de verkopende partij om onderzoek te doen naar de koper. Naar mijn mening dienen beiden partijen elkaar dan inzicht te geven in de boeken. Alleen op die manier kan een evenwichtig onderzoek uitgevoerd worden door beide partijen. De verkoper heeft dan wel de plicht om maatregelen te treffen naar aanleiding van de uitkomsten van het onderzoek. Dit onderzoek van identificatie van risico's voor de verkopende partij en de daarbij behorende maatregelen kunnen middels het risicomanagement model ondervangen worden. Bovendien rijst de vraag of een minder goede onderhandelingspositie wel opweegt tegen de kosten die worden gemaakt, als blijkt dat de onderneming onvoldoende liquide is en andere kosten die niet voorzien zijn, tevoorschijn komen.

Nu blijkt dat de rechter voor zowel de verkopende partij als de kopende partij een zeker mate van verplichting opstelt om onderzoek te doen naar de andere partij zou, mijns inziens, een risicomanagementmodel hiervoor van toegevoegde waarde zijn. Het bestuur van beide partijen zal in

eerste instantie met name gericht zijn op de financiële positie van de ‘tegenpartij’. Echter gaat het gebruik van risicomanagement in het fusie- en overnameproces veel verder dan dat. Alle raakvlakken worden aangesneden, waardoor een degelijk onderzoek wordt uitgevoerd. Op die manier zijn de mazen in de financiële analyse te ondervangen, want ook andere categorieën, zoals de operationele en strategische, worden bij het proces betrokken. In die zin is het niet van belang of de vennootschap leeg is, alleen aandelen worden verkocht, crediteuren nog in beeld zijn en of werknemers in de vennootschap werkzaam zijn. Met de toepassing van risicomanagement gaat het om het feit dat de rechtspersoon, bestuurder(s), aandeelhouder(s) en commissarissen in het belang van de vennootschap handelen.

Naar aanleiding van de discussie over de toepassing van artikelen door de rechter, zou middels het risicomanagement de rechter wellicht worden voorzien in meer inzage over de wijze waarop getoetst moet worden. Immers valt uit het risicomanagement model te analyseren of sprake is van bestuurdersaansprakelijkheid of wellicht aandeelhoudersaansprakelijkheid. Het bestuur, dan wel aandeelhouder(s) hebben dan wel voldaan aan de plicht van onderzoek naar de tegenpartij.

### **5.2.2. Faillissementsaansprakelijkheid**

Naast bovengenoemde artikelen is er de mogelijkheid om op grond van art. 2:138 BW en art. 2:248 BW het bestuur in de NV en BV aansprakelijk te stellen in geval van onbehoorlijk bestuur als wordt vermoed dat de kennelijke onbehoorlijke taakvervulling een belangrijke oorzaak is van het faillissement. In geval van faillissement van de NV of BV is iedere bestuurder tegenover de boedel hoofdelijk aansprakelijk voor het bedrag van de schulden voor zover deze niet uit het faillissement kunnen worden voldaan. Volgens de HR is van kennelijk onbehoorlijk bestuur sprake als *‘geen redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden -aldus gehandeld zou hebben’*.<sup>137</sup> Bovendien moet aannemelijk zijn dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Art. 2:138/248 BW hanteert de gedragsnorm van kennelijk onbehoorlijke taakvervulling. Dit betekent dat buiten kijf moet staan dat er sprake is van een nalaten. Als daar twijfel over bestaat, is de bestuurder dan ook niet aansprakelijk. In deze artikelen heeft de wetgever willen benadrukken dat sprake moet zijn van een onverantwoordelijk, roekeloos en

<sup>137</sup> 10 HR 8 juni 2001, NJ 2001, 454 (Panmo Produktie BV), zie ook: HR 7 juni 1996, NJ 1996, 695 (Ontvanger/Van Zoolingen), r.o. 5.3 (art. 36 lw procedure); HR 8 juni 2001, NJ 2001, 454 (Gilhuis q.q./Hamelinck), r.o. 3.7, HR 14 oktober 2005, JOR 2006/61 (Ontvanger/Van Burgeler), r.o. 4.1.3.

onbezonnen bestuur, dat niet kan worden gerekend onder het nemen van een normaal ondernemersrisico.<sup>138</sup>

De curator heeft de bewijslast om het causaal verband van kennelijk onbehoorlijk bestuur en het faillissement aan elkaar te koppelen. Lid 2 van art. 2:138/248 BW komt de curator hierin tegemoet door aan te geven, dat wanneer het bestuur niet heeft voldaan aan de administratieplicht van art. 2:10 BW of art. 2:394 BW de jaarrekening, vaststaat dat het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld en wordt vermoed dat onbehoorlijke taakvervulling een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Het 3<sup>e</sup> lid van art. 2:138/248 BW beschrijft dat bestuurders zich kunnen disculperen, indien zij kunnen bewijzen dat de onbehoorlijke taakvervulling niet aan het bestuur te wijten is en dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden. Het is aan het bestuur om het causaal verband van de curator te weerleggen. Het bestuur dient te bewijzen dat het faillissement niet is veroorzaakt door kennelijk onbehoorlijk bestuur. In veel gevallen zal het bestuur hier niet in slagen, maar door het gebruik van risicomanagement dat speciaal is gericht op het fusie- en overnameproces zou hier verandering in kunnen komen.<sup>139</sup> Ook in de statutaire bepalingen kan worden opgenomen dat het bestuur op bepaalde gronden niet aansprakelijk kan worden gesteld. Het is immers evident dat middels het woord ‘kennelijk’ uit art. 2:138 BW sprake is van een marginale toetsing. De rechter mag immers niet op de stoel van de ondernemer zitten en ondernemen gaat gepaard met het nemen van risico's, waar fouten niet altijd vermeden kunnen worden. Of sprake is van onbehoorlijk bestuur op grond van art. 2:138/248 BW dient de rechter te oordelen naar het moment waarop de desbetreffende bestuurshandelingen werden verricht. De rechter dient hierbij rekening te houden met alle omstandigheden van het geval en tot een redelijk en billijk oordeel komen.

### **5.2.3. Gedrags- en toetsingsnormen van (bestuurders) aansprakelijkheidsvormen**

In de literatuur zijn vele discussies gaande over de gedragsnormen en toetsingsnormen uit art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW. Het criterium van ernstig verwijt uit art. 2:9 BW duidt meer op een integrale toetsing.<sup>140</sup> Het vennootschapsrecht kent anders dan in het privaatrecht een marginale toetsing. Echter duidt de toetsing van art. 2:9 en 6:162 BW meer op een integrale toetsing. De rechterlijke toetsingsnorm voor art. 2:9 BW is dat *‘geen redelijk bekwame en handelende functionaris die taak in de gegeven*

<sup>138</sup> *Kamerstukken II 1983/1984, 16 631, nr. 6, p.3, 5 en 21; wat wel vermeden moet worden is onverantwoordelijk, roekeloos of onbezonnen bestuur, dat niet kan worden gerekend tot het nemen van normaal ondernemersrisico, zie: Handelingen II 1984/85, 16 631, p. 6337.*

<sup>139</sup> J.B. Huizink, ‘Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?’, in: *Onderneming & financiering 2009 (17) 1*, p. 111.

<sup>140</sup> D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010, p. 264

*omstandigheden had behoren te vervullen*'.<sup>141</sup> Dit impliceert dat de rechter zelf een invulling geeft aan hetgeen wordt verstaan onder een redelijk bekwame en redelijke handelende functionaris. Uit de Laurus-norm is namelijk naar voren gekomen dat de rechter een eigen oordeel dient te vormen over wat er van een redelijk denkend en bekwaam handelend functionaris mag worden verwacht en vervolgens het handelen van de bestuurder daaraan toetst.<sup>142</sup>

Het art. 2:138/248 BW duidt meer op een marginale toetsing doordat het woord 'kennelijk' is toegevoegd. Volgens Strik heeft het woord 'kennelijk' in art. 2:138/248 BW feitelijk dezelfde functie als ernstig verwijt in art. 2:9 BW. Daarom pleit Strik ervoor dat ook de rechterlijke toetsingsnormen op elkaar zouden moeten worden afgestemd, omdat beide artikelen dezelfde toerekeningsmaatstaven en grondslagen kennen. In beide artikelen zou dan de disculpatie grond van 'ernstig verwijt' moeten gelden.<sup>143</sup> De toetsingnorm van art. 2:138 BW zou volgens Strik ook toegepast kunnen worden bij onrechtmatige daad uit hoofde van art. 6:162 BW.<sup>144</sup> Volgens Maeijer moet in de aansprakelijkheid van art. 2:138/248 BW ten minste sprake zijn van ernstig verwijt. Zo zijn Timmerman en Maeijer van mening dat het ernstig verwijt als opzet en bewuste roekeloosheid gezien moet worden.<sup>145</sup> De HR heeft in Panmo arrest het begrip ernstig verwijt niet overgenomen voor de aansprakelijkheid in art. 2:248 BW, maar wordt getoetst aan de norm van '*redelijk denkende en handelende bestuurder -onder dezelfde omstandigheden- aldus zou hebben gehandeld*'.<sup>146</sup> Er bestaan dan ook verschillende opvattingen over de normen van art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW. Maeijer, Strik en Assink zijn van mening dat er weinig tot geen verschil is in de normen van art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW, althans dezelfde normen gelden dan wel zouden moeten gelden, terwijl Wezeman van mening is dat de maatstaf van 'ernstig verwijt' alleen moet gelden voor art. 2:9 BW. Wezeman is van mening dat van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:9 BW pas sprake is bij handelingen die door '*geen redelijk handelend bestuurder in dezelfde omstandigheden zouden zijn verricht*'.<sup>147</sup> Huizink is van mening dat de vereiste verwijtbaarheid om tot

<sup>141</sup> OK 16 oktober 2003, JOR 2003/260 (Laurus beschikking)

<sup>142</sup> HR 8 april 2005, JOR 2005/119 (Laurus)

<sup>143</sup> D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010, p.355.

<sup>144</sup> D.A.M.H.W. Strik, "Ernstige verwijtbaarheid: tussen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid", in: *Ondernemingsrecht*, 2009, 156.

<sup>145</sup> S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevend: naar privaatrechterlijke, strafrechtelijk en bestuursrechtelijke maatstaven*, Deventer: Kluwer 2009, p 222 en J.M.M Maeijer (m.m.v. F.J.P. van den Ingh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en rechtspersoon. Deel III. De naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, p. 321 en L. Timmerman, *Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid*, in: *verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 540-541.

<sup>146</sup> HR 8 juni 2001, NJ 2001, 454 (Panmo Productie BV).

<sup>147</sup> J.B. Wezeman, *Aansprakelijkheid van bestuurders*, Deventer: Kluwer 1998, p. 68 en M.J. Kroeze, I. Timmerman & J.B. Wezeman, *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2007.



aansprakelijkheid van bestuur te kunnen komen wel gelijk moet zijn. De lichtere verwijtbaarheid uit art. 6:162 BW leidt volgens Huizink tot een onaanvaardbare verslechtering van de positie van bestuurders.<sup>148</sup>

Slagter brengt de artikelen art. 2:9 BW, art. 2:138 en art. 2:248 BW tezamen met het enquêterecht. Zo is hij van mening dat er drie lagen van verwijtbaarheid zijn namelijk, een gewoon verwijt, een ernstig verwijt, zoals bedoeld in art. 2:9 BW, dat gelijk staat met onbehoorlijk bestuur en met onjuist beleid (art. 2:354 BW), en het kennelijk onbehoorlijk bestuur (art. 2:138/248 BW) dat gelijk staat met wanbeleid uit art. 2:355 en art. 2:356 BW.<sup>149</sup> Wanbeleid wordt gezien als in strijd met elementaire beginselen van ondernemerschap, terwijl onjuist beleid deze verzwarende factoren niet kent.<sup>150</sup> Slagter is van mening, dat art. 2:9 BW gelijk staat met onbehoorlijk bestuur en onjuist beleid en niet met kennelijk onbehoorlijk en wanbeleid. Maeijer en Raaijmakers zeggen dan ook dat art. 2:9 BW betrekking heeft op het bestuur en art. 2:356 BW betrekking heeft op de vennootschap.<sup>151</sup>

Mijns inziens, dienen de normen voor bestuurdersaansprakelijkheid gescheiden te blijven, want de grondslagen voor deze artikelen zijn ook verschillend. Immers heeft de wetgever een duidelijk onderscheid aangebracht in de grondslagen voor interne en externe (bestuurders)aansprakelijkheid. De rechter gebruikt maatstaven en toetsingsnormen door elkaar heen dat leidt tot verwarring. Naar mijn mening heeft de rechter dan ook soms moeite met de wijze waarop zij het bestuur dienen te toetsen en zouden zij meer inzicht moeten krijgen in de wijze waarop het bestuur bestuurt. Door beter inzicht in het gedrag van het bestuur en de besturingsfilosofie krijgt de rechter meer inzicht in de vennootschap en de wijze waarop het bestuur zijn taak vervuld. Op die manier kan meer helderheid en inzicht komen voor de rechter in de aansprakelijkheidstoetsing.

### **5.3. Enquêteprocedure**

Naast aansprakelijkheidsprocedures wordt middels de enquêteprocedure een beslissing genomen of het bestuur ter verantwoording kan worden geroepen wegens onjuist beleid of wanbeleid. Zo heeft in de casus van PCM de OK geoordeeld dat sprake was van wanbeleid doordat bestuurders, commissarissen en verkopende aandeelhouders bij de besluitvorming van de overname van PCM onvoldoende rekening

<sup>148</sup> J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?', in: *Onderneming & financiering 2009* (17) 1, P. 112.

<sup>149</sup> W.J. Slagter en B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, p. 141.

<sup>150</sup> G. van Solinge, *Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid, (oratie)*, in: F.J.P. van den Ingh, G. van Solinge en J.M.M. Maeijer, *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering*, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden instituut, deel 59, Deventer: Kluwer 1998.

<sup>151</sup> W.J. Slagter en B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, p. 141 en M.J.G.C. Raaijmakers, *Corporate Governance in: Ondernemingsrecht in international perspectief, Nederlandse Genootschap van bedrijfsjuristen*, Deventer: Kluwer 1995, p. 179-205.

is gehouden met de vennootschap al geheel. Onvoldoende is afgewogen wat de financiële gevolgen waren van de overname, waardoor de strategie niet meer te realiseren was.<sup>152</sup> Bovendien is in de zaak van FORTIS/ABN Amro door de OK beslist dat sprake is van wanbeleid wegens het niet op tijd aanpassen aan de verslechterde omstandigheden en achterhouden van belangrijke informatie.<sup>153</sup> In December 2013 is de HR tot het oordeel gekomen dat de OK juist heeft gehandeld en dat er geen sprake was van 'hindsight bias'. Van Fortis werd verwacht dat zij jegens ABN Amro een scherpe zorgplicht zouden vervullen en meer kennis, inzicht en inspanning hadden in de besluitvorming. Ook is volgens de HR sprake van wanbeleid in verband met de informatieverstrekking.<sup>154</sup> Toch komt in veel gevallen juist het tegenovergestelde voor waar de HR het wanbeleidsoordeel van de OK vernietigt. Zo is in verschillende rechtspraak door de OK geoordeeld dat sprake is van wanbeleid dat door de HR later is vernietigd.<sup>155</sup> Het is dan ook opmerkelijk dat de rechterlijke instanties in Nederland zo verschillend oordelen in het vennootschapsrecht.

Middels de enquêteprocedure hebben aandeelhouders en medewerkers via de vakbonden de mogelijkheid om de OK te vragen naar een onderzoek of sprake is van onjuist beleid of wanbeleid van het bestuur en commissarissen. Deze procedures zijn terug te vinden in art. 2:344 BW e.v. Zo is in art. 2:350 lid 1 BW neergelegd dat de OK een verzoek tot enquête toewijst, indien sprake is van een gegronde reden om aan een juist beleid of aan juiste gang van zaken te twijfelen. De OK heeft op grond van art. 2:349a BW de bevoegd onmiddellijke voorzieningen op te leggen.<sup>156</sup> Het art. 2: 354 BW spreekt over het begrip van 'onjuist beleid', terwijl in de art. 2:355 BW en art. 2:356 BW wordt gesproken van wanbeleid. Van wanbeleid is sprake als wordt gehandeld in strijd met de elementaire beginselen van ondernemerschap.<sup>157</sup> Enige nuances in het begrip 'onjuist beleid' en 'wanbeleid' zou dan ook in rechtspraak moeten terugkomen. Volgens Assink zou het moeten zijn, dat het eenmalig tekortschieten hetzelfde is als schending van een gedragsregel dat onjuist beleid oplevert, maar niet hetzelfde is als wanbeleid. Bij regelmatig tekortschieten en frequente schending van een of meer gedragsregels zal snel

<sup>152</sup> OK 27 mei 2010, JOR 2010/189 (PCM).

<sup>153</sup> HR 13 Juli 2007, JOR 2007/178 en Cass.5 April 2012 JOR 2013/41.

<sup>154</sup> HR 6 December 2013, NJB 2013/2623, JOR 2014/65, nr. 12/03302 (Fortis/VEB)

<sup>155</sup> OK 18 januari 2001, JOR 2001 (VIBA) en HR 21 Februari 2003, NJ 2003/58, 181 (VIBA), HR 18 April 2003, NJ 2003, 286 (RNA), HR 21 Februari 2003, NJ 2003, 182 (HBG/VEB)

<sup>156</sup> Over gegronde redenen wordt verstaan het handelen in strijd met de elementaire beginselen van ondernemerschap. Assink is van mening dat deze 'vage' termen onvoldoende handvatten bieden voor rechter om te oordelen of sprake is van wanbeleid. Hier zal later op worden ingegaan.

<sup>157</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 440 en OK Gucci 27 mei 1999.

wanbeleid worden vastgesteld.<sup>158</sup> Het enquêterecht leidt dan ook voor bestuurders tot een onvoorspelbaarheid en onzekerheid over de vraag, in hoeverre zij bevoegd en gehouden zijn de uitvoering van de door hen vastgestelde strategie en het beleid van de vennootschap voort te zetten.<sup>159</sup> Gezien de verschillende toetsing van de OK en HR is dit begrijpelijk. Bovendien zijn er geen eenduidige regels voor het bestuur en is er geen handvat voor de rechter van de OK om te bepalen wanneer sprake is van onjuist beleid of wanbeleid.

Bovendien wordt in het huidige vennootschapsrecht de redelijkheidstoets als uitgangspunt gebruikt voor de grens van gedrags- en toetsingsnormen. Ook is sprake van marginale toetsing wat het bestuur een bepaalde mate van beleidsvrijheid toekomt.<sup>160</sup> De redelijkheidstoets wordt dan ook als maatstaf voor wanbeleid gehanteerd. In theorie toetst de OK eerst of sprake is van onzorgvuldig gedrag om vervolgens te toetsen of sprake is van ernstig onzorgvuldig gedrag om zo te bepalen of sprake is van 'handelen in strijd met elementaire beginselen' en daarmee wanbeleid. Assink is van mening dat bij de tweede stap, dus bij de toets of sprake is van ernstig onzorgvuldig gedrag, terughoudend getoetst dient te worden. Niet iedere beleidsfout resulteert in wanbeleid, maar alleen de ernstige varianten.<sup>161</sup>

Wanbeleid uit hoofde van art. 2:350 BW e.v. is door de HR nader gedefinieerd als 'handelen in strijd met de elementaire beginselen van ondernemerschap'.<sup>162</sup> Echter is niet duidelijk wat wordt verstaan onder 'elementaire beginselen'. Een consequente toetsing van bestuurlijk gedrag is niet aanwezig. Uit rechtspraak van de HR inzake de enquêteprocedure (art.2:355 BW e.v.) lijkt te moeten worden afgeleid dat een beleidsfout, die niet als wanbeleid kan worden geduid evenmin leidt tot 'strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'.<sup>163</sup> De OK heeft niet eerder geoordeeld dat er sprake was van een handeling in strijd met de elementaire beginselen, zonder dat sprake is van wanbeleid.<sup>164</sup>

<sup>158</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 420.

<sup>159</sup> C.F. van der Elst, A. de Jong e.a., 'Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen', *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 24 Oktober 2007.

<sup>160</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 233.

<sup>161</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007 p.233.

<sup>162</sup> HR 10 Januari 1990, NJ 1990, 466. (OGEM Holding) ro. 7.3.

<sup>163</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007.

<sup>164</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 419 – 422.

In arrest HBG / Ballast Nedam was door OK geoordeeld dat sprake is van wanbeleid, vanwege het nalaten van het bijeenroepen van de AvA over de beslissing van de afwijzing van het bod van Boskalis en het aangaan van een samenwerking met Ballast Nedam NV.<sup>165</sup> Bovendien is in de beschikking besproken dat de verantwoording en informatieverstopping, van de door haar gemaakt beleidskeuze nalatig waren. De HR heeft later de beoordeling van OK verworpen en geoordeeld dat geen sprake is van wanbeleid.<sup>166</sup> In de casus van HBG is geen sprake van stelselmatig tekortschieten hierin. De enkele omstandigheid dat mede als gevolg van het handelen van het bestuur en RvC van HBG een vertrouwensbreuk is ontstaan, kan niet worden gekwalificeerd als een handelen van een zo ernstig karakter dat HBG in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap heeft gehandeld, aldus de HR.<sup>167</sup>

De HR heeft in de OGEM beschikking overwogen dat de enquêteprocedure niet alleen als doel heeft, het saneren en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van organisatorische aard, maar ook opening van zaken geeft en vaststelling biedt van wie verantwoordelijk is voor mogelijk wanbeleid.<sup>168</sup> In de Laurus zaak is beslist dat de enquêteprocedure een instrument is om een antwoord te krijgen op de vraag of sprake is van wanbeleid en bij de wie de verantwoordelijkheid ligt.<sup>169</sup> Het is tevens mogelijk dat naast een enquêteprocedure bij de OK ook een aansprakelijkheidsprocedure wordt gestart. In de zaak van Fortis/ABN Amro liep al een enquêteprocedure, maar heeft de Rechtbank van Utrecht ook uitspraak gedaan over het beleid van Fortis waar het bestuur aansprakelijk is gesteld wegens marktmanipulatie en het achterhouden van koersgevoelige informatie in verband met de overname.<sup>170</sup>

Zoals de HR heeft geoordeeld in zijn beschikking van OGEM, kan ook een enkele gedraging wanbeleid opleveren, vooral indien die gedraging tot voor de onderneming zeer schadelijke gevolgen heeft geleid.<sup>171</sup> Het handelen in strijd met de elementaire beginselen van ondernemerschap staat, volgens

---

<sup>165</sup> OK 21 Januari 2002, *JOR* 2002/28. (HBG)

<sup>166</sup> HR 21 Februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG/VEB)

<sup>167</sup> HR 21 Februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG/VEB), ro. 6.6.4, 6.8.2.

<sup>168</sup> HR 10 Januari 1990, *NJ* 1990, 466. (OGEM Holding)

<sup>169</sup> HR 8 April 2005, *JOR* 2005, 119 (Laurus)

<sup>170</sup> Rechtbank Utrecht, 15 februari 2012, *Ondernemingsrecht* 2012/51, m.nt. De Jong. Het wanbeleidoordeel van de Ondernemingskamer blijkt uit haar beschikking van 5 april 2012, LJN: BW0991.

<sup>171</sup> OK 21 dec. 2004 (unilever), ro. 3.9. en HR 10 januari 1990 (OGEM Holding), ro. 7.3.

Schilfgaarde en Maeijer, gelijk aan wanbeleid.<sup>172</sup> Met name van der Sangen lijkt een andere mening te hanteren over de enquêterechtspraak van de HR.<sup>173</sup> Van der Sangen is van mening dat het handelen dat strijdig is met de elementaire beginselen onder omstandigheden tot niet de (dis)kwalificatie 'wanbeleid' kunnen dragen, omdat die handelingen niet dusdanig ernstig zijn dat zij deze (dis)kwalificatie rechtvaardigen.

Het arrest VIBA laat de koppeling in het midden tussen wanbeleid en het in strijd handelen met de elementaire beginselen van ondernemerschap en verwijst alleen naar wanbeleid.<sup>174</sup> De OK laat in RNA zien dat wanbeleid wel gebaseerd is op het handelen in strijd met de elementaire beginselen, terwijl de HR daar niet naar verwijst.<sup>175</sup> Assink is dan ook van mening dat de HR bij de beoordeling of van wanbeleid sprake is, naast de elementaire beginselen van ondernemerschap ook gekeken moet worden naar opzet en/of zeer nadelige gevolgen.<sup>176</sup>

De vraag is of de huidige redelijkheidstoets voldoende recht biedt aan de beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag. Assink pleit voor een minder strenge maatstaf dan de redelijkheidstoets om vast te stellen of het bestuur de gedrags- en toetsingsnorm geschonden heeft. Het is niet de taak van de OK om af te wegen of de zakelijke beleidsafweging objectief bezien verstandig is geweest, maar het moet gaan om de vraag of het bestuurlijk gedrag logisch verklaarbaar is, ook wel de rationaliteitstoets.<sup>177</sup> Immers dient het bestuur naar eer en geweten en op een subjectief bonafide wijze zijn taakopdracht jegens de vennootschap te vervullen, en te voldoen aan de toepasselijke (on) geschreven rechters afdwingbare voorschriften, ook wel de loyaliteitsplicht en zorgvuldigheidsplicht. Met loyaliteitsplicht wordt dan ook bedoeld dat het bestuur de eerlijke en oprechte overtuiging heeft in al zijn gedragen en daarmee het belang van de vennootschap behartigd. Hier geldt dan ook dat de gedrags- en toetsingsnorm gelijk zijn aan elkaar. Daarnaast geldt de zorgvuldigheidsplicht, waar alle (on)geschreven

<sup>172</sup> P. Schilfgaarde en J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009, p. 336. en G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme (met medewerking van R.G.J. Nowak), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, p. 316.

<sup>173</sup> G.J.H. van der Sangen, 'Het enquêterecht als bron van nieuwe ondernemingsrecht. Beschouwingen over de uitdijende reikwijdte van het enquêterecht', in: *TvO* 2004, p. 86 en G.J.H. van der Sangen, *Rechtskarakter en financiering van de coöperatie* (diss. Tilburg) (Serie Center for Company Law), Deventer: Kluwer 1999.

<sup>174</sup> HR 21 Februari 2003, *NJ* 2003/58, 181 (VIBA), ro. 3.4.3. en OK 10 januari 2002, zaaknr. 758/2001 OK (VIBA II), ro. 3.8

<sup>175</sup> OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (RNA), ro. 3.9, 3.13, 3.45 en HR 18 April 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), ro. 3.9 e.v.

<sup>176</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 421.

<sup>177</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 544.

algemene voorschriften in staan die aangeven hoe het bestuur zich dient te gedragen.<sup>178</sup>

De huidige toetsing van wanbeleid is gebaseerd op de maatstaf van redelijkheid, waar gekeken wordt naar de mate waarin *'in strijd is gehandeld met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'*. Hiervoor is kenbaar gemaakt dat deze manier van toetsen door de rechter onvoldoende gewenst is, omdat daar nog veel onduidelijkheid en discussie over bestaat waardoor wordt gepleit voor een meer terughoudende toetsing, ook wel de rationaliteittoets. Getracht zal worden of risicomanagement verlichting kan brengen aan de bestuurders, rechters en de eisende partij(en) in de impasse van gedrags- en toetsingsnormen in het wanbeleidsoordeel en aansprakelijkheidsprocedures, betreffende fusies- en overnames. Om te voorkomen dat deze verscheidenheid in toetsing van onjuist- en wanbeleid langlopende procedures en torenhoge kosten worden gemaakt, krijgt de rechter met behulp van het risicomanagement model meer de gelegenheid om te toetsen op de logica van beslissingen en het gedrag van het bestuur.

### **Tot slot**

Uit rechtspraak en literatuur is gebleken dat vele nuances aanwezig zijn op het gebied van wanbeleid, onjuist beleid en aansprakelijkheidsprocedures. Wel is men van mening dat het is gewenst om het gedrag van bestuurders onder omstandigheden terughoudend te toetsen door de rechter. In Nederland is, anders dan in Delaware, onduidelijk hoe de rechter het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging van het bestuur dient te toetsen. De wet- en regelgeving zou zo ingericht moeten zijn dat het bestuur niet bij ieder te nemen risico hoeft te vrezen voor persoonlijke aansprakelijkheid, maar een bepaalde beleidsvrijheid heeft waarin hij risico's kan nemen, dat tot ondernemen behoort en waarvoor aandeelhouders in bepaalde mate ook hebben gekozen. Gezien de zelfgekozen betrokkenheid van individuele aandeelhouders, bij de gang van zaken binnen de vennootschap, brengen de in art. 2:8 lid 1 BW bedoelde maatstaven van redelijkheid en billijkheid mee dat de hoge drempel van art. 2:9 BW overeenkomstig van toepassing is bij een door een individuele aandeelhouder tegen een bestuurder ahangig gemaakte aansprakelijkheidsprocedure.<sup>179</sup> Desalniettemin zijn de vorderingen verschillend als het gaat om aansprakelijkheid van bestuurders van rechtspersonen. De juridische grondslagen van de verschillende vorderingen en de posities van de

<sup>178</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 644.

<sup>179</sup> HR 20 juni 2008, NJ 2009/21, JOR 2008/260 (Willemsen/NOM) met een annotatie van Groffen.

eisende partijen verschillen daarvoor te veel.<sup>180</sup> Mijns inziens biedt het gebruik van risicomanagement meer inzicht voor de rechter om eenduidig te toetsen met betrekking tot fusies en overnames. De rechter, maar ook de eisende partij kan aan de hand van het risicomanagementmodel een betere inschatting maken op basis van welke grond(en) het bestuur wel of niet aansprakelijk is.

In de Verenigde Staten gelden andere gedrags- en toetsingsnormen die interessant zijn om hier te vernoemen, omdat het gebruik van risicomanagement een middel kan zijn om de onduidelijkheid in Nederland over de gedrags- en toetsingsnormen te verbeteren zoals die in de VS zijn neergelegd. Eén van de grote verschillen tussen Nederland en de Verenigde Staten is het feit dat in de Verenigde Staten het shareholder Model geldt, in tegenstelling tot het in Nederland geldende stakeholder model. In Nederland moet rekening worden gehouden met alle deelnemers in een vennootschap, terwijl in de Verenigde Staten men voornamelijk is gericht op de aandeelhoudersbelangen. In het volgende hoofdstuk zal dan ook worden ingegaan op de gedrags- en toetsingsnormen van de business judgment rule, om te analyseren in hoeverre risicomanagement een middel is om het gedrag van het bestuur op deze wijze te laten toetsen door de rechter in Nederland.

---

<sup>180</sup> J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?', in: *Onderneming& financiering 2009* (17) 1., P 113.

## 6. Toetsing- en gedragsnormen VS: Business judgment rule

---

De toepasselijkheid van de business judgment rule (hierna: BJR) is van belang, omdat de strekking van deze regel zijn grond kan vinden in de toepassing van risicomanagement vanwege de toetsing op het gedrag van het bestuur en toezichthouders. In het kader van risicomanagement en de toepassing hiervan op fusies en overnames is een beschrijving van de BJR op het Nederlandse vennootschapsrecht dan ook op zijn plaats om hier te vernoemen.

### 6.1 Fiduciary plichten

Bestuurders hebben in de staat Delaware fiduciary plichten jegens de vennootschap, dat inhoudt dat zij verplicht zijn om de belangen van de vennootschap voorop te stellen. Met de fiduciary plichten wordt het bestuur beschermd, doordat de rechter niet inhoudelijk toetst, maar beoordeelt of deze fiduciary plichten zijn geschonden. De BJR houdt dan ook in dat de bestuurder bij het nemen van een zakelijke beleidsafweging voldoende informeert, te goeder trouw handelt en er naar alle eerlijkheid vanuit gaat dat hij handelt in het belang van de vennootschap.<sup>181</sup> De rechter toetst dan zeer terughoudend waar hij nagaat of het bestuurlijk gedrag objectief gezien geen rationaal zakelijk doel heeft.<sup>182</sup> De BJR is niet vastgelegd in de wet en dient als rechterlijke toetsingsnorm ter beoordeling of het bestuur zich volgens de eigen opgelegde gedragsnormen heeft gedragen.<sup>183</sup> De fiduciary plichten bestaan uit duty of care, duty of loyalty en duty of good Faith. Het is aan degene die de fiduciary plichten in twijfel stelt, hiervoor bewijs aan te leveren. Met duty of loyalty wordt bedoeld dat wordt gehandeld in het belang van de vennootschap, het bestuur onafhankelijk functioneert en daarmee de eigen belangen opzij zet en zijn taakopdracht tegenover de vennootschap niet negatief beïnvloedt.<sup>184</sup> De bestuurder dient zijn taak op een subjectief bonafide wijze te vervullen. In geval de duty of care wordt geschonden, is sprake van grove nalatigheid van een handeling dat geen rationeel zakelijk doel treft. Deze toetsing vindt alleen plaats op de voorbereiding van de gezamenlijke beleidsafweging. Met duty of care wordt dan ook bedoeld dat de bestuurder bij het voorbereiden van een zakelijke beleidsafweging acht dient te slaan op alle materiële informatie die redelijkerwijs beschikbaar is.<sup>185</sup> De duty of care is vergelijkbaar met het in

<sup>181</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 237.

<sup>182</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 237.

<sup>183</sup> B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6.

<sup>184</sup> B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6, p. 232.

<sup>185</sup> Del. Supr., 488 A. 2d 858, 872 (1985) (Smith v. van Gorkom).



de Nederlandse vennootschapsrecht geldende maatstaf dat *'geen redelijk denkend bestuurder in dezelfde situatie zo zou hebben gehandeld'*. In het scenario dat een risicomanagementsysteem dat is toegespitst op het fusie- en overnameproces aanwezig is, en waarbij het bestuur op de hoogte is van de relevante feiten, risico's en maatregelen, handelen zij in 'good faith' en in 'care' en is daarvoor dan niet aansprakelijk. De rechter krijgt middels risicomanagement inzicht in het gedrag van het bestuur en kan daarmee een betere inschatting maken van de aansprakelijkheid van het bestuur. De voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging is af te lezen in het risicomanagementsysteem, waardoor rechter kan zien of is gehandeld in good faith en de duty of care en loyalty niet is geschonden.

## **6.2 Smith v. Van Gorkom en Caremark**

Het arrest Smith v. Van Gorkom geeft aan dat het bestuur de plicht heeft het financiële belang te beschermen en dat bij de afweging van een beslissing alle genoten informatie kritisch wordt bekeken, omdat zij in principe het eigendom van anderen beheert.<sup>186</sup> In dit arrest hebben de aandeelhouders een aanklacht ingediend, omdat het bestuur bij het nemen van de beslissing tot een fusie zich onvoldoende zou hebben geïnformeerd. Zo bleek dat het bestuur in een 20 minuten durende presentatie beoordeelde dat de fusie zou doorgaan. In dit arrest ging het vooral om de schending van duty of care door 'gross negligence', omdat het bestuur zich onvoldoende geïnformeerd heeft. Ook hier wordt wederom benadrukt dat naast de financiële belangen ook alle andere relevante informatie wordt bekeken en geanalyseerd om tot een weloverwogen beslissing te komen. Hier zijn de aandeelhouders van mening, mijns inziens enigszins terecht, dat met een 20 minuten durende presentatie onvoldoende kennis tot het bestuur is gekomen om daar een weloverwogen beslissing over te nemen. Met enige nuance zou gedacht kunnen worden dat het bestuur 'system 1 thinking' heeft toegepast. Door in de voorbereiding alle niveaus van de organisatie te betrekken, en naast de financiële belangen en wet- en regelgeving ook de aspecten op het gebied van strategische en operationele belangen meeneemt, krijgen aandeelhouders inzicht in het gedrag van het bestuur en is inzichtelijk waarom het bestuur de zakelijke beleidsafweging op een bepaalde manier heeft genomen. Zoals hierboven ook naar voren is gekomen, is dat auteurs meer pleiten voor een eenduidige vorm van rechterlijke toetsing waar getoetst wordt op het gedrag van het bestuur en niet over de inhoud. Door het invoeren van een Nederlandse BJR, in combinatie met risicomanagement in het fusie- en overnameproces, kan de rechter een betere toetsing maken van het gedrag van het bestuur zonder daarbij in te gaan op de inhoud van de zakelijke beleidsafweging.

---

<sup>186</sup> Del. Supr., 488 A. 2d 858, 872 (1985) (Smith v. van Gorkom).

Een andere belangrijk arrest over de BJR en de relatie tot grove nalatigheid (duty of care) is het Caremark arrest.<sup>187</sup> Hier werd bepaald dat de bestuurders niet aansprakelijk werden gesteld en dus geen fiduciary plichten had geschonden, omdat zij in 'good Faith' handelden wegens de aanwezigheid van een informatie- en rapportagesysteem. Het bestuur heeft zijn verantwoordelijkheden niet bewust genegeerd en dus niet gehandeld in 'bad Faith'. Mijns inziens biedt het gebruik van risicomanagement in het Nederlands vennootschapsrecht dan ook een houvast voor de rechter in de bepaling of het bestuur aansprakelijk gesteld kan worden.

### **6.3 Invoering BJR in Nederland**

De raden van de SER hebben in 2008 de aanbeveling gedaan om de Amerikaanse BJR in te voeren in het enquêterecht, vanwege het feit dat de enquêteprocedure zeer laagdrempelig is voor aandeelhouders om het bestuur ter verantwoording te roepen. De raad heeft dan ook de aanbeveling gedaan dat de rechter het toetsingsbeleid van de BJR hanteert bij de beoordeling van wanbeleid. De rechter toetst op deze manier of objectief bezien het aangevallen bestuur geen rationeel zakelijk doel heeft. De adviserende leden van de SER hebben deze aanbeveling negatief beoordeeld, omdat dit niet past binnen de Europese context van 'machtsevenwicht' en beperkt hiermee de mogelijkheden voor aandeelhouders om het bestuur ter verantwoording te roepen bij de OK.<sup>188</sup> Assink is anders dan de adviserende leden van de SER een voorstander van de BRJ in het Nederlands enquêterecht, omdat de BJR niet alleen een methode is die het bestuur in bescherming neemt, maar ook omdat aandeelhouders hier baat bij hebben.<sup>189</sup> Bovendien is in Duitsland al een BJR ingevoerd dat ook niet het Europese machtsevenwicht heeft verstoord. Een Nederlandse BJR zou zorgen voor een meer voorspelbare toetsing van bestuurlijk gedrag en daarvoor meer beleidsvrijheid.<sup>190</sup> Immers is er geen eenduidige visie van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, behalve dat in bepaalde gevallen 'marginaal' wordt getoetst. De mate waarin het bestuur zich heeft geïnformeerd om de zakelijke beleidsafweging te maken, wordt in het Nederlandse vennootschapsrecht doorgaans vol getoetst. De rechter in Delaware komt vaak niet eens toe aan deze redelijkheidstoets. Assink wijst hier naar de HBG beschikking waar de OK ruim 30 rechtsoverwegingen nodig had om te komen tot een oordeel terwijl de rechter in Delaware op een veel kortere manier tot het oordeel had kunnen komen dat het neutrale prima facie subjectief

<sup>187</sup> In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996)

<sup>188</sup> SER, 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur', Den Haag: SER, 15 feb. 2008, *SER adviezen*, nr 2008/01.

<sup>189</sup> B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6., p. 230-236.

<sup>190</sup> SER, 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur', Den Haag: SER, 15 feb. 2008, *SER adviezen*, nr 2008/01.

bonafide bestuur geen rationeel zakelijk doel mist, zonder een oordeel te vellen of de zakelijke beleidsafweging wel voldoende wenselijk was.<sup>191</sup>

### **Tot slot**

Geconcludeerd kan worden, op basis van bovengenoemde literatuur en jurisprudentie, dat de rechter een vergaande redelijkheids- en billijkheidstoetsing gebruikt die niet wenselijk is in het huidige Nederlandse vennootschapsrecht. In de gevallen van onbehoorlijk bestuur en onrechtmatige daad wordt door de rechter eerder integraal getoetst. Immers wordt wel gesproken over een marginale toetsing, maar als daarop wordt ingegaan, blijkt al snel dat er in veel gevallen toch een volle toetsing plaatsvindt. Handvatten voor zowel het bestuur als rechters ontbreken in het Nederlandse vennootschapsrecht over de manier waarop bestuurlijk gedrag moet worden getoetst. In de aansprakelijkheidsprocedures op grond van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek zijn geen concrete regels weergegeven waaruit blijkt hoe het bestuur zich concreet dient te gedragen. Dit maakt het dan ook voor het bestuur lastig om te bepalen in welke marge hij kan handelen en de manier waarop de rechter terughoudend op het bestuurlijk gedrag moet toetsen. Verschillende auteurs pleiten dan ook voor een andere aanpak, zoals een Nederlandse BJR en een meer terughoudende toetsing als in rationaliteitstoets, waar de loyaliteits- en zorgvuldigheidplicht voorop staan, in plaats van de redelijkheidstoets. Risicomangement zou dan ook, mijns inziens een aanvulling zijn op de BJR, waar rechters een duidelijke visie krijgen op het gedrag van het bestuur en daarmee de toetsing van wanbeleid, onbehoorlijke taakvervulling, onbehoorlijk bestuur en onrechtmatige daad in geval van een falende fusie en overname. Het is een efficiënt handvat voor zowel het bestuur als voor de toetsing door de rechter bij de bepaling of het bestuur, in de beslissing tot fusie of overname, naar eer en geweten, op een subjectief bonafide wijze, heeft voldaan aan de toepasselijk (on)geschreven voorschriften en in het belang van de vennootschap heeft gehandeld.

In de voorgaande hoofdstukken is voornamelijk de nadruk gelegd op de fusie en overname. In de komende hoofdstukken zal de focus worden gelegd op risicomangement, om vervolgens in te gaan op de integratie van risicomangement in fusies en overnames.

---

<sup>191</sup> B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6., p. 230-236.

## 7. Risicomanagement

---

Onder risicomanagement wordt volgens Wessels verstaan: “Het continue proces van planning, organisatie, besturing en beheersing van activiteiten en middelen van een organisatie op een zodanige wijze dat de mogelijkheid van schade of verlies wordt teruggebracht tot het laagst mogelijke peil tegen de laagst mogelijk kosten.”<sup>192</sup> Het doel van risicomanagement is om de doelen van de onderneming te bereiken. Middels risicomanagement worden risico’s bewust geïnventariseerd en is er een gestructureerde wijze van omgaan met risico’s. Hierdoor ontstaat een completer beeld van de risico’s die ondernemingen lopen, waardoor op een gedistingeerde wijze implementatie plaats kan vinden.<sup>193</sup>

### **7.1 Keuze COSO raamwerk**

Veel literatuur is beschikbaar waar handvatten en checklisten worden aangereikt over de manier waarop fusies en overnames – of onderdelen daarvan- vormgegeven kunnen worden. Opgevallen in dit perspectief is de hoeveelheid administratie en vele andere documentatie die door partijen ingevuld en uitgevoerd moet worden. Voorbeelden hiervan zijn synergietablel, procesanalyse, matrix voor het integratieproces, lijsten voor cultuuronderzoek, communicatieplan enzovoorts. Tot op heden is geen één omvangrijk raamwerk aangeboden dat de complexiteit van de fusie en overname omvat, en waar in één overzicht geanalyseerd kan worden waar de risico’s zitten en op welke manier daarmee wordt omgegaan. De fusie en overname zijn inherent aan risico’s en onzekerheden die, naar mijn mening, ondervangen kunnen worden in een risicomanagementsysteem.

Geconcludeerd kan worden dat COSO raamwerk het meest gebruikte en door toezichthouders geaccepteerd raamwerk is voor integraal risicomanagement. Volgens Frijns is naar aanleiding van het onderzoek, dat is uitgevoerd door PWC in 2006, het COSO raamwerk verreweg de meest gebruikte openbare standaard dat wereldwijd wordt gehanteerd.<sup>194</sup> Andere bekende risicomanagement modellen worden veelal binnen een bepaalde branche of land gebruikt. Naast het COSO raamwerk is in 2009 de ISO31000 geïntroduceerd als raamwerk voor een onderneming in het kader van interne controle- en beheersing. De ISO31000 is in het leven geroepen wegens kritiek op het COSO raamwerk. Kort wordt beargumenteerd waarom in deze scriptie het COSO raamwerk als vorm van risicomanagement wordt

<sup>192</sup> B. Wessels, ‘Risicobeheer bij advisering’, *Preadvies van de Nederlandse vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs*, 1995, p. 46

<sup>193</sup> B. Wessels, ‘Risicobeheer bij advisering’, *Preadvies van de Nederlandse vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs*, 1995, p. 46.

<sup>194</sup> J.G.M. Frijns, ‘Risicomanagement, de praktijk in Nederland’, in: *PWC*, Januari 2006 Website: <[www.vrisico.nl/pwc\\_RM\\_survey.pdf](http://www.vrisico.nl/pwc_RM_survey.pdf)>

gebruikt. Hier worden de kanttekeningen van de ISO31000 besproken en beargumenteerd om welke reden in dit onderzoek gebruik zal worden gemaakt van het COSO raamwerk.

In de ISO31000 wordt een onderscheid gemaakt tussen de principes voor risicomanagement, raamwerk voor risicomanagement en het risicomanagementproces, terwijl dit bij het COSO raamwerk geïntegreerd is.<sup>195</sup> ISO31000 staat algemeen bekend als een gecertificeerde norm voor een keurmerk van kwaliteit. ISO standaarden hebben de bekendheid door normen die erop zijn gericht de kwaliteit van eindproducten te waarborgen. Het roept dan ook de associatie op dat met de ISO31000 de organisatie 'in-control' is, terwijl dit niet zo hoeft te zijn.<sup>196</sup> Tevens biedt de ISO31000 geen inhoudelijke richtlijnen voor het testen van beheersingsmaatregelen voor het evalueren van tekortkomingen, terwijl dit juist van groot belang is voor de bepaling of de organisatie 'in-control' is. Bovendien wordt het COSO raamwerk in de NCGC genoemd als mogelijk te hanteren raamwerk voor de inrichting van interne beheersing en risicomanagement.<sup>197</sup> De essentie van de ISO31000 in het risicomanagementproces komt in beginsel op hetzelfde neer als het COSO raamwerk, denk bijvoorbeeld aan het identificeren van risico's, het inschatten van de risicoreactie en de beheersingsmaatregelen die getroffen worden, maar ook de communicatie en monitoring worden in beide modellen genoemd.

Critici over het COSO raamwerk geven aan dat het nadeel is dat onderdelen als cultuur niet duidelijk naar voren komen in dit raamwerk.<sup>198</sup> Echter bestaat de eerste stap van het COSO raamwerk, de 'interne omgeving', uit principes van de toon van de organisatie door mensen, integriteit en ethische normen en waarden dat naar mijn mening wel degelijk de 'cultuur' weergeeft. De principes van ISO31000 lijken dus in dat perspectief ook op het COSO raamwerk.<sup>199</sup> Bovendien is het moeilijk om in een model de menselijke factor vast te leggen. Immers is bij ieder model sprake van een menselijk oordeelsvorming en dus ook van menselijk falen. Tevens moet nog maar blijken of ISO31000 het gewenste effect heeft. Immers wordt het COSO raamwerk nog steeds het meest gebruikt wereldwijd. Vanwege de bovengenoemde kanttekeningen van de ISO31000 en het feit dat het COSO raamwerk het meest

<sup>195</sup> E. van Marle en G. Haisma, 'ISO 31000 stimuleert integraal risicomanagement', in: *TPC public control SDU uitgevers*, Februari 2009, p. 15

<sup>196</sup> U. Claassen, 'ISO 31000: Oude wijn in nieuw zakken, een inhoudelijke vergelijking tussen ISO31000 en COSO ERM', in: *TPC Archief*, April 2009.

<sup>197</sup> J. Frijns ea., Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'De Nederlandse Corporate governance code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen' 2008.

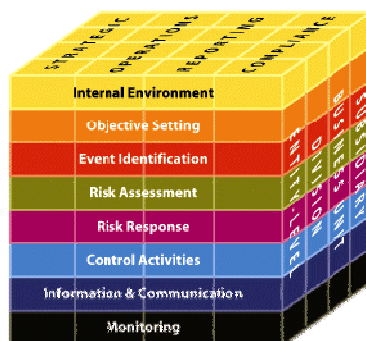
<sup>198</sup> E. van Marle en G. Haisma, 'ISO 31000 stimuleert integraal risicomanagement', in: *TPC public control SDU uitgevers*, Februari 2009, p.14.

<sup>199</sup> U. Claassen, 'ISO 31000: Oude wijn in nieuw zakken, een inhoudelijke vergelijking tussen ISO31000 en COSO ERM', in: *TPC Archief*, April 2009.

gebruikte en geaccepteerde raamwerk is voor risicomanagement, zal dan ook in dit onderzoek gebruik worden gemaakt van de invulling van het COSO raamwerk op fusies en overnames.

In de vorige hoofdstukken is de basis gelegd met betrekking tot de fusie en overname. In dit hoofdstuk zullen kort de specifieke risico's onder de loep worden genomen bij de fusie en overname om te zien of risicomanagement een rol kan spelen in het voorkomen van bovengenoemde valkuilen en de risico's die aan de fasen verbonden zijn. Tal van handvatten zijn aangereikt voor bestuurders om het complexe traject van de fusie en overname soepel te laten verlopen. Hier zal een kleine weergave van worden getoond. Gekeken wordt of deze handvatten op de juiste manier voor borging zorgen in het fusie- en overnameproces en wat hierin de mogelijke bijdrage is van het COSO raamwerk.

## **7.2 Risicomanagement in het kader van het COSO raamwerk**



Onder risicomanagement wordt door het COSO Committee verstaan: *'Het proces dat bewerkstelligd wordt door het bestuur van de onderneming, het management en ander personeel en wordt toegepast bij het formuleren van de strategie en binnen de gehele onderneming, ontworpen om potentiële gebeurtenissen die invloed kunnen hebben op de onderneming te identificeren en om risico's te beheren zodat deze binnen de risicoacceptatiegraad vallen, om een redelijke zekerheid te bieden ten aanzien van het behalen van de ondernemingsdoelstellingen.'*<sup>200</sup>

Het COSO raamwerk heeft als doel op effectieve wijze risico's te identificeren, beoordelen en beheren. Het COSO raamwerk is ontstaan nadat in de Verenigde Staten de Sarbanes-oxley act is gekomen

<sup>200</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004. Website: [www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)

vanwege overnameschandalen als Enron en AHOLD.<sup>201</sup> De wet bepaalt in art. 2:391 lid 3 BW dat publieke vennootschappen zorg moeten dragen voor een goed risicobeheer. Het bestuur krijgt met behulp van risicomanagement, in het bijzonder het COSO raamwerk, een efficiënte manier om naar de risico's te kijken, deze te analyseren en te bekijken hoeveel onzekerheid acceptabel is, terwijl er wordt gestreefd naar aandeelhouderswaarde. Het COSO raamwerk bestaat uit vier soorten organisatiedoelstellingen, acht controlecomponenten en vier niveaus en geeft de relatie daartussen weer. De acht componenten van het COSO raamwerk bestaan uit interne omgeving, formuleren van doelstellingen, identificeren van gebeurtenissen, risicobeoordeling, reactie op risico, beheersingsactiviteiten, informatie en communicatie en monitoring. Het bestuur van de onderneming formuleert naar aanleiding van de missie en visie de doelstellingen. Om de doelstellingen te behalen is het COSO raamwerk onderverdeeld in vier categorieën, te weten: strategie, operationeel, rapportage en toezicht. Hier gaat het om het afstemmen van de doelen op de missie, waar effectief en efficiënt gebruik wordt gemaakt van middelen, de verslaggeving betrouwbaar is en de wet- en regelgeving wordt nageleefd.<sup>202</sup> COSO hanteert hierbij de gedachte dat interne beheersing een proces is dat erop is gericht om een redelijke mate van zekerheid te verkrijgen omtrent het bereiken van doelstellingen in de categorieën.<sup>203</sup> Zo wordt op strategisch niveau gekeken naar de globale doelen die zijn afgestemd op de missie en visie van de onderneming. Op operationeel niveau wordt bepaald op welke manier effectief en efficiënt gebruik wordt gemaakt van de middelen. Het rapportage niveau betreft de betrouwbaarheid van de (financiële) verslaggeving en tot slot bepaalt de compliance de naleving van de wet- en regelgeving. Om deze doelen te behalen, moet worden omgegaan met de onzekerheden en risico's.<sup>204</sup>

<sup>201</sup> S. Voormolen, 'Ex-topman Ahold krijgt geldboete', in: *NRC handelsblad*, 28 januari 2009.

<sup>202</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004. Website: [www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

<sup>203</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004. Website: [www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

<sup>204</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004, p. 8. Website: [www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

De interne omgeving is de 'toon' van de onderneming, waarin wordt bepaald hoe risico's worden opgepakt door de betrokkenen in de vennootschap. Logisch gevolg hiervan is dat dan ook wordt gekeken naar de risicoacceptatiegraad, integriteit en ethische normen. Interne en externe gebeurtenissen die invloed hebben op het behalen van de doelstellingen van de ondernemingen, worden geïdentificeerd. Risico's worden geanalyseerd en de waarschijnlijkheid en impact van deze risico's worden geïdentificeerd voor de vaststelling van beheersmaatregelen. Het management selecteert de reacties op de risico's en verdeelt deze in: vermijden accepteren, verminderen of delen. Hierbij worden de risico's afgestemd op risicotolerantie en risicoacceptatiegraad. Richtlijnen en procedures worden geformuleerd en geïmplementeerd, verzameld en gecommuniceerd. De bewaking wordt mogelijk gemaakt door managementactiviteiten. Het gebruik van het COSO raamwerk model is net zoals in het fusie- en overnameproces een proces. Het voordeel van het COSO raamwerk is dat in iedere fase van het fusie- en overname traject het systeem kan worden bijgesteld. Bovendien wordt in het COSO raamwerk iedere discipline van de organisatie betrokken waardoor communicatie verbetert en ook meer begrip ontstaat.<sup>205</sup>

### **7.3 De aangereikte handvatten**

Vele auteurs hebben zich al eens over de problematiek van het falen van fusies en overnames gebogen. Een aantal auteurs geven handvatten voor ondernemingen die met elkaar willen fuseren dan wel voor partijen die een overname doen of overgenomen worden. Opmerkelijk is dat deze handvatten, mijns inziens, onvoldoende de risico's inschatten en de vraag beantwoorden of een fusie of overname wel gewenst is voor beide partijen. Deze handvatten reiken meer richting de inschatting van synergie, beschrijving van bedrijfsprocessen, IT onderzoek, cultuuronderzoek, communicatiematrix, integratieplanopstelling, controlechecklisten, checklist 100dagenplan en andere vragenlijsten. Hier draait het vooral om handvatten voor het bestuur als de beslissing al is genomen.<sup>206</sup> Hierin schort het naar mijn mening aan een algemene omvatting van het fusie en overname traject dat er eerder toe leidt dat bestuurders en commissarissen door de bomen het bos niet meer zien. Immers hebben bestuurders kennis en ervaring in het leiden van de onderneming, maar het begeleiden van een fusie en overname is een complex traject wat specifieke kennis vereist. Aandeelhouderswaarde wordt tenslotte vermeerderd

<sup>205</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004, p.8. Website: [www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

<sup>206</sup> M. Batelaan en F. van Essen, *Tien manieren om fusies te verknoeien: het inschatten en realiseren van synergie bij fusies en overnames*, Schiedam: Scriptum management 2000, p. 31.



door onder andere het realistisch inschatten van de synergie. En de synergie wordt eerder behaald als de risico's op het gebied van cultuur en IT-integratie op een efficiënte manier worden ingericht. Handvatten die nu door auteurs aangereikt zijn, zijn naar mijn mening op basis van losse onderdelen binnen het fusie- en overnameproces, terwijl gezien het aantal falende fusies en overnames een alomvattend handvat eerder gewenst is. Bovendien is niet gebleken dat naar aanleiding van de bovengenoemde checklisten en vragenlijsten het aantal 'mislukkingen' is afgenomen. Mijns inziens is het van belang dat in de eerste fase al een duidelijk beeld wordt geschetst van de risico's die bestaan als een onderneming wil gaan overnemen of fuseren. Tevens zal aan de hand van het bijstellen van de risicoanalyse, in de drie fasen van het fusie- en overnameproces, meer grip worden gehouden op het proces, zodat tijdig de te nemen maatregelen kunnen worden getroffen. Het is dan ook van belang dat op een zo eenvoudig mogelijke manier aan bestuurders en commissarissen een handvat wordt geboden die hen helpt bij het succesvol maken van de fusie en overname. Niet ontkent wordt dat de geboden handvatten uit de literatuur geen waarde hebben, want bepaalde handvatten zullen zeker een bijdrage kunnen leveren aan het bestuur. Echter zal dit eerder van waarde zijn in de navolging van de toepassing van integraal risicomanagement. Deze hulpmiddelen zijn wel van waarde bij de onderdelen die aan bod komen in het risicomanagementmodel. Door te beginnen met een helder format voor de toepassing van risicomanagement in het fusie- en overnameproces krijgt het bestuur de mogelijkheid een helder doel te (her)formuleren over de manier waarop de fusie en overname het beste tot een succes doet leiden.

#### **7.4 Specifieke risico's in het fusie- en overnameproces**

De fusie en overname nemen in ieder van de drie fasen specifieke risico's met zich mee die anders zijn dan in de normale gang van zaken voor het bestuur. In de voorbereidende fase lopen partijen het risico dat onjuiste of onvolledige informatie verstrekt wordt, geen reële inschatting wordt gemaakt van de synergie en sprake is van instabiele ondernemingen, waardoor naderhand kan blijken dat de fusie of overname niet de verwachte voordelen met zich mee brengt. Ook de psychologische risico's als het karakter en de reden waarom het bestuur beslist een fusie of overname aan te gaan, zijn dermate van belang waar voldoende op moet worden geanticipeerd.

De deal zelf brengt risico's als prijs, beschermingsmaatregelen en de wijze van financiering met zich mee. In de integratiefase staan partijen voor geheel andere risico's. Zo zijn er de risico's van cultuurverschillen, IT-integratie, werknemersvertrouwen, de integratie van de juiste operationele activiteiten en het risico of de ingeschatte synergie wordt behaald binnen het tijdsvlak dat daarvoor bestemd is. Deze specifieke risico's kunnen ondervangen worden door een adequate manier van

inschatten vóór iedere fase van het fusie- en overname proces, waardoor beide partijen weten waar zij aan toe zijn en inspelen op hetgeen tot uiting kan komen in deze fasen.

Gebleken is dat de voornaamste valkuilen ontstaan in de integratiefase. Dit komt voornamelijk doordat het bestuur na de deal viert dat de fusie of overname een feit is, terwijl dat pas het begin is van vele activiteiten die moeten gaan plaats vinden voordat de fusie en overname een succes wordt en blijkt te zijn. De eerste honderd dagen zijn essentieel en communicatie is dan ook het sleutelwoord. Echter schort het hier in de integratiefase regelmatig aan, omdat de risico's onvoldoende in de pre-deal fase zijn geïdentificeerd. Menig auteur, die hierboven is aangehaald, is van mening dat een goede afweging en een reële inschatting van risico's cruciaal is voor het slagen van de fusie en overname. Door al in een vroeg stadium de risico's in te schatten, bijbehorende maatregelen te treffen en deze te monitoren kan voorkomen worden dat onjuist wordt omgegaan met de verwezenlijking van deze risico's.<sup>207</sup>

In het volgende hoofdstuk zal de nadruk worden gelegd op wet- en regelgeving in het kader van risicomanagement om te zien in hoeverre het bestuur de verplichting heeft een dergelijk systeem te hanteren. Het doel hiervan is om te analyseren in hoeverre het bestuur de verplichting kan worden opgelegd om gebruik te maken van risicomanagement, en in hoeverre de rechter een toets kan uitvoeren naar aanleiding van een dergelijk systeem.

---

<sup>207</sup> Zie hoofdstuk 2

## 8. Wet- en Regelgeving Risicomanagement

---

Risicomanagement is een term die niet officieel is vastgelegd in de wet als een begrip voor het beheersen van risico's. In de onderstaande paragrafen zal gekeken worden in welke mate risicomanagement haar grondslag krijgt binnen de Nederlandse wet- en regelgeving.

### 8.1 Wetgeving Risicomanagement

De Nederlandse wetgeving bevat een algemeen raamwerk dat in grote lijnen de verplichtingen uiteenzet ten aanzien van risicobeheersing, externe mededelingen over risico's en risicobeheersing.<sup>208</sup> Wanneer gekeken wordt naar de wetgeving op het gebied van risicomanagement valt te concluderen dat hier weinig over is beschreven. De wet bepaalt in art. 2:391 lid 1 BW dat het jaarverslag een omschrijving geeft van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de rechtspersoon wordt geconfronteerd. In lid 2 van art. 2:391 BW is vermeld dat in het jaarverslag mededelingen worden gedaan over de verwachte gang van zaken, met in het bijzonder de investeringen, financiering, personeelsbezetting en de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en van de rentabiliteit afhankelijk is.<sup>209</sup> Tevens is in art. 2:141 BW bepaald dat het bestuur inzicht verschaft aan de RvC van diens taak noodzakelijke gegevens en dient het bestuur één keer per jaar de RvC schriftelijk op de hoogte te stellen van de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's en het beheers- en controlesysteem van de vennootschap. Het fusie- en overname proces is een strategische risico en behoort tot het strategische beleid. Het bestuur dient dan ook de RvC te rapporteren over het fusie- en overnameproces. Als daarover gerapporteerd moet worden dient dit traject ook gematerialiseerd te worden. Middels toepassing van risicomanagement voldoet het bestuur aan het rapporteren over het strategisch beleid, betreffende de fusie of overname.

Bovendien wordt ten aanzien van het gebruik van financiële instrumenten door de rechtspersoon de doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon inzake risicobeheer vermeld. Daarbij wordt aandacht besteed aan het beleid inzake de afdekking van risico's verbonden aan alle belangrijke soorten voorgenomen transacties.<sup>210</sup> In dit artikel wordt, mijns inziens, de nadruk gelegd op de financiële aspecten die in het jaarverslag beschreven moeten zijn. Ook al wordt gesproken over 'voornaamste risico's' toch heeft de wetgever het vervolgens veelal over de financiële aspecten. Dit geeft de indruk

---

<sup>208</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, P. 226.

<sup>209</sup> Art. 2:391 lid 2 BW

<sup>210</sup> Art. 2:391 lid 3 BW

dat de wetgever het meer van belang vindt dat de financiën op orde zijn, dan alle andere aspecten die juist essentieel zijn en een substantiële invloed hebben op de financiële aspecten. In tegenstelling tot de wet geeft de NCGC meer regels en bepalingen omtrent risicomanagement. Hier zal later op worden ingegaan.

Er bestaat in Nederland geen wettelijke basis voor de manier waarop risico's beheerst moeten worden. Veelal worden in het jaarverslag de financiële risico's en financiële verslaggevingsrisico's opgenomen, terwijl de valkuilen voor het bestuur met name operationeel en strategisch van aard zijn. Uit de wet is niet af te leiden hoe deze systemen van risicomanagement moeten worden ingericht en welke concrete taken aan het bestuur worden gelegd. De NCGC geeft wel bepalingen en principes op het gebied van risico's en risicobeheersing, maar één van de bepalingen die is opgenomen is dat een adequaat en effectief aanwezig moet zijn zonder dat daar concreet wordt ingegaan op de inhoud. In het Caremark arrest is aangegeven dat de vennootschap feitelijk voldoet aan de eis van een goedlopend rapportage- en informatiesysteem als het bestuur op de hoogte is van de financiële situatie, de governance structuur en het risicoprofiel van de vennootschap.<sup>211</sup> Ondanks dat het Caremark arrest Amerikaans is, zou mijns inziens, de rechter in het Nederlandse vennootschapsrecht deze eis ook moeten stellen.

## **8.2 Nederlandse Corporate Governance Code en Risicomanagement (in het kader van de fusie en overname)**

Eén van de belangrijke regelgevingen binnen het Nederlandse vennootschapsrecht is de NCGC. Bovendien heeft de NCGC veel raakvlakken met risicomanagement en vindt deze haar oorsprong in de Sarbanes Oxley act. Om die reden zal hier dan ook wat uitgebreider op worden ingegaan.

Na de overname schandalen van Enron, Ahold en Worldcom kregen aandeelhouders steeds meer behoefte aan transparante informatie en inzicht in risicobeheersing.<sup>212</sup> Om die reden is dan ook de NCGC ontwikkeld. De NCGC is een 'principle-based' code met een aantal principes en best-practice bepalingen die bepaalt hoe de zeggenschapsverhoudingen liggen tussen bestuur, aandeelhouders en commissarissen en de manier waarop zij verantwoording afleggen. Als een principe of best-practice bepaling overeenkomt met een wetsartikel, wordt bepaald dat het voor de vennootschap niet mogelijk is om hiervan af te wijken. De NCGC kent de 'pas toe of leg uit' regel dat inhoud dat vennootschappen in beginsel verplicht zijn de code te volgen. Deze bepaling is opgenomen in art. 2:391 BW. Indien op een

<sup>211</sup> In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996)

<sup>212</sup> C.M. van Houwelingen en R.M.L. Degens, 'Corporate Governance in Nederland, Van Peters tot Tabaksblat', in: *Compact* 2005/2, p.3.

gegronde reden beargumenteerd kan worden waarom het bestuur niet kan voldoen aan de NCGC, is het mogelijk om hiervan af te wijken. Beslist de vennootschap de code niet te volgen, dan dienen zij hierover wel verantwoording af te leggen bij de aandeelhouders.

De NCGC omschrijft onder andere de verantwoordelijkheden van het bestuur en de RvC, de machtsverdeling en het bezoldigingsbeleid. Op het gebied van risicomanagement is het bestuur volgens principe II.1. verantwoordelijk voor onder meer de naleving van alle relevante wet- en regelgeving en het beheersen van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten. De principes en best practice bepalingen dienen te worden gehanteerd als gedragsnormen<sup>213</sup> Zo schrijft NCGC in II.1.3 dat er een intern risicobeheersing en controle systeem aanwezig moet zijn. De vennootschap dient een risicoanalyse te hebben van de operationele en financiële doelstellingen, een handleiding voor de inrichting van de financiële verslaggeving en een systeem van monitoring en rapportering. Tevens is in bepaling II.1.4. bepaald dat in het jaarverslag een beschrijving van de voornaamste risico's, een beschrijving van de opzet en werking van het risicobeheersings- en controle systeem met betrekking tot dat boekjaar, en een beschrijving van eventuele tekortkomingen van dat systeem die in dat jaar zijn geconstateerd. Deze bepaling is ook terug te vinden in art. 2:391 lid 1 BW. Bovendien moet het bestuur ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's verklaren dat de interne systemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden bevat en dat de systemen naar behoren werken, ook wel de 'in-control' verklaring genoemd. Dit is bepaald in de best practice bepaling II.1.5. De NCGC geeft als voorbeeld voor een risicomanagementsysteem het COSO raamwerk. Probleem is wel dat niet is vastgesteld in de NCGC op welke wijze de effectieve werking van het risicosysteem zou moeten worden vastgesteld en dat nog steeds de financiële aspecten van risicomanagement de boventoon voeren. In het jaarverslag wordt met de tijd steeds meer aandacht besteed aan risicomanagement door daar een aparte sectie aan te wijden. Echter worden de financiële risico's in kaart gebracht, maar andere risico's blijven vaak nog grotendeels buiten beschouwing. Door het gebruik van scenarioanalyses te stimuleren, kunnen alle risico's meegenomen worden binnen het risicomanagement, meent Van der Elst.<sup>214</sup>

De rol van RvC volgens de NCGC is dat zij toezien op het bestuur ten aanzien van de werking van het risicobeheersings- en controlesysteem. (principe iii.5. en bpb iii.5.4.) De best practice bepaling li.1.8.

<sup>213</sup> Zie HR 13 juli 2007, JOR 2007/178 (*ABN Amro*), r.o. 4.4 en HR 14 september 2007, JOR 2007/238 (*Versatel*) r.o. 4.4.3.

<sup>214</sup> C. van der Elst, 'The risks of Corporate Legal Principles of Risk Management', European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 160/2010 en Tilburg Law School Legal Studies Research Paper No. 013/2010, 10 Juni 2010.

bepaalt dat RvC eenmaal per jaar de opzet en werking van deze systemen bespreken. Het bestuur dient de operationele en financiële doelstelling en de strategie ter goedkeuring voor te leggen aan de RvC. (ii.1.2.) De RvC heeft toezicht op onder andere de opzet en werking van het intern risicobeheersings- en controlesysteem. Bovendien bespreekt de RvC in ieder geval eenmaal per jaar de gekozen strategie en de daaraan verbonden risico's. Tot slot ziet de RvC erop toe dat er een systeem is voor rapporteren en monitoring. ( Bpb iii.1.8. iii.5.)

Opvallend is dat de best practice bepalingen en principes in de NCGC betrekking hebben op het interne risicobeheersings- en controlesysteem, maar nergens staat omschreven wat de noodzaak is van een due diligence onderzoek in geval van een overname.<sup>215</sup> Ook het gebruik van risicomanagement in het specifieke en complexe fusie- en overnameproces staat nergens vernoemd. Risicomanagement wordt tot op heden alleen gebruikt als intern beheersings- en controlesysteem. Er zijn wel een aantal bepalingen in de NCGC die geïnterpreteerd kunnen worden om in fusies en overnames te doen gebruiken. Denk hierbij aan bepalingen dat een kerncommissie aanwezig moet zijn (III.5) en de bepaling waarin het bestuur goedkeuring moet vragen aan RvC over operationele, financiële doelstellingen, strategie, randvoorwaarden van strategie en de relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen (II.1.2).

Heeneman en Koopman geven in hun artikel "Verzekeraars trekken lering uit de kredietcrisis" aan dat er meer focus gelegd moet worden op risicomanagement en dat dit beter geborgd moet zijn in de governance structuur. Zo zijn zij van mening dat het bestuur een collectieve verantwoordelijkheid moet dragen voor het risicomanagement. Het algemeen management moet zich meer bewust zijn van de balans tussen rendement en risico.<sup>216</sup> Dit is door te trekken in het fusie- en overnameproces. Een dergelijk proces is anders dan het besturen van de vennootschap. Immers komen hier hele andere risico's bij kijken.

In 2008 verscheen een voorstel van de commissie voor toevoegingen in de code omtrent overnames. Deze bepalingen zijn niet aangenomen, maar in de toelichting van de best practice bepalingen II.1.10 en

<sup>215</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 321.

<sup>216</sup> M.N.J. Heeneman e.a., 'Verzekeraars trekken lessen uit kredietcrisis', in: *Position paper*: Den Haag, Februari 2009.

II.1.11 is de kern van het voorgestelde hoofdstuk weergegeven die toeziet op de rol van bestuur en RvC in overnamesituaties.<sup>217</sup>

De stelling van Brink dat het onderwerp van risico's die samenhangen met het doen van overnames of het aangaan van fusies, alsmede de wijze waarop ter zake daarvan te werk moet worden gegaan, belangrijk is om bijzonderlijk te worden geregeld, ondersteun ik. Bij alle aandacht die door de NCGC wordt gevraagd voor interne beheersingsprocessen, mag aandacht voor de risico's die met eventuele overname- of fusieprocessen samenhangen niet minder zijn.<sup>218</sup> Mijns inziens, dient bijzondere aandacht te worden besteed aan de specifieke risico's in het fusie- en overnameproces. Desalniettemin ben ik van mening dat de strategische en operationele risico's niet in de wet dienen te worden vastgelegd. Immers is het in mijn ogen haast onmogelijk om deze minder grijpbare aspecten vast te leggen. Bovendien zijn bestuurders entrepreneurs, waardoor het niet wenselijk is om alle activiteiten van het fusie- en overnameproces in de wet vast te leggen. Echter, enige vorm van aandacht in de NCGC als best practice bepaling is naar mijn mening wel gewenst. Er bestaat een kans dat bestuurders meer aandacht besteden aan de compliance en financiële (verslaggeving) thema's, omdat zij daarvoor ter verantwoording geroepen kunnen worden. Een bepaling waarin is opgenomen dat bijzondere aandacht aan strategische en operationele thema's in het fusie- en overnameproces besteed moet worden is, mijns inziens, een manier om de noodzaak van deze thema's te benadrukken.

Naar aanleiding van de ter verantwoording dan wel aansprakelijkheidsgronden, zal in het volgende hoofdstuk ingegaan worden op de aansprakelijkheid van het bestuur in geval van falend risicomanagement. In geval sprake is van falend risicomanagement kan immers de toepassing van risicomanagement een rol spelen in de mate van aansprakelijkheid van het bestuur. Zeker als het gaat om aansprakelijkheid van bestuur in geval van falende fusies en overnames.

<sup>217</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', toelichting 28 September 2004, p. 52. Website: <[www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>.

<sup>218</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, P. 322.

## 9. Bestuurdersaansprakelijkheid falend risicomanagement

Niet geheel opmerkelijk is dat bestuurders in zowel falende fusies en overnames als bij falend risicomanagement in beginsel op dezelfde gronden aansprakelijk worden gesteld. Aansprakelijkheid op het gebied van risicomanagement is minder grijpbaar dan op het gebied van falende fusies en overnames. Uit jurisprudentie is dan ook gebleken dat aansprakelijkheid op het gebied van risicomanagement veelal niet expliciet besproken wordt, maar een onderdeel is hiervan.<sup>219</sup> Er zijn een aantal redenen waarvoor de bestuurder en commissaris aansprakelijk gesteld kunnen worden in het kader van risicomanagement. Zo kan sprake zijn van een te risicovol gevoerd beleid, misleidende publieke mededelingen worden gedaan over risicobeheersing en bestuurders nemen beslissingen zonder onderzoek te doen naar de mogelijke risico's.<sup>220</sup>

In Ceteco werd een zeer ambitieuze groeistrategie gehanteerd dat heeft geleid tot faillissement.<sup>221</sup> De rechter heeft daarom geoordeeld dat het bestuur wist of kon weten dat het bedrijf en de onderliggende operationele en financiële systemen onvoldoende waren om deze strategie te kunnen dragen. Daarin werd Hagemeyer, moedermaatschappij, verweten dat zij haar zorgplicht heeft geschonden door niet tijdig in te grijpen.<sup>222</sup> Hagemeyer beschikt mede door de NCGC, over de wetenschap dat Ceteco te groot was geworden en daardoor had moeten ingrijpen. De rechter heeft het bestuur van Hagemeyer verweten dat zij het risicobeheersings- en controlesysteem niet genoeg hebben ingebed in de organisatie.<sup>223</sup> Bovendien heeft de moeder een actieve zorgplicht als zij op de hoogte is van de risico's bij de dochter.<sup>224</sup> Bartman en Dorrestijn<sup>225</sup> en Strik<sup>226</sup> geven aan dat, indien het bestuur van een moedermaatschappij voldoet aan de voorwaarden van een degelijk risicomanagementsysteem en voldoet aan de normen van de NCGC, zij een beter inzicht hebben in de positie van de dochter en dat daarmee eerder doorbraak van aansprakelijkheid een gevolg is. Opvallend is dat de rechter in Ceteco

<sup>219</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 283.

<sup>220</sup> D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010.

<sup>221</sup> Rb. Utrecht 12 December 2007, *JIN* 2008, 147 (Ceteco)

<sup>222</sup> Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008, 10 m.nt. Bartman, r.o.v. 6.15. en Zie HR 12 juni 1998, *NJ* 1998, 727 m.nt. van Schilfgaarde.

<sup>223</sup> G.J.H. van der Sangen, "Concernleiding en aansprakelijkheid: het delicate evenwicht tussen unitaire leiding en juridische zelfstandigheid", *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 151-152.

<sup>224</sup> G.J.H. van der Sangen, "Concernleiding en aansprakelijkheid: het delicate evenwicht tussen unitaire leiding en juridische zelfstandigheid", *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 151.

<sup>225</sup> S.M. Bartman en A.F.M. Dorrestijn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009, p. 281.

<sup>226</sup> D.A.M.H.W. Strik, "De 'in control'-statement en aansprakelijkheid van bestuurders", *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2007-8, p. 330.



afwijkt van het Panmo arrest. De rechter heeft in Panmo bepaald dat het bestuur pas persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld indien *'geen redelijk denkend bestuurder onder dezelfde omstandigheden aldus zou hebben gehandeld'*. In Ceteco heeft de rechter bepaald dat het bestuur aansprakelijk is gesteld doordat geen redelijk handelend bestuurder, zoals de bestuurders van Ceteco, zou hebben gehandeld. Het gevolg hiervan is dat de rechter hiermee op de stoel van de ondernemer plaatsneemt. De rechter gaat namelijk zelf bepalen wat wordt verstaan onder een redelijk denkend bestuurder. Voor de rechter moet wel helder zijn dat risico's zich voor kunnen doen en dat het bestuur ook risico's neemt. Dat is tenslotte ook een onderdeel van entrepreneurschap. Bovendien dient jaarlijks een rapportage aan de RvC overhandigd te worden en stemmen zij daarmee in met het beleid en de risico's van de onderneming. Er kan vanuit worden gegaan dat het bestuur weloverwogen beslissing neemt, vooral als het gaat om fusies en overnames. Het is dan ook niet wenselijk om voor ieder risico (persoonlijk) aansprakelijk gesteld te kunnen worden. Immers gaat het om de logica van beslissingen en niet om de uitkomst daarvan.

Vanwege het feit dat risicomanagement een begrip is dat nog geen eeuwen is gevestigd binnen het ondernemerschap en daardoor niet expliciet in rechtspraak is besproken, wil nog niet zeggen dat ook een vorm van nalaten van risicomanagement schuilt binnen uitgesproken jurisprudentie. Echter dient een balans te worden gevonden in het nemen van risico's, het falen hierin en toetsing in de kwestie van wanbeleid en aansprakelijkheid.

De inschatting van risico's is een vorm van gedrag en het bestuur heeft in bepaalde mate een beleidsvrijheid waartoe ook het nemen van risico's tot het ondernemen behoort.<sup>227</sup> Immers heeft het bestuur bepaalde risico's niet altijd in de hand en kunnen de effecten daarvan niet altijd worden voorkomen. Bovendien kan een zakelijke beleidsafweging die het bestuur in alle redelijkheid heeft gemaakt en de beslissing die daaruit is voortgekomen, dat met het tijdsbestek voorhanden was, toch nog verkeerd uitpakken. Dit hoeft echter nog geen grond voor aansprakelijkheid te zijn, omdat de gedragsnorm niet geschonden hoeft te zijn. Een bestuurder kan dan ook niet aansprakelijk worden gesteld op basis van de uitkomsten van een beslissing, maar om de gevolgde procedure en logica van beslissingen.<sup>228</sup> Voor de strengheid van de aansprakelijkheidsprocedure zou dan ook een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen situaties waarin het vrijwillig nemen van een risico door het bestuur

<sup>227</sup> HR 20 Juni 2008, NJ 2009/21, JOR 2008/260 (Willemsen/NOM).

<sup>228</sup> M.H. Bazerman en D. Moore, *Judgment in Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, p. 39.

gevaarstelling voor anderen betekent en situaties waarin een dergelijke gevaarstelling niet aan de orde is.<sup>229</sup> Volgens Strik is van belang dat voor de vaststelling van aansprakelijkheid eerst wordt vastgesteld op welk onderdeel van het risicobeleid en risicomanagement het falen zou zijn. Immers is het van belang voor de aansprakelijkheid of een bepaald risico bewust of onbewust is genomen.<sup>230</sup> Mijns inziens is het mogelijk dat door middel van het COSO raamwerk inzicht wordt verschaft over de manier waarop met risico's wordt omgegaan en of een risico bewust dan wel onbewust is genomen. Vervolgens kan hiermee rekening worden gehouden in een eventuele aansprakelijkheidsprocedure. Immers als bewijs is aangeleverd dat een risico onbewust is genomen, terwijl het bestuur op een goede manier omgaat met risicomanagement, zou hier rekening mee moeten worden gehouden door de rechter.

Naar aanleiding van bovengenoemde aspecten zal in de volgende hoofdstukken geanalyseerd worden in hoeverre risicomanagement ingebed kan worden in het complexe fusie- en overnametraject. Naar aanleiding van de voorgaande hoofdstukken, waar in het eerste luik de fusie en overname aan bod is gekomen en vervolgens risicomanagement, zal hierna de integratie plaats vinden. De vragen die in het volgende hoofdstuk worden geanalyseerd zijn: 'In hoeverre heeft risicomanagement inzicht in gedrag en aansprakelijkheidsgronden in het kader van fusies en overnames? En in hoeverre is risicomanagement in vergelijking tot due diligence een aanvulling voor zowel het bestuur als de rechter?

---

<sup>229</sup> N. Luhmann, *Risk. A Sociological Theory*, Transaction Publishers, Vol. 39, NO.2, 2002, p. 107.

<sup>230</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 250.

## 10. Integratie risicomanagement in het fusie- en overnameproces

---

Gebleken is dat de fusie en overname de stempel 'mislukt' krijgt toebedeeld als de fusie en overname geen positieve invloed heeft op de winstgevendheid, innovatie, productiviteit, de groei van het marktaandeel of de aandeelhouderswaarde, vergeleken met de situatie waarin er geen fusie en overname op touw was gezet.<sup>231</sup> Ook eventuele koersdaling is vooral te wijten aan het feit dat het bestuurders niet lukt om synergievoordelen te behalen. Bovendien is onvoldoende gelet op cultuurverschillen, IT-integratie en andere 'softe' componenten. Tevens nemen emoties veel de overhand, waardoor beslissingen onder druk komen van 'groupthinking'.

In de komende twee hoofdstukken zal een integratie plaatsvinden van risicomanagement en fusies en overnames, waarin onderzocht zal worden in hoeverre risicomanagement een bijdrage kan leveren aan inzicht in gedrag en bestuurdersaansprakelijkheid met betrekking tot fusies en overnames. Bovendien zal gekeken worden in hoeverre risicomanagement en due diligence met elkaar overeenkomen ofwel verschillen, om te concluderen of risicomanagement van toegevoegde waarde is. In het laatste hoofdstuk zal onderzocht worden of risicomanagement een handvat kan bieden in het fusie- en overnameproces.

### 10.1 Risicomanagement en inzicht in gedrag

De beslissing tot fusie of overname dan wel de beslissingen die tijdens het proces genomen worden, gaan gepaard met minder grijpbare aspecten. Hier kan gedacht worden aan visie, creativiteit, ervaring, durf, intuïtie, gevoel voor de markt en inschattingen in onzekere en niet goed voorspelbare ontwikkelingen.<sup>232</sup> Dit brengt risico's met zich mee. Zoals eerder in deze scriptie naar voren is gekomen, blijkt dat bestuurders in een omgeving waarin belangrijke beslissingen genomen moeten worden in de valkuil van 'groupthinking' terecht kunnen komen. Kahneman is van mening dat bestuurders moeten evalueren of de beslissingen die zij hebben genomen op een goede manier zijn gegaan.<sup>233</sup> Bestuurders hebben veelal de neiging risico's te vermijden en zijn emoties, zoals angst een dominante factor. Risicomanagement zorgt ervoor dat het bestuur risico's gaat identificeren in vergelijking tot het risicoprofiel van beide partijen. Daardoor zijn zij in staat een betere inschatting te maken van de maatregelen die genomen moeten worden. Daarvoor kan gekozen worden om het risico te vermijden,

<sup>231</sup> T. Nierop, 'Fusies veroorzaken recessie', in: *de Accountant*, September 2003, p. 44.

<sup>232</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p.207

<sup>233</sup> D. Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, Macmillan London: Penguin, 2012.

te delen, te verzekeren of te accepteren. Strik is van mening dat het niet nodig is om bij alle managementbeslissingen 'system 2 thinking' toe te passen.<sup>234</sup> Assink zegt, anders dan Strik, dat het bestuur zich er altijd ervan bewust dient te zijn dat bij het nemen van een beslissing de alternatieven en implicaties, voor onder andere aandeelhouders en werknemers, en de bijbehorende risico's daarvan in geschat dienen te worden en dat het bestuur hier geen beleidsvrijheid in toekomt. Als het bestuur zich hier niet aan houdt, is sprake van een schending van de gedragsnorm.<sup>235</sup> Deels ben ik het met Assink eens, vooral als het gaat om een zakelijke beleidsafweging dat dermate gevolgen heeft voor aandeelhouders, werknemers en andere betrokkenen, zoals een fusie en overname, waarvoor 'System 2 thinking' gebruikt dient te worden. Echter bestaat de kans dat beslissingen die genomen moeten worden in een kort tijdsbestek en waarvan de gevolgen te overzien zijn, het mogelijk is dat 'System 1 thinking' deels wordt toegepast in de beslissing, zonder dat het bestuur daarin de gedragsnorm heeft geschonden. In beginsel wordt ervan uitgegaan dat het bestuur in geval van een fusie en overname een weloverwogen beslissing neemt. Het is niet ondenkbaar dat in deelaspecten van die overweging 'system 1 thinking' wordt toegepast. Denk hierbij aan intuïtie. Niet ondenkbaar is ook dat in bepaalde situaties het bestuur niet anders kan dan 'system 1 thinking' en mag het daar niet altijd voor aansprakelijk worden gesteld. Het bestuur heeft dan, mijns inziens, inzichtelijk en op een subjectief bonafide wijze gehandeld. Immers hoort risico's nemen tot besturen en zijn bestuurders entrepreneurs waar ook het nemen van risico's toe behoort. Een hoge drempel van aansprakelijkheid dient hierin te gelden, vanwege het feit dat aandeelhouders vrijwillig hebben gekozen om te investeren. Bovendien is het niet wenselijk om alle risico's dicht te timmeren en zijn bestuurders ook overgeleverd aan de 'act of god' en 'black swans'.

Janis is van mening dat de kwaliteit van een beslissing afhankelijk is van de deugdelijkheid van procedures waarlangs deze beslissingen genomen worden.<sup>236</sup> Om die reden zou in het kader van de fusie en overname het gebruik van risicomanagement een manier zijn waarop bestuurders dit kunnen ondervangen. Bovendien bestaat hierin de kans dat 'system 1 thinking' en 'groupthinking' hiermee de kop wordt ingedrukt vanwege het feit dat het COSO raamwerk een overzicht biedt van alle kansen en bedreigingen, mits bestuurders in staat zijn samen te werken. In het COSO raamwerk kan in bepaalde

<sup>234</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereeniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 250-253.

<sup>235</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p 556.

<sup>236</sup> I.L. Janis en L. Mann, *Decision making: a psychological analysis of conflict, choice, and commitment*, Free Press, 1977.

mate worden afgelezen of het bestuur gebruik heeft gemaakt van 'System 1 thinking' of 'System 2 thinking'. De mate waarin sprake is van 'groupthinking' zou terug gelezen kunnen worden in het risicoprofiel die beide partijen apart van elkaar hebben opgesteld. Bovendien is de kans zeer aanwezig dat beide partijen los van elkaar al een dergelijk risicomanagementsysteem hanteren als vorm van interne beheersing en controle. In de voorfase van de fusie of overname zou voor zowel een koper als een potentiële verkoper een eerste aanzet tot COSO raamwerk ingevuld kunnen worden om vervolgens in groepsverband te analyseren hoe zij trachten de samenwerking aan te gaan. Bovendien is de mate van betrokkenheid van alle lagen in beide organisaties van belang en is het belangrijk dat bestuurders ook durven te delegeren en dat zij anderen aanmoedigen mee te denken en creatief te handelen. Denk hierbij aan de eerder genoemde ICT valkuil. Indien in beide organisaties de ICT- afdelingen om de tafel gaan kan dit eerder leiden tot een kritische blik en daardoor een betere keuze voor integratie. Hiermee wordt in een bepaalde mate 'groupthinking' voorkomen. Door divisies, afdelingen en business units van beide partijen te betrekken bij beslissingen, wordt eerder voorkomen dat 'groupthinking' verwezenlijkt. Op die manier zou enigszins de mate van 'groupthinking' verminderd kunnen worden. Ieder heeft tenslotte individueel al eigen 'keuzes' gemaakt. Door disciplines en verschillende niveaus te betrekken bij de inschatting van risico's, levert dit niet alleen meer begrip op, maar zorgt er ook voor dat risico's beter worden in geschat en dat belangrijke risico's niet over het hoofd worden gezien. Door medewerkers te betrekken die kennis en kunde hebben van bepaalde processen, kan een realistischere inschatting worden gemaakt. Zo kunnen emoties en andere motieven die kunnen leiden tot het mislukken van een fusie en overname, boven tafel komen en kan daarop worden geanticipeerd. Dan is vervolgens terug te lezen in welke mate het bestuur consensus heeft nagestreefd of kritisch heeft gekeken naar beide profielen en daarmee een logische beslissing heeft genomen. De toepassing van COSO raamwerk, als vorm van risicomanagement, ziet erop toe dat risico's bewust dan wel onbewust genomen, inzichtelijk zijn. Door inzicht te krijgen in de specifieke risico's en deze transparant met de organisatie te communiceren dan wel met disciplines te bespreken, wordt de kans vergroot dat andere risico's waar nog niet aan is gedacht alsnog aan het licht komen.

Ook geeft COSO raamwerk, als vorm van risicomanagement, inzage in gedrag en hoe het bestuur met risico's omgaat. Immers is bekend dat risicomanagement zorgt voor transparantie, bewustwording en begrip in de organisatie. Bovendien zijn culturele verschillen moeilijk grijpbaar en 'soft'. Daardoor is het moeilijk om geheel te voorkomen dat geen culturele verschillen meer bestaan na de transactie. Het gaat erom dat het bestuur en alle betrokkenen open communiceren met elkaar en daarmee de barrière

neerhalen. Tevens zou door middel van een aantoonbaar risicomanagement model waarin beslissingen worden verantwoord, de rechter doen besluiten dat het bestuur zijn taak behoorlijk heeft vervuld, wegens het feit dat de rechter een veel beter en inzichtelijker beeld heeft van het gedrag van het bestuur.<sup>237</sup>

Bovendien wordt door een afweging tussen mogelijke opbrengsten en kosten bepaald op welke wijze risico's worden in geschat en wat de bereidheid is van betrokkenen om die risico's te nemen. Dit zorgt ervoor dat risico's en een adequate beheersing van deze risico's juridisch gezien moeilijk grijpbaar zijn.<sup>238</sup> Aan de hand van het COSO raamwerk dat door beiden partijen tijdig en in elke fase van het proces wordt ingevuld en wordt bijgehouden, is aantoonbaar op welke wijze het bestuur de risico's heeft in geschat, wat de riskappetite is en wie daarbij betrokken zijn. Dit zorgt ervoor dat de beheersing van risico's in het complexe fusie- en overnameproces juridisch gezien wel grijpbaar wordt.

Door de risico-inschatting in de drie fasen van het fusie- en overnameproces tijdig bij te stellen wordt voorkomen dat het bestuur achter de feiten aanloopt. Ook wordt 'hindsight bias' eerder voorkomen als de rechter middels het COSO raamwerk kan terugzien op welke manier het bestuur destijds met de informatie die op dat moment voorhanden was, heeft gehandeld en heeft beslist om voor een bepaalde keuze te gaan. Zoals eerder genoemd, zijn er bepaalde risico's die het bestuur niet altijd in de hand heeft en kan het bestuur daarvoor niet aansprakelijk worden gesteld. De risico's die het bestuur wel in de hand heeft dienen naar eer en geweten te worden afgewogen. De beslissingen die daar uit voortkomen dienen op basis van logica plaats te vinden. In dit kader kan aan de hand van het COSO raamwerk gezien worden of het bestuur een logisch besluit heeft genomen.

## **10.2 Risicomanagement en inzicht op bestuurdersaansprakelijkheid**

Een fusie en overname brengen, zoals hiervoor is vermeld, specifieke risico's met zich mee in tegenstelling tot de risico's die bestuurders en commissarissen lopen bij het besturen en toezicht houden op de algemene gang van zaken bij de onderneming. Risico's gelieerd aan het fusie- en overnameproces zijn onder andere het niet of onvolledig kunnen uitvoeren van de synergievoordelen, aandeelhouderswaardevermindering, verlies van marktaandeel, kostenstijgingen, vertraging van

<sup>237</sup> Meer over de toets van de rechter en de business judgment rule in het volgende hoofdstuk.

<sup>238</sup> J. Adams en M. Tompson, 'Taking account of societal concerns about risk, framing the problem', in: *research rapport 035*, 2002 en B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereeniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 207.

cultuur- en IT-integratie en overmoedigheid van bestuurders.<sup>239</sup> Fusies en overnames betekenen ook een toenemend risico voor bestuurders. Bedrijfsvoering wordt vaak ingewikkelder, systemen en processen moeten worden aangepast, de schuldenlast neemt toe en cultuurverschillen komen aan het licht.<sup>240</sup> Daarnaast moeten bestuurders in een fusie- en overnameproces openheid van zaken en toezeggingen over de onderneming geven. En het gaat bij overnames en fusies vaak om grote financiële belangen.<sup>241</sup>

Gebleken uit voorgaand hoofdstuk is dat nog discussie gaande is over de gedrags- en toetsingsnormen en de mate waarin de rechter marginaal of integraal toetst in het Nederlandse vennootschapsrecht. Menig auteur pleit dan ook voor een Nederlandse BJR. Er wordt een hoge drempel van aansprakelijkheid geëist, maar veel discussie bestaat over de manier waarop rechters het bestuurlijk gedrag dienen te toetsen. In de art. 2:9, art. 6:162 en art. 2:138/248 BW worden termen gebruikt als 'in strijd met elementaire beginselen', 'redelijk denkend bestuurder in dezelfde omstandigheden aldus gehandeld zou hebben', '(kennelijk) onbehoorlijk bestuur', 'onbehoorlijke taakvervulling' en 'ernstig verwijt' die nog geen concrete handvatten bieden voor zowel het bestuur als de rechter wat nu exact hieronder wordt verstaan. Er is geen concrete regelgeving aanwezig waar handvatten voor zowel rechters als bestuurders zijn geboden over de mate van toetsing op. In die zin is het dus onduidelijk of bestuurders wel voldoende worden beschermd door de wet. Ook al is in NOM/Willemsen gezegd dat het bestuur bestuurt en risico's nemen daarbij hoort, wordt geen marginale toetsing toegepast. De zogenaamde 'de rechter mag niet op de stoel van de ondernemer plaatsvinden' gaat in dat geval, mijns inziens, niet geheel op. Immers wordt met volle toetsing bedoeld dat de rechter dezelfde vragen stelt als het bestuur die de beslissing heeft genomen. Hier ligt naar mijn mening dan ook een discrepantie in de rechtspraak en de interpretatie van de wet.

Het onderscheid tussen de gedrags- en toetsingsnormen is een verklaring waarom zoveel onduidelijkheid bestaat over de wijze waarop de rechter ondernemingsbeleid dient te toetsen. Wanneer de OK invulling dient te geven aan het wanbeleids criterium, dient hij een behoorlijkheidscriterium toe te passen dat minder streng is dan de norm die een bestuurder zelf tegenover zijn vennootschap in acht

<sup>239</sup> Zie hoofdstuk 1: 'Motieven en valkuilen in het doen van een fusie en overname'.

<sup>240</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009.

<sup>241</sup> A. Verdoold, 'Gedekt bij fusie voor lijken in de kast' in: *Het Verzekeringsblad* nr. 3, 25 maart 2010.

dient te nemen. Voor het bestuur is het dan lastig in te schatten hoeveel risico hij kan, maar bovenal mag nemen.<sup>242</sup>

In de bovengenoemde art. 2:138 BW en art. 2:248 BW is in lid 3 beschreven dat bestuurders de mogelijkheid hebben bewijs aan te leveren waardoor zij niet aansprakelijk gesteld kunnen worden. Het is dan van belang dat bestuurders zich goed indekken, waardoor de aansprakelijkheidsgronden van deze artikelen niet kunnen gelden. Uit jurisprudentie is gebleken dat het bestuur hier zelden in slaagt. Een risicoprofiel en analyse, volgens het COSO raamwerk, waar maatregelen getroffen worden voor de specifieke risico's kan ervoor zorgen dat het bestuur tegenbewijs kan leveren en daardoor verminderd aansprakelijk is.

Ook is uit voorgaande hoofdstukken gebleken dat het Nederlandse vennootschapsrecht gericht is op marginale toetsing, maar dat veelal integraal wordt getoetst door de rechter. Nu blijkt dat eerder sprake is van een volle toetsing dan van een marginale, is juist inzicht in het gedrag van het bestuur middels het COSO raamwerk van essentieel belang.

De mate waarin risicomanagement een beperking van de aansprakelijkheid in geval van een mislukte fusie en overname oplevert, is afhankelijk van het gedrag, kennis en kunde van bestuurders en commissarissen van beide partijen. Immers moet de discussie gaan over de kwaliteit van management, niet over de kwaliteit van regels.<sup>243</sup> Zoals hiervoor al is geconcludeerd worden bestuurders aansprakelijk gesteld op grond van art. 2:9, art. 6:162, art. 2:138/248 BW en wanbeleid (art. 2:355 en 2:356 BW) en geeft het de aandeelhouders en werknemers de kans om de schade te verhalen. Het bestuur van beide partijen heeft door middel van het gebruik van het COSO raamwerk een alomvattend handvat waar zij een eenduidige visie en doelstelling ontwikkelen. Daardoor kunnen zij risico's beter inschatten en ervoor zorgen dat tijdig hierop wordt geanticipeerd. Het bestuur komt in een vroeg stadium op één lijn te liggen alsmede transparantie tonen jegens aandeelhouders, werknemers en andere betrokkenen. Hierdoor ontstaat meer begrip en betrokkenheid zorgen. Concreet wordt hiermee bedoeld dat met de toepassing van het COSO raamwerk alle facetten die bij het complexe fusie- en overnameproces aan bod komen afgebakend worden. Als verantwoord wordt beschreven welke risico's het bestuur heeft geïdentificeerd en aangeeft op welke manier hiermee wordt omgegaan, kan dit voor aandeelhouders en

<sup>242</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009.

<sup>243</sup> A. Vos, 'Kredietcrisis - De regels zijn goed, de keuzes deugen', in: Binnenlands Bestuur, Deventer: Kluwer, 7 november 2008.



werknemers een argument zijn om af te zien van een aansprakelijkheidsstelling en het bestuur zijn taak behoorlijk heeft vervuld.

Bovendien bevatten de artikelen in het Burgerlijk Wetboek veelal open normen waar de vennootschap zelf een manier in moet vinden om daar invulling aan te geven. Indien de gedrags- en toetsingsnormen divergeren, betreft het bestuur meer beleidsvrijheid. Deze mate van vrijheid is terug te lezen in het COSO raamwerk waar het bestuur laat zien wat haar riskappetite is en waarom. Met betrekking tot de risico's die zijn beschreven in de wet dan wel NCGC, biedt het COSO raamwerk aandeelhouders en werknemers ook inzicht in de manier waarop het bestuur ervoor zorgt dat aan deze wet- en regelgeving is voldaan. Het COSO raamwerk is dan ook geen doel op zich, maar een middel voor bestuurders om de doelstellingen te behalen en alle risico's die bij het complexe fusie- en overnameproces aan bod komen te identificeren en op tijd maatregelen te treffen. Op het gebied van strategische en operationele risico's heeft het bestuur meer beleidsvrijheid in het nemen van risico's en beslissingen. Als de betrokken partijen vrijwillig instemmen met de riskappetite en tolerantie, dient de aansprakelijkheid ook te worden beperkt.

### **10.3 Risicomanagement ten opzichte van Due Diligence in het fusie- en overnameproces**

*'Half the participants said their due diligence process had failed to uncover major problems, and half found that their targets had been dressed up to look better for the deals'.<sup>244</sup>*

Uit het artikel van McKinsey over de mogelijkheden en kansen bij een fusie en overname blijkt dat respondenten aangaven dat 40 procent van de due diligence onderzoek ontoereikend zijn in hun deals.<sup>245</sup>

Elke fase in het fusie- en overnameproces heeft eigen risico's. In de pre-deal fase wordt het risico gelopen dat onjuiste informatie in verband met de target wordt afgegeven. Om te voorkomen dat 'lijken in de kast' zitten, kan een due diligence onderzoek worden uitgevoerd. Het risico bij due diligence is dat verschillende aspecten los van elkaar en niet geïntegreerd plaatsvinden, waardoor het risico wordt gelopen op verlies van belangrijke informatie gedurende het proces.<sup>246</sup>

<sup>244</sup> G. Cullinan, J. Le Roux en R. Weddigen, 'When to walk away from a Deal', in: *Harvard Business Review*, April 2004.

<sup>245</sup> C. Deutsch en A. West, 'A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges', in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>246</sup> P. v. Stempvoort, 'Juridische valkuilen bij due diligence, onderzoek vooral van belang voor koper die geen miskoop wil doen', in: *Belasting magazine*, November 2007.

Due diligence is, naar mijn mening, een op zichzelf staand onderzoek vanwege het feit dat deze op meerdere momenten ingezet kan worden. Due diligence wordt immers gebruikt in het geval van een fusie en overname, beursintroductie, joint venture en andere momenten waarop een verandering plaats kan gaan vinden. Bovendien bestaat de mogelijkheid van een vendor due diligence en een acquisition due diligence, dat wordt uitgevoerd door externe partijen zoals adviseurs, juristen, specialisten en fiscalisten. De intentie van risicomanagement in het kader van het fusie- en overnameproces is dat het bestuur hiervoor verantwoordelijk is en daarmee zelf grip houdt op het traject. Advies kan ingewonnen worden door adviseurs, maar de eindverantwoordelijkheid en betrokkenheid ligt bij het bestuur. Immers is in McKinsey al bekend gemaakt dat een grote mate van betrokkenheid significant is voor het slagen van een fusie en overname.<sup>247</sup>

De partij die overgaat tot een due diligence onderzoek bepaalt zelf op welke gebieden zij het onderzoek laat uitvoeren. Zoals eerder is vernoemd, zijn de voornaamste due diligence onderzoeken gebaseerd op financiële, fiscale en commerciële aspecten. Het doel van due diligence is dan ook dat inzicht wordt verschaft in de boeken om zoveel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de koop, of de prijs niet te hoog of te laag is en om eventuele garanties en vrijwaringen te verlangen. Opvallend is dat bestuurders vaak niet terugdeinzen nadat de resultaten uit het rapport van due diligence onderzoek niet lovend zijn. Het lijkt erop dat het bestuur van de kopende partij denkt met een lage prijs en aanscherping van garanties de fusie of overname toch tot een succes te kunnen maken, maar daarbij tegelijkertijd onvoldoende rekening houdt met de mogelijkheid tot het leveren van een wanprestatie en/of bestuurdersaansprakelijkheid. Naar mijn mening hebben bestuurders dan ook een grote behoefte om te willen fuseren, wat ook wel wordt aangeduid als het 'me-too'-effect van Schenk.<sup>248</sup> Uit de literatuur is gebleken dat het in de integratiefase vaak fout gaat. Risico's verwezenlijken in de integratiefase die in de pre-deal fase niet onderzocht zijn. In het due diligence onderzoek is dan onvoldoende aandacht besteed aan de risico's die zich in de integratiefase voordoen. Door het toepassen van risicomanagement met als model het COSO raamwerk wordt voorzien dat in de pre-deal fase voldoende rekening wordt gehouden met risico's die in de integratiefase tot uiting komen. Als onvoldoende aandacht wordt besteed aan het due diligence onderzoek of er wordt geen vergaand onderzoek verricht, dan dwingt het raamwerk het

<sup>247</sup> C. Deutsch en A. West, 'A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges', in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>248</sup> P. van der Kwast, 'Waarom bedrijven het fuseren niet kunnen laten', 23 maart 2011 Website: <<http://www.intermediar.nl/vakgebieden/management/waarom-bedrijven-het-fuseren-niet-kunnen-laten>>.

bestuur om tijdig de risico's in alle fasen van het fusie- en overnameproces te identificeren en daar maatregelen in te nemen. Op die manier kan het bestuur tijdig inspelen op de risico's die zich voordoen in de integratiefase. Het raamwerk is een 'overall' systeem waar grip wordt gehouden op alle fasen in het fusie- en overnameproces.

Schrijvers hebben in *Mckinsey Quaterly* de uitspraak gedaan dat het bestuur veelal risicomijdend werkt.<sup>249</sup> Het vermijden van risico's kan echter leiden tot een conflict in het behalen van de waarde van de fusie. Het begint, vrij vertaald, vaak al met de fout dat precieze cijfers in het due diligence onderzoek een limiet hebben voor onder andere het behalen van de synergie.<sup>250</sup> Due diligence onderzoeken zijn toch vaak beperkt door tijd en toegang van gegevens. Zij richten zich meestal op de vraag of de verwachte synergie de deal kan rechtvaardigen.<sup>251</sup>

In geval van een acquisition due diligence weet de verkoper beter hoe de vork in de steel zit dan de koper en heeft daarmee, mijns inziens, een zekere voorsprong. Een koper kan in groepsverband de dominantie factor vormen. Hierdoor bestaat de valkuil van 'groupthinking' waar de verkopende partij terug deinst en ondergeschikt wordt aan het bestuur van de kopende partij. Ook al wordt gezegd: 'zij zijn net als wij', toch kan de verkopende partij in geval van een overname het gevoel hebben ondergeschikt te worden aan de kopende partij. Dat terwijl betrokkenen bij de kopende partij juist de tegenovergestelde gevoelens worden opgewekt en de dominante positie inneemt.

Tevens is ook niet ondenkbaar dat risicomanagement onder art. 6:228 BW zou kunnen vallen. Met behulp van het COSO raamwerk is af te lezen of beide partijen hebben voldaan aan de zorgplicht met betrekking tot de onderzoeks- en mededelingsplicht. Wel dient dan rekening gehouden te worden met een vervaging van de grens waar stopt de mededelingsplicht en waar begint de onderzoeksplicht. Beide partijen, vooral in geval van een gelijkwaardige fusie, dienen mijn inziens aan deze verplichtingen te voldoen.

---

<sup>249</sup> J. McLetchie en A. West, 'Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers, in: *Mckinsey Quaterly*, Juni 2010.

<sup>250</sup> J. McLetchie en A. West, 'Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers, in: *Mckinsey Quaterly*, Juni 2010.

<sup>251</sup> A. Argawal, C. Ferrer en A. West, When big acquisitions pay off, Some are quietly creating value that doesn't make the headlines. Here's how, in: *Mckinsey Quaterly*, Mei 2011.

Het bestuur van de partij die een due diligence onderzoek heeft laten uitvoeren ziet het verplicht overhandigen van de rapportage in beginsel vaak niet zo zitten. Mijns inziens, is hier enigszins begrip voor vanwege adviezen die zijn uitgebracht en vanwege het feit dat de koper een zo laag mogelijke prijs wil betalen. Echter naar mijn mening is openheid van zaken en een open communicatie essentieel om zowel een fusie als een overname te laten slagen. Bovendien hebben beide partijen de plicht om ervoor te zorgen dat de eigen vennootschap een zo goed mogelijke 'deal' sluit. Het due diligence rapport is een samenwerking waarin prijs en garanties centraal staan en waar koper en verkoper in samenspraak tot een beslissing komen. Risicomanagement, focust in geval van een fusie op een goede samenwerking tussen partijen waarin het bestuur op één lijn komt te liggen en weten partijen wat zij aan elkaar hebben. In de overname heeft het bestuur van de kopende partij een raamwerk waar de verkopende partij zich aan aanpast, maar waarin de verkopende partij inzicht heeft in doelstellingen van de kopende partij. Nu de rechtbank heeft beslist dat ook de verkoper onderzoek moet verrichten naar de koper, maar waar beide partijen geen volledig inzicht willen geven in de boeken, kan risicomanagement hier een manier voor zijn. Immers krijgen beide partijen inzicht in de manier waarop zij de fusie of overname vorm willen geven.

De manier waarop om wordt gegaan met risico's in het due diligence onderzoek en het COSO raamwerk kunnen verschillend zijn. Enerzijds heeft een due diligence onderzoek een einde (one time event), terwijl risicomanagement een doorlopend proces is waar geen einde aan komt. Due diligence is een momentopname en de houdbaarheidsdatum van resultaten zijn dan ook eerder verstreken.<sup>252</sup> Denkbaar is dan ook dat de manier waarop keuzes worden gebaseerd en de wijze waarop het bestuur onder invloed is van 'system 1', 'system 2' en 'groupthinking' verschillend van elkaar kunnen zijn. Immers, het 'decision making process' kan verschillen, want de intentie van beide processen is anders. Due diligence komt vanuit één partij, terwijl risicomanagement in samenspraak gaat.

Naast een due diligence onderzoek bestaat ook de mogelijkheid tot een Legal risk audit. Bij een Legal risk audit vindt voornamelijk boekenonderzoek plaats naar juridische documenten. Als een onderzoek is ingesteld naar zowel juridische documentatie als risicobeheersing is sprake van Legal risk management. Niet alleen worden daar juridische en andere risico's geïdentificeerd, ook wordt vastgelegd wie verantwoordelijk is voor het vermijden en beperken van de risico's. Daarmee wordt bereikt dat voor een

---

<sup>252</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p. 66.

langere periode het oog gericht blijft op het beheersen van risico's waarin wordt gestreefd naar verbetering van processen. Het Legal risk project kan uitgevoerd worden binnen de eigen onderneming.<sup>253</sup> Met Legal Risk Project wordt getracht voor een langere periode risico's te inventariseren, te beheersen en daarmee verbeteringen in processen aan te brengen. In beginsel is dat een goed streven, echter de intentie van het gebruik van risicomanagement is dat dit een doorlopend systeem is waar geen einde aankomt en het daarmee onderdeel wordt van de bedrijfsvoering. Op die manier loopt het traject van de fusie en overname over in het algemeen en algeheel besturen van de onderneming, terwijl dit bij een legal risk project niet het geval is.

Risicomanagement richt zich op de eigen verantwoordelijkheid van de bestuurders terwijl due diligence veelal het doel nastreeft om een zo laag mogelijke prijs te krijgen, garanties aan te scherpen, lijken uit de kast te halen en te voorkomen dat een kat in de zak wordt gekocht. Door in het fusie- en overnameproces gebruik te maken van risicomanagement, wordt de focus gelegd op samenwerking, open communicatie, transparantie, betrokkenheid en openheid van zaken om, met name, de integratie tot een goed 'einde' te laten brengen. Het in de volksmond genoemde boekenonderzoek zegt het al: er wordt een sneak peak genomen in de boeken, maar de softe en minder grijpbare en bovenal cruciale aspecten, die kunnen leiden tot een 'make or break', zijn nog onvoldoende de revue gepasseerd.

93

Het due diligence onderzoek kan, mijns inziens, een onderdeel vormen van het overkoepelende risicomanagementsysteem. Het due diligence onderzoek is van toegevoegde waarde voor beide partijen om te laten uitvoeren. Naar mijn mening hebben beide vormen een ander doel. Ik ben dan ook een voorstander om een due diligence onderzoek te laten uitvoeren. Desalniettemin ben ik van mening dat een due diligence onderzoek op financieel, commercieel, juridisch en fiscaal gebied te summier is en er op zijn minst aandacht dient te worden besteed aan het culturele en ICT aspect. Onderzoeken en analyses mogen tot op zeker hoogte los van elkaar uitgevoerd worden, maar moeten met elkaar in verband worden gebracht. Alleen op die manier kan een redelijke inschatting worden gemaakt van onder andere synergie. Risicomanagement is overkoepelend aan het fusie- en overnameproces en daarmee veel breder dan het due diligence onderzoek. Met risicomanagementmodel komt de integratiefase beter tot uiting, terwijl hier in het due diligence onderzoek weinig tot geen aandacht aan wordt besteed.

---

<sup>253</sup> M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011, p 66.

In het volgende hoofdstuk wordt onderzocht of het gebruik van risicomanagement, specifiek het COSO raamwerk, een handvat kan bieden aan het bestuur in het fusie- en overnameproces.

## **11. Risicomanagement integreren in het fusie- en overnameproces?**

---

In dit hoofdstuk zal gekeken worden in welke mate risicomanagement middels het COSO raamwerk van toegevoegde waarde is, als handvat, voor bestuurders en commissarissen tijdens het fusie- en overnameproces.

In de literatuur worden velen handvatten aangereikt voor het realistisch inschatten van de synergie, een checklist voor het cultuuronderzoek en anderen vormen waarmee het bestuur mogelijk het traject beter kan laten verlopen. Echter is geen integraal model of systeem aanwezig waar wordt gekeken naar de samenhang van zowel financiële, juridische, strategische en operationele aspecten en risico's waar alle betrokkenen mee geconfronteerd worden en bij betrokken zijn. In dit hoofdstuk zal dan ook gekeken worden in hoeverre het COSO raamwerk, dat is ontstaan als intern beheersings- en controlesysteem, van toegevoegde waarde is voor de fusie en overname en waardoor wordt voorkomen dat vele fusies en overnames de stempel 'mislukt' krijgen. Immers gaat het bij een fusie en overname ook over het krijgen van controle en beheersing.

### **11.1 Integraal risicomanagement of op zich zelf staand in de fusie en overname?**

Indien risicomanagement ingebed wordt in het fusie- en overnameproces, zou dit naar mijn mening als een onderdeel van het proces gezien moeten worden. Risicomanagement wordt nu gebruikt als intern beheersings- en controlesysteem en is daarmee integraal met de bedrijfsvoering. Als het gebruik van risicomanagement een op zichzelf staande activiteit gaat worden, kan het risico ontstaan dat, net zoals bij het due diligence onderzoek, daar weinig aandacht aan wordt besteed en het bestuur het zo snel mogelijk 'gedaan' wil hebben. Mijn intentie is dat risicomanagement en fusie en overname als het ware in één zin worden genoemd. Als blijkt dat in de praktijk de toepassing van risicomanagement een verbetering is voor het fusie en overnameproces, zou wat mij betreft kunnen gelden dat geen fusie en overname wordt gestart zonder dat sprake is van een risicomanagementmodel. Om die reden pleit ik dan ook voor een integraal risicomanagementmodel voor in de fasen van het fusie- en overnameproces.

### **11.2 Risicomanagement, in de vorm van het COSO raamwerk, als handvat in het fusie en overnameproces**

Opvallend is dat de wet zich voornamelijk richt op de financiële (verslaggevings-) en juridische risico's. Dit is naar voren gekomen in het hoofdstuk waar uitleg is gegeven over de toegepaste wetsartikelen, codes, regels en richtlijnen met betrekking tot fusies en overnames. Dit impliceert dat de wetgever de nadruk legt op de belangen van compliance en financiën. Echter zijn aspecten, zoals strategische en

operationele categorieën minder aanwezig. Enerzijds begrijpelijk, omdat deze categorieën minder grijpbaar zijn, maar desalniettemin essentieel zijn om een nadruk op te leggen in het fusie- en overnameproces. Tenslotte is de bestuurder verplicht te voldoen aan de wet- en regelgeving en daarin staan voornamelijk de financiële verplichtingen, zoals rapportage en compliance categorieën. Enerzijds is dat begrijpelijk, omdat deze aspecten minder grijpbaar zijn en meer onderhevig aan externe invloeden, waardoor ze niet altijd in de macht van de onderneming liggen. Anderzijds zijn deze categorieën een valkuil voor bestuurders en commissarissen in het vennootschapsrecht vanwege het idee dat afrekening ook eerder plaatsvindt op basis van de financiële aspecten en onvoldoende voldoen aan de wet- en regelgeving. In de wet (titel 7 afdeling fusie) wordt dan ook onvoldoende focus gelegd op pijlers die van cruciaal belang zijn op het specifieke fusie- en overnameproces. Als de strategische en operationele categorieën niet of onvoldoende worden meegewogen in het fusie- en overnameproces, maar ook in het dagelijks besturen, heeft dit immers gevolgen voor de financiën. Als men niet de risico's inschat van de operationele en strategische aspecten, is het ook denkbaar dat de financiën niet goed worden ingeschat en daardoor fouten worden gemaakt. Echter, het is niet wenselijk om deze strategische en operationele categorieën te reguleren middels wetgeving. Zoals al eerder is vernoemd is het mijns inziens, vrijwel onmogelijk om minder grijpbare aspecten zoals operationele en strategische activiteiten vast te leggen in de wet en is dit ook niet nodig. Immers zijn bestuurders entrepreneurs en dienen zij de vrijheid te krijgen om te kunnen besturen.

Het COSO raamwerk zou voor de strategische en operationele risico's een redelijke mate van zekerheid kunnen bieden voor het bestuur, omdat deze categorieën op een inzichtelijke manier in het raamwerk worden benoemd. De operationele en strategische risico's houden meer verband met het vrijwillig aanvaarden van risico's. Hier is tenslotte door de overheid weinig over opgelegd. Als door betrokken partijen, zoals aandeelhouders, de gekozen riskappetite wordt geaccepteerd, zou dit moeten leiden tot een beperking van aansprakelijkheidstelling. De risico's van rapportage en compliance zijn veelal opgelegd door de overheid en zijn vastgelegd in wet- en regelgeving. De bestuurders hebben daarin minder beleidsvrijheid. In beginsel kan dan ook gezegd worden dat opgelegde risico's de overheid ook strengere eisen aan risicobeheersing zou mogen stellen dan aan de beheersing van risico's die daar niet uit voortvloeien.<sup>254</sup> In de aansprakelijkheidsprocedure dient men hier dan ook rekening mee te houden.

<sup>254</sup> B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 249.



Door middel van het COSO raamwerk is het bestuur van beide partijen in staat om de risicoacceptatiegraad af te stemmen tezamen met de risicofilosofie. Op basis daarvan bepaalt het bestuur op welke manier wordt gereageerd op de verwezenlijking van de ingeschatte risico's. Immers zal de identificatie van risico's van potentiële gebeurtenissen leiden tot het voorkomen of sneller participeren op verrassingen en eventuele verliezen. Het voordeel van het gebruik van het COSO raamwerk in het fusie- en overnameproces is bovenal dat de verscheidenheid van risico's door alle afdelingen van de organisatie lopen. Middels het raamwerk worden deze risico's ondervangen, omdat betrokkenheid van disciplines toegepast wordt. Hierdoor ontstaat een effectieve reactie op de onderlinge verbonden gevolgen en de integratie van meerdere risico's. Door alle potentiële gebeurtenissen te overwegen is het management in staat ook de kansen te identificeren. Dit brengt het voordeel met zich mee dat risico's op de werkvloer (operationeel) niet over het hoofd worden gezien, en niet geheel onbelangrijk, de medewerkers worden betrokken in het proces. Door met betrokken medewerkers gestructureerd over risicomangement bij het fusie- en overnameproces na te denken ontstaat betrokkenheid, bewustwording en begrip. Door bewustwording komt risicomangement tussen de oren te zitten en wordt adequaat gereageerd. Het is tenslotte niet ondenkbaar dat bestuurders alles weten wat binnen de organisatie gebeurt en welke risico's er spelen die betrekking hebben op de fusie of overname.

Vaak wordt gedacht in 'opportunities' en worden de 'threats' vergeten. Juist als de 'threats' in kaart worden gebracht, kunnen de 'opportunities' realistischer worden ingeschat. Het gebruik van het COSO raamwerk kan er toe leiden dat risico's die anders over het hoofd worden gezien, toch worden meegenomen. Op die manier kan adequaat gereageerd worden op deze risico's. Tot slot zal door de inschatting van risico's daardoor een betere inschatting gemaakt kunnen worden van de kapitaalbehoefte. Tevens wordt de kans vergroot om onder andere synergie te behalen door potentiële gebeurtenissen te identificeren om zo verrassingen en de verbonden kosten en verliezen te reduceren. Immers zijn de ingeschatte synergie(en) vaak niet haalbaar en zou een meer reële inschatting wenselijk zijn. Deelaspecten van het COSO raamwerk controleren of de waarde van de ingeschatte onderdelen reëel zijn. Hierdoor ontstaat meer bescheidenheid in het inschatten van synergie door informatie die naar voren komt vanuit het raamwerk.

Middels het COSO raamwerk wordt de onderneming geholpen om te komen waar ze willen zijn, waar risico's worden onderschept, ondervangen en geminimaliseerd om zo tot een degelijk integratieproces

te komen. Immers brengt iedere fase in het fusie- en overnameproces andere risico's met zich mee. Door het gezamenlijk formuleren van een strategie en daarbij behorende doelstellingen, ontstaat een betere balans tussen groei, resultaat en gerelateerde risico's. Zo worden op effectieve en efficiënte wijze middelen ingezet om deze doelstellingen te behalen en is het bestuur beter in staat een overzicht te houden over het gehele traject.<sup>255</sup> Deze activiteiten bieden het bestuur de mogelijkheid de winstdoelstellingen van het samengaan te realiseren. De reden waarom gefuseerd wordt is tenslotte dat efficiënter en effectievere bedrijfsvoering plaatsvindt, dat betrouwbare informatievoorziening wordt verschaft, wet- en regelgeving wordt nageleefd en dat de doelstellingen worden bereikt. Meer betrokkenheid van alle niveaus binnen de organisatie en externe belanghebbenden leidt tot meer vertrouwen en begrip.<sup>256</sup> Uit McKinsey blijkt ook dat delegeren en significante betrokkenheid van bestuur van cruciaal belang is om focus te houden.<sup>257</sup> De transparantie en efficiënte interne en externe communicatie gedurende de eerste 100 dagen van de integratie is cruciaal om de betrokkenheid van stakeholders te verzekeren. Uit de literatuur is al gebleken dat het gebrek aan communicatie er toe kan leiden dat werknemers het vertrouwen verliezen en opstappen.<sup>258</sup> Door middel van het informeren en communiceren van informatie uit het COSO raamwerk naar interne en externe betrokkenen toe blijft het vertrouwen eerder in stand. Het betrekken van medewerkers van beide partijen bij besluitvorming in het fusie- en overnameproces, kan leiden tot een gevoel van medeverantwoordelijk, loyaliteit en het gevoel gehoord te worden. Dit kan vervolgens zelfs leiden tot een minder snelle aansprakelijkheidskwestie van bestuurders in geval een fusie of overname mislukt. Het is immers mogelijk dat met het voldoen aan een gedegen risicomanagement-model, zoals COSO, de aansprakelijkheid wordt beperkt, omdat aandeelhouders en medewerkers al in een vroeg stadium hebben kunnen inzien wat het bestuur van plan is, waar de risico's liggen en welke maatregelen zij nemen. Een goede beslissing met een slechte uitkomst wil nog geen aansprakelijkheid opleveren. Tenslotte ligt de primaire verantwoordelijkheid bij het bestuur. Voor de voorkoming van tone at the top, zonnekoninggedrag en een afvinkmentaliteit zoals met het due diligence onderzoek soms gebeurt,

<sup>255</sup> J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004, p.7. Website: <[www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management-Framework-Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

<sup>256</sup> Lees ook McKinsey: J. McLetchie en A. West, 'Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers, in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

<sup>257</sup> A. Argawal, C. Ferrer en A. West, When big acquisitions pay off, Some are quietly creating value that doesn't make the headlines. Here's how, in: *McKinsey Quarterly*, Mei 2011.

<sup>258</sup> J. McLetchie en A. West, 'Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers, in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

dienen RvC, accountants en andere interne en externe betrokken een nauwkeurige visie en controle te houden over het COSO raamwerk. Daardoor hebben zij de mogelijkheid eerder in te grijpen.

Desalniettemin dient de aansprakelijkheid te gelden voor onbehoorlijk bestuur, waar gedrag van het bestuur de boventoon voert en niet de inhoud van de beslissing. De toepassing van het COSO raamwerk, tijdens het fusie- en overnameproces, is een manier voor het bestuur om gedrag inzichtelijk te maken en voor de rechter inzicht in het gedrag van het bestuur. Bij toetsing door de rechter dient immers gekeken te worden naar beslissingen die logisch verklaarbaar zijn in plaats van inhoudelijke toetsing. 'Hindsight bias' wordt hierdoor voorkomen en heeft de rechter een duidelijk zicht op de gedragsnormen van de onderneming en kan hierdoor minder snel op de plek komen van de ondernemer om de zakelijke beleidsafweging te toetsen. Ook wordt op die manier inzicht verschaft of een risico bewust dan wel onbewust is genomen.

Bovendien biedt het COSO raamwerk in de laatste component een moment tot evaluatie en monitoring. Zo wordt in iedere fase van het fusie- en overnameproces, zoals de pre-deal-, deal- en integratie- fasen een evaluatiemoment ingebouwd dat het bestuur en andere betrokkenen er toe dwingt na te lopen in hoeverre risico's zijn veranderd en de maatregelen aangepast dienen te worden. Op die manier wordt geborgd dat het integratieplan tijdig wordt gepland, is opgesteld en wordt gemonitord. Een bijdrage van risicomanagement in de gehele bedrijfsvoering is een mate van 'in control' zijn om daarmee de doelstellingen te behalen en zich hierover te verantwoorden. Ook voor de fusie en overname is dit van toepassing, omdat het van essentieel belang is dat de specifieke risico's worden geïdentificeerd, maatregelen worden getroffen en het bestuur zich daaromtrent kan verantwoorden.<sup>259</sup> Het voordeel is ook dat menig bestuurder al bekend is met het COSO raamwerk. Wel dient het bestuur rekening te houden met het feit dat dit model nu wordt gebruikt in het specifieke fusie- en overnameproces en beide partijen tot één raamwerk dienen te komen. Het COSO raamwerk wordt in het kader van de fusie en overname wel onderverdeeld in de drie belangrijke fasen. Met de toepassing van het COSO raamwerk tijdens het fusie- en overnameproces, worden alle soorten risico's meegenomen en niet alleen de financiële risico's. Mijns inziens biedt het COSO raamwerk dan ook voldoende borging voor de inschatting van risico's tijdens het fusie- en overnameproces.

---

<sup>259</sup> J. Streppel, 'Risicomanagement: een hype? Wat betekent het voor bestuurders en commissarissen?', in: *NIVRA: Amsterdam debatbijeenkomsten, Accountants in Business* 2009, p. 10.

Denkbaar is dat door de hoeveelheid handvatten en de administratieve rompslomp hieromtrent bestuurders eerder door de bomen het bos niet meer zien. Een alomvattend raamwerk waarbij de aangereikte handvatten een hulpmiddel zijn, biedt de bestuurders van partijen transparantie, controle en beheersing over het fusie- en overnameproces. Om deze redenen is de toepassing van het COSO raamwerk, in iedere fase van het fusie- en overnameproces, een mogelijke uitkomst om te bepalen welke risico's partijen lopen, wat de kansen en bedreigingen zijn, en hoe hiermee moet worden omgegaan.<sup>260</sup>

Bovendien zal in vele gevallen het bestuur van beide partijen al gebruik maken van een risicomanagementmodel, zoals COSO en zijn zij al bekend met dit systeem. Immers staat het COSO raamwerk wereldwijd bekend als het meest gebruikte model voor interne beheersing en controle. Zij zullen na de transactie een dergelijk model ook weer in gebruik nemen aangezien beide partijen samen zijn gegaan in één onderneming. Een goede start daarvoor is, mijns inziens, al op het moment dat partijen de beslissing nemen de transactie aan te willen gaan.

Door het gebruik van risicomanagement tijdens het fusie- en overnameproces kan het COSO raamwerk een redelijke zekerheid bieden dat het management en bestuur tijdig op de hoogte zijn van de mate waarin de onderneming zich beweegt in de richting van het realiseren van de doelstellingen van de fusie en overname. Mijns inziens is het risicomanagementsysteem van COSO dan ook niet alleen van toepassing voor interne controle, maar is dit een bruikbaar raamwerk voor bestuurders om te gebruiken om te komen tot een verantwoord fusiebesluit wat er toe leidt dat achteraf minder fusies 'mislukken'. Dit vanwege het feit dat aantoonbaar wordt gesteld dat het bestuur verantwoord en met de nodige expertise omgegaan is met de inschatting van risico's. Hierdoor is het gedrag van het bestuur inzichtelijk. Door een inschatting, aan de hand van het COSO raamwerk, wordt ervoor gezorgd dat ondernemingen die samen willen gaan, vooraf, een betere inschatting maken van de integratiemogelijkheden en -moeilijkheden en de kosten die daaraan verbonden zijn. Naar aanleiding van een betere inschatting zal een meer verantwoorde keuze gemaakt kunnen worden om de samenwerking te laten doorvoeren of af te breken. Op die manier handelen bestuurders op een subjectieve bonafide wijze bij de zakelijke beleidsafwegingen. Risicomanagement kan er dan ook voor zorgen dat aansprakelijkheid wordt beperkt, omdat in het raamwerk af te lezen is dat het bestuur, met

---

<sup>260</sup> Zie figuur 1 in de bijlage voor een overzicht van het COSO model om te gebruiken in het fusie- en overnameproces.

het oog op ondernemen, zoveel mogelijk alle risico's, die van belang zijn in het fusie- en overnameproces, hebben geïdentificeerd. Vervolgens is bepaald op welke manier met de risico's wordt omgegaan, zonder in de valkuil van 'groupthanking' te stappen. Bovendien biedt de toepassing van risicomanagement binnen het fusie- en overnameproces een rode draad voor een succesvolle samenwerking.

Mijn mening over het gebruik van risicomanagement in het fusie- en overnameproces wordt ondersteund door onder meer Epstein en Dounis. Zo zegt Epstein dat voor het bereiken van een succesvolle fusie deze goed gepland moet worden, met de nodige inschatting van de risico's. De toon wordt gezet aan de top. Zowel voor de fusie en overname, tijdens de fusie als na de fusie is planning cruciaal.<sup>261</sup> Dounis komt tot een soortgelijke vaststelling als Epstein. Volgens Dounis loopt een fusie en overname fout af wanneer de deelnemende partijen, bij het maken van beslissingen, het belang van risicomanagement hebben onderschat. Vooral een onvoldoende risicoafweging bij de integratiefase is een sleutelfactor in het falen van een fusie en overname.<sup>262</sup> Bovendien is Schnezler<sup>263</sup> van mening dat een effectief en efficiënt risicomanagement bij fusies en overnames leidt tot een verhoogde succeskans. Tevens zijn volgens Pennock en Haimes<sup>264</sup> fusie en overnameprocessen dezer dagen zodanig groot en complex dat traditionele managementtechnieken tekortschieten om een goede controle te hebben over het geheel. Daarom wijzen beide onderzoekers op risicomanagement als dé manier om de complexiteit onder controle te houden.

101

Ook kwam uit het onderzoek van Delta Lloyd en Brookz naar voren dat 64 procent van de ondernemers aangeeft dat risico-inschatting een van de belangrijkste onderwerpen is als het gaat om overnemen of verkopen van een bedrijf.<sup>265</sup> Bovendien is gebleken dat bij iedere fusie en overname de complexiteit toeneemt. De overnamedoelstellingen dienen dan ook een onderdeel van beide partijen te zijn binnen de bedrijfsactiviteiten. Het COSO raamwerk is dan ook zeker geschikt om de overnamedoelstellingen van partijen in te verankeren.

<sup>261</sup> M.J. Epstein, 'The determinants and evaluation of merger success', in: *Business Horizons*, 2005, 48, p. 37-46.

<sup>262</sup> N.P. Dounis, 'The Auditor's role in mergers and acquisitions', in: *Internal Auditor*, June 2008 Vol. 65 (3), p. 61-63.

<sup>263</sup> E. Schnezler, '6 stappen in risicomanagement', 13 Augustus 2008. Website: <<http://financieel-management.nl/content/view/11024>>.

<sup>264</sup> M.J. Pennock en Y.Y. Haimes, 'Principles and guidelines for project risk management', in: *Systems Engineering*, 2002 Vol. 5 (2), p. 89-108.

<sup>265</sup> Accountancynews: financiering en risico inschatting cruciaal bij bedrijfsovername. Onderzoek Delta Lloyd en Brookz. 2008. Website: <<http://www.accountancynews.nl/actueel/vaktechniek/financiering-en-risicoinschatting-cruciaal>>

Uit het onderzoek van PricewaterhouseCoopers in 2010 is gebleken dat één op de drie bedrijven te laat start met het plannen van het integratieproces.<sup>266</sup> Doordat zo laat wordt gestart met de integratie komt de realisatie van de overnamedoelstellingen in het geding en worden de opties voor het optimaliseren van de mogelijke synergie beperkt. Door middel van het COSO raamwerk worden bestuurders van beide partijen in het voortijdig stadium gedwongen al bezig te zijn met het plannen van het integratieproces.

Volgens de NIVRA werkgroep is risicomanagement een belangrijk middel om de continuïteit van de organisatie te waarborgen.<sup>267</sup> Niet alleen wordt in dit artikel de uitleg van risicomanagement volgens COSO gehanteerd, ook de genomen stappen volgens het COSO raamwerk worden hierin genoemd. De schrijvers zijn van mening dat steeds meer behoefte is aan risicomanagement. Belanghebbenden, zoals aandeelhouders, werknemers en toezichthouders vinden dat de financiële verslaggeving onvoldoende informatie geeft om een goed beeld te krijgen van de onderneming. Verwacht wordt dat bestuurders tijdig inspelen op de maatschappelijke ontwikkelingen, zoals fusies en overnames, en de hiermee gepaarde risico's beheersen en hierover rapporteren. Volgens de NIVRA werkgroep zit de kracht van risicomanagement in de samenhang van harde en soft elementen waardoor de verklaring in het jaarverslag niet eenzijdig is, maar een resultaat is van een geïntegreerd risicomanagement dat ingericht is door bestuurders en commissarissen om hun verantwoordelijkheid te kunnen dragen.<sup>268</sup>

Eenzijds biedt het COSO raamwerk, als vorm van risicomanagement, een vorm van controle. Immers krijgen bestuurders van beide partijen een alomvattend handvat waar visie, doelstellingen en het gedrag op risico's in zijn verwerkt. Zo weten de bestuurders wat ze aan elkaar hebben, hoe ze tegen risico's aankijken en komen zo op één lijn te liggen. Dit is van belang om de fusie en overname te laten slagen. Bovendien wordt voorkomen dat bestuurders na de deal achterover leunen, omdat zij actief bezig zijn met het inschatten van risico's in elke fase van het fusie- en overnameproces. Voordat de deal dan ook gesloten wordt, heeft het bestuur de risico's met betrekking tot de integratiefase al ingeschat. De onderdelen van onder andere cultuur, integratie van processen en ICT, worden meer inzichtelijk waardoor hierop ook beter gereageerd kan worden. Alle disciplines van beide partijen worden betrokken, waardoor risico's ook minder snel over het hoofd worden gezien. Immers is het niet

<sup>266</sup> J. Muyldermans, 'Press- release – "Post- Merger integration Survey 2009" results: Bijna 4 op 10 bedrijven onderschatten integratiekosten na fusie of overname', 6 mei 2010 website: <pwcblogs.be>.

<sup>267</sup> J. Streppel, 'Risicomanagement: een hype? Wat betekent het voor bestuurders en commissarissen?', in: *NIVRA: Amsterdam debatbijeenkomsten, Accountants in Business* 2009.

<sup>268</sup> J. Streppel, 'Risicomanagement: een hype? Wat betekent het voor bestuurders en commissarissen?', in: *NIVRA: Amsterdam debatbijeenkomsten, Accountants in Business* 2009.

onlogisch dat het bestuur geen kaas heeft gegeten van het integreren van bepaalde processen en onvoldoende kennis heeft van de risico's bij integratie van bijvoorbeeld ICT.

Het bestuur dient ook op grond van art. 2:313 BW een schriftelijke toelichting te geven van de reden van fusie met een uiteenzetting over de te verwachte gevolgen voor de werkzaamheden en een toelichting uit juridische, economische en sociaal oogpunt te beargumenteren. Het COSO raamwerk zou hier een voorzet voor kunnen zijn.

Bovendien zijn bestuurders ondernemers en entrepreneurs. Risico's horen nu eenmaal bij het ondernemen en het is vrijwel onmogelijk om alle risico's dicht te timmeren. Risico's worden weliswaar liever vermeden en roepen bepaalde gevoelens op, zoals angst. Betrokkenen hebben er echter voor gekozen om te investeren in een onderneming en daarom zou het niet wenselijk zijn om bij ieder risico dat zich verwezenlijkt, het bestuur daarvoor aansprakelijk te stellen. Denk hierbij aan het arrest van NOM/Willemsen waar het uitgangspunt geldt dat ondernemen ook risico's met zich mee brengt en dat er ruimte moet zijn voor creativiteit, vernuft en durf zonder dat daaruit direct persoonlijke aansprakelijkheid ontstaat. Risico's worden het liefst vermeden, maar in het COSO raamwerk kan ook gekozen worden om risico's te delen, verzekeren of te accepteren. Het gaat uiteindelijk om de logica van een beslissing en niet of de uitkomst van een beslissing negatief is. Als bestuurders te snel aansprakelijk gesteld kunnen worden, gaan zij zich terughoudend opstellen en dat is ook niet wenselijk. De drempel voor aansprakelijkheid dient dan ook hoog te liggen. Meer duidelijkheid zou dan ook mogen komen in de aansprakelijkheidskwesties voor het bestuur en de normen waaraan zij dienen te voldoen. Assink heeft zich hier al over uitgelaten en een Nederlandse BJR zou daarin ook voor opheldering kunnen zorgen.

Kortom, het gebruik van risicomanagement, in de vorm van het COSO raamwerk, is van toegevoegde waarde in het specifieke fusie- en overnameproces om enerzijds het proces eerder te doen laten slagen door inzicht te verkrijgen in elkanders gedrag en anderzijds om de aansprakelijkheid te beperken door inzicht te verschaffen voor de rechter om het bestuurlijk gedrag te toetsen.

### **11.3 Risicomanagement en BJR in de fusie en overname**

Naar mijn mening biedt het COSO raamwerk een goede aanvulling op een Nederlandse BJR. Immers kan de duty of care, loyalty en good faith op een correcte wijze worden afgelezen in het COSO raamwerk.

De rechter hoeft dan geen vergaande toetsing te doen van de redelijkheidstoets, maar kan door middel van de rationaliteitstoets aflezen op welke manier het bestuurlijk gedrag is geweest bij de zakelijke beleidsafwegingen. Het COSO raamwerk biedt de bestuurder een houvast waarin naar voren komt of sprake is van een inschattingsfout of dat sprake is van 'fraude, illegality en self- dealing', dit wordt immers niet beschermd door de BJR. Het risicomanagementmodel van COSO is erop gericht te beoordelen wat het gedrag is van het bestuur. Immers wordt daarin afgelezen hoe wordt omgegaan met risico's, welke maatregelen worden getroffen en hoe zij dit monitoren.

Bovendien wordt in het Nederlandse vennootschapsrecht het centrale en vage begrip 'belang van de vennootschap' gehanteerd dat geen eenduidige inhoud heeft en waarop de rechter dus moeilijk de toetsing van het bestuurlijk gedrag kan baseren. Dit is geen hanteerbare toetsing, maar een richtlijn voor het bestuur, evenals een juridisch instrumenteel begrip dat door de rechter kan worden gehanteerd indien het bestuur tegenover hem verantwoording dient af te leggen.<sup>269</sup> Hetgeen hier onderkend wordt, is dat bestuurders voor de minder grijpbare aspecten een eigen gedragsnorm dienen te hanteren, terwijl dit wel risico's met zich mee brengt. Het COSO raamwerk zorgt voor inzicht in het gedrag van bestuurders en heeft daardoor zicht in de logica van beslissingen, zoals ook de essentie van de BJR is. De fiduciary plichten gaan immers om de duty of care, loyalty en goodfaith. Het gedrag speelt hierbij een essentiële rol.

Om te voorkomen dat de rechter de neiging heeft inhoudelijk te toetsen, kunnen zij naar aanleiding van het risicomanagementmodel inzien dat het bestuur zich juist heeft gedragen zonder in te gaan op de inhoud van de genomen zakelijke beleidsafweging, zoals de rechter in Delaware in de BJR ook doet. Risicomanagement zou dan ook een goede aanvulling zijn op een Nederlands BJR.

#### **11.4 Toepassing van het COSO raamwerk in de fusie en overname**

Het COSO raamwerk staat wereldwijd bekend als het meest gebruikte model voor interne beheersing en controle. Partijen zijn hier in veel gevallen dan ook al mee bekend en gebruiken dit raamwerk in hun eigen bedrijfsvoering. Het COSO raamwerk stelt vast of het bestuur naar aanleiding van de inschatting op de acht componenten effectief heeft gehandeld. Het gebruik van risicomanagement is effectief als het bestuur een redelijke zekerheid over de te behalen strategische en operationele categorieën, betrouwbaarheid van rapportage en de naleving van wet- en regelgeving heeft. De betrouwbaarheid

<sup>269</sup> B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007, p. 16.



van rapportage en het naleven van wet- en regelgeving ligt, anders dan met de strategische en operationele categorieën, in de macht van de onderneming. Het bestuur is onderhevig aan externe invloeden en dit komt meer tot uiting in de strategische en operationele categorieën, zoals 'black swans' en 'act of god'. Het bestuur dient daarom ook een contingency plan te hebben. Risicomanagement kan er dan ook voor zorgen dat het bestuur tijdig de risico's kan analyseren en bijstellen om de doelstelling(en) alsnog te halen. Met het COSO raamwerk wordt een 'overall' inzicht verschaft aan het bestuur om risico's te identificeren in iedere fase van het fusie- en overnameproces. Daardoor kunnen zij op de risico's die zich voordoen, voornamelijk in de integratiefase, tijdig inspelen en maatregelen treffen.

Het COSO raamwerk biedt een integraal raamwerk voor het inrichten van risicomanagement ten aanzien van strategische, operationele, financiële en niet-financiële verslaggeving en compliance risico's en kent dus een organisatie brede aanpak. Dit model is een algemeen raamwerk dat het bestuur kan concretiseren en specifiek kan maken voor de organisatie. Juist dit kader biedt voor partijen die samen gaan, vooral in de vorm van een fusie, de vrijheid te bepalen op welke manier zij de risico's specifiek gaan invullen. Voor een overname biedt het opheldering voor partijen op welke manier de risico's ingevuld gaan worden. Het doel van risicomanagement is tenslotte gestructureerd en systematisch risico's beheersen om de organisatiedoelstellingen op een effectievere en efficiëntere manier te behalen. Immers is het van essentieel belang dat partijen op één lijn liggen voordat de beslissing wordt genomen om definitief te fuseren dan wel een overname te doen.

Hieronder wordt een simpele invulling gegeven aan de mogelijkheid tot de inrichting van risicomanagement inzake fusies en overnames op basis van het COSO raamwerk. Het is de intentie om geen strakke checklisten te geven, omdat iedere organisatie een eigen dynamiek heeft en het belangrijk is dat deze dynamische organisaties samen tot één geheel komen. Enerzijds ben ik het eens met Kahneman dat checklisten een bijdrage leveren aan het 'decision- making process', anderzijds hoeft niet ieder risico dichtgetimmerd en afgebakend te worden en dient het bestuur de vrijheid te hebben om te besturen zonder daarvoor direct aansprakelijk gesteld te worden.

Het COSO raamwerk bestaat uit acht componenten die de wijze waarop het bestuur de vennootschap bestuurt weergeeft. Het COSO raamwerk is verbonden aan de vier categorieën dat op alle niveaus van

de onderneming wordt besproken. Deze componenten zullen nu in het kader van het fusie- en overnameproces worden toegelicht.

#### *Interne omgeving*

De interne omgeving beschrijft de toon van beide partijen die samengaan en stelt de basis voor de manier waarop risico's worden beschouwd door het bestuur van beide partijen. Hierin wordt door beide partijen bepaald wat de risicoacceptatiegraad is, op welke manier omgegaan wordt met integriteit en welke ethische normen en waarden zij hanteren om de fusie en overname tot een succes te maken. Ook hier komen de risicofilosofie, cultuurverschillen en overeenkomsten aanbod.

#### *Formuleren van doelstellingen*

De voornaamste doelstelling van het fuseren en overnemen is het creëren van aandeelhouderswaarde. Door de doelstelling(en) van de fusie en overname helder te hebben kunnen partijen de potentiële gebeurtenissen die invloed hebben op het behalen van dit/deze doel(en) erkennen en daarop inspelen. Partijen dienen wel in de gaten te houden dat de doelstelling consistent is met de risicoacceptatiegraad. De hoeveelheid risico's die partijen willen nemen om aandeelhouderswaarde te creëren dienen dus op een adequate manier te worden afgestemd. Op deze manier wordt aantoonbaar weergegeven hoever het bestuur van partijen gaat om de doelstelling(en) te behalen. Dit voor eventuele voorkoming van aansprakelijkheid.

#### *Identificeren van gebeurtenissen*

Tijdens de fasen van het fusie- en overnameproces hebben partijen te maken met interne en externe gebeurtenissen die van invloed kunnen zijn op het behalen van de doelstelling(en), ook wel 'Black Swans' en 'Act of God'. In de drie fasen van het fusie- en overnameproces identificeren partijen de potentiële interne en externe gebeurtenissen en maken daarbij een onderscheid tussen de risico's en kansen. In deze fase dienen de bestuurders ook een contingency plan op te stellen.

#### *Risicobeoordeling*

In het fusie- en overnameproces worden de risico's in alle drie de fasen geanalyseerd waarbij rekening wordt gehouden met de waarschijnlijkheid en impact die zich bij de risico's voordoen. Hier wordt vastgesteld op welke wijze de risico's worden beheerst. De risico's in de fasen kunnen worden

bijgesteld, maar dienen tijdig te worden in geschat. In de pre-deal fase dient ook al geanalyseerd te worden welke risico's zich voor kunnen doen in de deal- en integratie- fasen.

#### *Reactie op risico*

Het bestuur van partijen bepaalt hier op welke manier wordt gereageerd op de risico's. Hier kan gekozen worden voor vermijden, accepteren, verminderen of delen. Het bestuur is hier gehouden om acties te ontwikkelen die afgestemd zijn op de risicotolerantie en acceptatiegraad. Hier wordt het gedrag van het bestuur in afgeleid. De rechter kan hier zien hoe het bestuur zich gedraagt jegens de vennootschap.

#### *Beheersingsactiviteiten*

In deze fase worden richtlijnen en procedures geformuleerd en geïmplementeerd, zoals spoorboekjes waarin wordt vastgelegd dat het bestuur, commissarissen, het management en betrokken medewerkers waarborgen dat de reacties op risico's effectief worden uitgevoerd.

#### *Informatie en Communicatie*

Informatie en communicatie is van cruciaal belang in het fusie- en overnameproces. In alle fasen van het fusie- en overname proces wordt relevante informatie geïdentificeerd, verzameld en gecommuniceerd met de betrokken medewerkers en partijen. Communicatie en betrokkenheid leveren meer begrip op en voorkomt eerder de aansprakelijkheid, vanwege de betrokkenheid van stakeholders, werknemers, vakbonden en anderen.

#### *Monitoring*

De totaliteit van ondernemingsrisicomangement wordt bewaakt en wijzigingen worden waar nodig aangebracht in iedere fase van het fusie- en overnameproces. Bewaking wordt mogelijk gemaakt door voortdurende managementactiviteiten, afzonderlijke evaluaties of beide. Het bestuur bewaakt hier tijdig de drie fasen van de fusie en overname en stelt zo nodig bij.

Het COSO raamwerk heeft onder andere als voordeel dat betere besluitvorming inzake investeringen en substantiële organisatieveranderingen plaatsvindt.<sup>270</sup> Dit kan worden gerealiseerd door niet alleen de 'upside' te bestuderen, maar ook de nadruk te leggen op verschillende scenario's en in het bijzonder een

---

<sup>270</sup> J. Spoel, 'Wat iedere bestuurder over ERM moet weten', in: *Chief financial officer*, juli-aug 2008.

‘worst-case scenario’. In het fusie- en overnameproces zie je vaak een tunnelvisie van bestuurders die veelal naar de voordelen kijken, terwijl uitermate belangrijk is dat ook gekeken wordt naar de risico’s en de nadelen van het samengaan.

Nu een invulling is gegeven van het COSO raamwerk voor het fusie- en overname traject kan de conclusie worden getrokken dat risicomanagement van toegevoegde waarde kan zijn. Deze scriptie is geschreven vanuit de vraagstelling waarom fusies en overnames vaak mislukken en in hoeverre risicomanagement een rol in zou kunnen spelen in het voorkomen daarvan. Mijns inziens bevat deze scriptie een eerste gedachte naar eventueel verder onderzoek in hoeverre voorkomen kan worden dat fusies en overnames mislukken.

## Conclusie

---

Uit menig artikel is gebleken dat fusies en overnames te boek gaan als 'mislukt'. Hiermee wordt bedoeld dat onvoldoende tot geen sprake is van winstgevendheid, innovatie, productiviteit, groei van het marktaandeel of de aandeelhouderswaarde, in vergelijking tot de situatie voor de fusie en overname. De voornaamste reden is dat de beoogde synergievoordelen niet worden behaald binnen de gestelde periode en aandeelhouderswaarde daalt. Bestuurders hebben niet altijd de juiste redenen om een acquisitie te doen. Emoties nemen de overhand nadat de deal gesloten is, zonnekoninggedrag en het 'me-too'-effect spelen op en bestuurders leunen achterover in de veronderstelling dat het allemaal wel goed komt. Fusie- en overnametrajecten zijn echter bijzonder en complex en vereisen specifieke kennis. Zonder enige ervaring van het bestuur kunnen grote risico's worden gelopen, die ertoe leiden dat de integratie van de fusie en overname mislukt. Het bestuur kan te maken krijgen met 'system 1 thinking' en 'groupthinking' dat ertoe kan leiden dat meer extreme beslissingen worden genomen. Bestuurders met ervaring in het doen van acquisitie hebben ook een betere kans van slagen van de fusie of overname. Tenslotte zijn de risico's anders dan bij het dagelijks besturen van de onderneming. In de pre-deal fase lopen bestuurders het risico dat alleen een financial due diligence wordt uitgevoerd en daardoor de risico's over het hoofd zien van de 'culturele fit' van beide partijen. De risico's die in de integratie fase tot uiting komen dienen al in de pre-deal fase te zijn geïdentificeerd. Ook risico's met betrekking tot een reële inschatting van de synergie en de objectieve analyse of bestuurders wel op één lijn liggen met betrekking tot de doelstellingen, missie en visie zijn in deze fase aan de orde. In de deal-fase wordt het risico gelopen dat niet de juiste prijs wordt betaald, onvoldoende is onderzocht of de bedrijfsprocessen geïntegreerd kunnen worden en kan het zijn dat beschermingsmaatregelen getroffen moeten worden. De integratie fase brengt weer andere specifieke risico's met zich mee, waar het gaat om risico's met betrekking tot de integratie van bedrijfsprocessen, medewerkers en het daaruit voortvloeiende aspect van cultuur, en IT-integratie.

In iedere fase dient het bestuur dan ook opnieuw na te lopen welke specifieke risico's aan de orde zijn zodat daar tijdig op gereageerd kan worden. Het onvoldoende inschatten van de risico's en daar niet tijdig op reageren alsmede maatregelen te treffen kan immers leiden tot een aansprakelijkheidsprocedure van betrokkenen, zoals werknemers, crediteuren en aandeelhouders. Immers dienen bestuurders te voldoen aan wet- en regelgeving met betrekking tot de fusie en overname en daarin dient tijdig te worden gecommuniceerd en goedkeuring en advies gevraagd te

worden aan externe betrokkenen zoals werknemersvakbonden, aandeelhouders, RvC, SER, NMa en AFM. De wet heeft in art. 2:313 lid 1 BW bepaald dat bij de fusie de bestuurder moet voldoen aan een schriftelijke voorlichting met daarin de redenen en een uiteenzetting van te verwachte gevolgen voor de werkzaamheden en een toelichting uit juridisch, economisch en sociaal oogpunt. Dit is één van de weinige artikelen die concreet aangeven waar het bestuur aan dient te voldoen.

De wet- en regelgeving bieden mijns inziens onvoldoende handvatten waarmee de bestuurder zijn beleidsvrijheid kan bepalen, maar geeft vooral open normen waar het bestuur zelf binnen mag handelen. Echter is voor het bestuur soms onduidelijk in welke mate het de beleidsvrijheid heeft. Immers heeft de rechter niet altijd eenduidig getoetst in geval van aansprakelijkheid. De algemene gronden voor bestuurders waar zij aan moeten voldoen in fusies en overnames zijn onvoldoende concreet. Er is wel wet- en regelgeving dat betrekking heeft op de fusie en overname, hoewel dit ook minimaal is. Concreet is de wetgever hier ook niet in geweest. Bestuurders zullen wel zorgen dat hetgeen waar zij eerder op 'afgerekend' worden, op orde hebben. Daardoor worden belangrijke onderdelen die cruciaal zijn en overigens ook met elkaar in verband staan wel eens over het hoofd gezien. Dit heeft dan ook grote gevolgen voor het bestuur in het kader van bestuurdersaansprakelijkheid.

110

Doordat weinig concrete wet- en regelgeving aanwezig is waar het bestuur een handvat aan kan ontleen en geen handboek beschikbaar is waar het bestuur aan dient te voldoen, zijn er ook onzekerheden in de toetsing van wanbeleid en aansprakelijkheid. Zo is in de literatuur en rechtspraak regelmatig discussie geweest over de toetsing van wanbeleid en aansprakelijkheidsprocedures van art. 2:9 BW, 6:162 BW en art. 2:138/248 BW. De toetsings- en gedragsnormen van art. 2:9, 6:162 en 2:138/248 BW kunnen van elkaar divergeren en de toerekeningsmaatstaven hebben volgens menig auteur veelal dezelfde functie of zouden met dezelfde maatstaven getoetst moeten worden. Zo wordt de toerekeningsmaatstaf van 'ernstig verwijt' in art. 2:9 BW ook gebruikt voor art. 6:162 BW. Ook zouden art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW dezelfde functie hebben, vanwege de gelijkenis in de norm van onbehoorlijk bestuur en onbehoorlijke taakvervulling. Beide gronden zijn op basis van *'redelijk denkend en handelend bestuurder in dezelfde omstandigheden aldus zou hebben gehandeld'*. Echter, mijns inziens, hanteert art. 2:9 BW een integrale toetsing, terwijl art. 2:138 BW een marginale toetsing hanteert. Voor art. 2:9 BW en art. 6:162 BW geldt een volle toetsing, omdat de rechter in beide artikelen toetst op grond van 'ernstig verwijt' dat impliceert dat de rechter bepaalt wat hieronder wordt verstaan.

Anders dan deze artikelen zijn in art. 2:138/248 BW sprake van marginale toetsing vanwege het woord 'kennelijk', wat er toe leidt dat de rechter zeer terughoudend toetst en bij enige twijfel geen sprake is van een nalaten. Naast deze artikelen die in aansprakelijkheidsprocedures naar voren komen, speelt ook wanbeleid een rol in het ter verantwoording roepen van bestuurders, als een fusie of overname niet het gewenste effect heeft. Wanbeleid wordt gezien als het 'handelen in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'. Echter is niet duidelijk wat nu wordt verstaan onder 'elementaire beginselen'. Vaak wordt wanbeleid toegekend terwijl eerder sprake is van onjuist beleid. Zo zou 'ernstig verwijt', 'onbehoorlijk bestuur' en 'onjuist beleid' met elkaar in gelijkenis staan en de 'kennelijke onbehoorlijke taakvervulling' gelijk staan met 'wanbeleid'. Indien sprake is van wanbeleid moet dan ook sprake zijn van het stelselmatig tekortschieten en moeten er verzwarende factoren gelden. Het is dan ook niet onvermijdelijk dat de OK wanbeleid toewijst en de rechter bij de HR dit besluit vervolgens vernietigt. Dit brengt veel onzekerheid met zich mee voor bestuurders, maar ook voor degenen die het bestuur ter verantwoording roepen. Er dient dan ook een hoge drempel van aansprakelijkheid te zijn en een eenduidige visie voor rechters waar zij een richtlijn krijgen om het bestuur ter verantwoording te roepen dan wel aansprakelijk te stellen.

Zoals gebleken is er geen eenduidige hanteerbare toetsing voor de rechter voor de bepaling of sprake is van 'onbehoorlijk bestuur', 'onbehoorlijke taakvervulling', 'ernstig verwijt' en 'wanbeleid'. Bovendien zijn de termen uit art. 2:9, 2:138/248 en 6:162 BW door de wetgever vaag omschreven en bevatten veel open normen. Door de rechter is getracht invulling hieraan te geven. Daarin zijn maatstaven ontstaan als 'in strijd met elementaire beginselen van ondernemerschap' en 'geen redelijk bekwame en denkende bestuurder in dezelfde omstandigheden zou hebben gehandeld'. De invulling hiervan is nog steeds behoorlijk abstract en de rechter bepaalt nu wat wordt verstaan onder 'elementaire beginselen' en een 'redelijk bekwame en denkende bestuurder'. De rechtspraak heeft hier nog geen eenduidige visie op.

In de literatuur zijn al vele handvatten aangereikt die bestuurders moeten helpen bij het succesvol maken van de fusie en overname. Tot op heden zijn deze handvatten vooral een hulpmiddel om de synergie reëel in te schatten, onderzoek te verrichten naar cultuurverschillen en andere lijsten en matrixen. Hier ontbreekt een alomvattend handvat dat een eenduidig overzicht en systeem behelst voor het bestuur, waarin alle aspecten van het specifieke proces aan bod komen. Naar aanleiding hiervan is deze scriptie geschreven en biedt, mijns inziens, het COSO raamwerk een alomvattend handvat voor het bestuur om grip te houden op het fusie- en overnameproces en 'in-control' te worden. Immers is

gebleken dat de inschatting van de specifieke risico's cruciaal zijn voor het slagen van de fusie en overname en worden op deze manier de categorieën van strategie en operationaliteit ook meegenomen. Valkuilen zijn dan ook dat deze aspecten veelal zijn onderbelicht.

De fusie en overname is eerder succesvol door het gebruik van risicomanagement, omdat alle aspecten worden meegenomen in de categorieën strategie, operationeel, rapportage en compliance. In de acht componenten van het COSO raamwerk krijgt het bestuur meer inzicht in de eigen onderneming evenals de nieuwe rechtspersoon dan wel de partij die overneemt. Bestuurders van beide partijen krijgen inzicht in elkaars visie, missie, doelstelling, gedrag, processen en activiteiten. Zo kunnen zij ervoor zorgen dat ze op één lijn komen te liggen en de emoties niet te hoog oplopen. Met een beter beeld van de bedrijfsprocessen kan ook een betere inschatting worden gemaakt voor de integratie hiervan.

Door de acht componenten in iedere fase van de fusie en overname bij te stellen, houden bestuurders grip op de situatie. Immers heeft het bestuur in iedere fase met specifieke risico's te maken die niet horen tot het algemeen besturen van een onderneming. Desalniettemin is transparantie, begrip en bewustwording onder medewerkers van beide partijen van cruciaal belang om de fusie en overname te doen slagen. Immers, zonder begrip en medewerking van medewerkers bestaat de kans dat risico's over het hoofd worden gezien. Met het COSO raamwerk als vorm van risicomanagement, is inzichtelijk voor het bestuur dat de categorieën strategie en operationeel ook van groot belang zijn om op een adequate manier de risico's in te schatten.

Naast deze aspecten biedt het COSO raamwerk ook een visie voor bestuurders in de gedragsnorm. Inzichtelijk is het voor aandeelhouders en werknemers hoe het bestuur zich gedraagt en hoe zij, bewust of onbewust, omgaan met risico's. De rechter kan hier rekening mee houden in de aansprakelijkheidsprocedures. Bovendien is het mogelijk dat door de betrokkenheid van aandeelhouders, werknemers en andere betrokkenen de drempel van aansprakelijkheid steeds hoger komt te liggen.

In Delaware is de BJR in het leven geroepen na de bekende overnameschandalen. Met de fiduciary plichten: 'duty of care', 'duty of loyalty' en 'duty of good faith' wordt zeer terughoudend getoetst. Niet wordt gekeken naar de inhoud van de genomen zakelijke beleidsafweging, maar of het bestuur juist heeft gehandeld. Het gaat dus om het gedrag; care, loyalty en good faith. Nu auteurs hebben gepleit



voor een Nederlandse BJR, maar deze tot op heden nog geen grondslag in het Nederlandse vennootschapsrecht heeft gekregen, is het COSO raamwerk een manier waarop de rechter het gedrag van het bestuur kan toetsen. Zoals Strik en Assink ook aangeven moet het bij de toetsing door de rechter gaan om de logica van beslissingen van het bestuur, ook wel de rationaliteitstoets. Het Nederlandse vennootschapsrecht is geënt op de redelijkheidstoets, wat een veel vergaande toetsing is dan die in Delaware. Middels dit model kan er een eenduidige toetsing plaatsvinden op het gedrag wat dan ook een goede aanvulling zou zijn op de Nederlandse BJR.

Van belang is dat bij het gebruik van het COSO raamwerk in het fusie- en overnameproces deze tijdig in alle fasen wordt bijgesteld en niet in de kast komt te liggen zoals bij een due diligence onderzoek gebeurt. Het raamwerk dient gebruikt te worden als een actief document waar beide partijen veelvuldig aan deelnemen. Vanwege het feit dat bestuurders veelal geen kaas gegeten hebben van het fusie- en overnameproces is de mogelijkheid van het gebruik van het COSO raamwerk een middel om houvast te hebben tijdens dit traject en te voorkomen dat belangrijke risico's over het hoofd worden gezien.

Indien bestuurders voldaan hebben aan de criteria van het COSO raamwerk is inzichtelijk voor aandeelhouders, werknemers en andere betrokkenen dat juist is gehandeld en wordt minder snel een bestuur ter verantwoording geroepen op aansprakelijk gesteld. Middels het COSO raamwerk ontstaat betrokkenheid van interne en externe stakeholders en worden de stappen ondernomen die nodig zijn om de fusie of overname tot een succes te maken door tijdig de risico's te identificeren, beheersen en te bewaken. Indien het bestuur alsnog voor de rechter moet komen, geeft dit voor de rechter een duidelijk inzicht in het gedrag van het bestuur en kan een meer eenduidige visie worden gehanteerd voor de toetsing of het bestuur in geval van een fusie en overname juist heeft gehandeld.

Het COSO raamwerk is toepasbaar op het fusie- en overname proces, omdat door het formuleren van de strategie en de potentiële gebeurtenissen te identificeren en daarmee de risico's te beheren, deze binnen de risicoacceptatiegraad vallen. Daardoor wordt een redelijke zekerheid geboden ten aanzien van het behalen van de fusie en overname doelstelling(en). Door inzicht te krijgen in de specifieke risico's en deze transparant met de organisatie te communiceren dan wel met disciplines te bespreken, wordt de kans vergroot dat andere risico's waar nog niet naar is gekeken (onbewuste) alsnog aan het licht komen.

Kortom, naar mijn mening en naar aanleiding van het voorgaande onderzoek, is gebleken dat een risicomanagementmodel en specifiek het COSO raamwerk, van toegevoegde waarde is voor bestuurders om te hanteren in het fusie- en overnameproces. Het biedt een alomvattend handvat waarin bestuurders op een eenduidige manier zowel inzicht hebben in elkaars doelstellingen, zij op één lijn komen te liggen, een visie en een missie opstellen en daarin aandacht besteden aan de categorieën die nu veelal over het hoofd worden gezien. Hierdoor bestaat de kans dat de fusie en overname eerder slaagt. Ook met betrekking tot de aansprakelijkheidsprocedures biedt het COSO raamwerk een inzicht voor rechters om te analyseren of het gedrag van het bestuur in het nemen van risico's op een juiste manier is gegaan.

## Bibliografie

### Boeken:

---

#### **Asser en Maeijer 2000 (2-III)**

J.M.M Maeijer (m.m.v. F.J.P. van den Ingh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en rechtspersoon. Deel III. De naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

#### **Asser/Maeijer, van Solinge & Nieuwe Weme 2009 (2-II)**

G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme (met medewerking van R.G.J. Nowak), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Assink 2007**

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware (diss. Rotterdam)*, (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59), Deventer: Kluwer 2007.

#### **Assink & Strik 2009**

B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Preadvies van de vereeniging handelsrecht, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Assink 2010**

B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2010.

#### **Bakker 2002**

H.J.C. Bakker, *Achter de schermen, de balanceerkunst van de commissaris bij fusies en overnames*, Scriptum, Juni 2002.

#### **Bartman & Dorrestijn 2009**

S.M. Bartman en A.F.M. Dorrestijn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Batelaan & Essen, van 2000**

M. Batelaan en F. van Essen, *Tien manieren om fusies te verknoeien: het inschatten en realiseren van synergie bij fusies en overnames*, Schiedam: Scriptum management 2000.

#### **Batelaan & Essen, van 2006**

M. Batelaan en F. van Essen, *Het fusiehandboek, Maak fusies en overnames tot een success*, Pearson Education Benelux 2006.

**Bazerman en Moore 2012**

M.H. Bazerman en D. Moore, *Judgment in Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, Inc., 2012.

**Brink 2009**

M. Brink, *Due diligence, een beschouwing over het due diligence onderzoek volgens het Nederlands recht (serie monografieën vanwege het Center for Company Law)*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

**Brink 2011**

M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011.

**Janis & Mann 1977**

I.L Janis en L. Mann, *Decision making: a psychological analysis of conflict, choice, and commitment*, Free Press, 1977.

**Kahneman 2012**

D. Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, Macmillan. London :Penguin, 2012.

**Kroeze, Timmerman & Wezeman 2007**

M.J. Kroeze, I. Timmerman & J.B. Wezeman, *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2007.

**Luhmann 2002**

N. Luhmann, *Risk. A Sociological Theory*, Transaction Publishers, Vol. 39, NO.2, 2002.

**Raaijmakers 1995**

M.J.G.C. Raaijmakers, *Corporate Governance in: Ondernemingsrecht in international perspectief, Nederlandse Genootschap van bedrijfsjuristen*, Deventer: Kluwer 1995.

**Roest 1996**

J. Roest, *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten*, Deventer: Kluwer 1996.

**Rosenbloom 2002**

A.H. Rosenbloom, *Due diligence for global deal making: the definitive guide to cross-border Mergers and Acquisitions, Joint ventures, Financings and Strategic Alliances*, Bloomberg Press, Princeton 2002.

**Sangen, van der, diss. 1999**

G.J.H. van der Sangen, *Rechtskarakter en financiering van de coöperatie (diss. Tilburg) (Serie Center for Company Law)*, Deventer: Kluwer 1999.

**Schenk 2008**

E.J.J. Schenk, *The Merger Paradox. Determinants and Effects*, In Ch Wankel (Ed.), *21st Century Management, A Reference Handbook*, Los Angeles: Sage 2008.

**Schilfgaarde & Winter 2009**

P. Schilfgaarde en J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.

**Slagter 1995**

W.J. Slagter, *Risicobeheersing door een due diligence onderzoek*, Preadvies van de Nederlandse vereniging van ondernemingsrechtadviseurs 1995.

**Slagter 2005**

W.J. Slagter, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005.

**Slagter 2013**

W.J. Slagter en B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013.

**Solinge 1998**

G. van Solinge, *Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid, (oratie)*, in: F.J.P. van den Ingh, G. van Soling en J.M.M. Maeijer, *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering*, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden instituut, deel 59, Deventer: Kluwer 1998.

**Strik 2010**

D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid: een maatpak voor de Board Room*, Deventer: Kluwer 2010.

**Timmerman 2006**

L. Timmerman, *Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid*, in: *verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006.

**Valk, de 2009**

S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevend: naar privaatrechterlijke, strafrechtelijk en bestuursrechtelijke maatstaven*, Deventer: Kluwer 2009.

**Wezeman 1998**

J.B. Wezeman, *Aansprakelijkheid van bestuurders*, Deventer: Kluwer 1998.

*Artikelen:***Adams & Tompson 2002**

J. Adams en M. Tompson, 'Taking account of societal concerns about risk, framing the problem', in: *research rapport 035*, 2002

**Argawal, Ferrer & West 2011**

A. Argawal, C. Ferrer en A. West, 'When big acquisitions pay off, Some are quietly creating value that doesn't make the headlines. Here's how', in: *McKinsey Quarterly*, Mei 2011.

**Ashkenas 1998**

R.N. Ashkenas, L.J. DeMonaco en S.C. Francis, 'Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions', in: *Harvard Business Review*, Januari 1998.

**Assink 2006**

B.F. Assink, 'Over vrijheid van ondernemingsbeleid en het enquêterecht- divergentie en convergentie van bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsing nader bezien', in: *Ondernemingsrecht*, 2006-8.

**Assink 2008**

B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', in: *Ondernemingsrecht*, 2008-6.

**Batelaan & Essen, van der 2006**

M. Batelaan en F. van Essen, 'Fusie: liefde of oorlog? Integreren als veroveren, beheersen en oogsten', in: *Strategie en bestuur*, management site voor professionals, 12 December 2006. <  
<http://www.managementsite.nl/577/strategie-bestuur/fusie-liefde-oorlog.html>>

**Berenschot**

Postfusie integratie, Website: Berenschot < <http://www.berenschot.nl/expertise-diensten/fusies-overnames/postfusie-integratie/>>

**Christofferson, McNish e.a. 2004**

S. A. Christofferson, R.S. McNish e.a., 'Where mergers go wrong , Most buyers routinely overvalue the synergies to be had from acquisitions. They should learn from experience', in: *McKinsey Quarterly*, Mei 2004.

**Claassen 2009**

U. Claassen, 'ISO 31000: Oude wijn in nieuw zakken, een inhoudelijke vergelijking tussen ISO31000 en COSO ERM', in: *TPC Archief*, April 2009.

**Cullinan, Le Roux & Weddigen 2004**

G. Cullinan, J. Le Roux en R. Weddigen, 'When to walk away from a Deal', in: *Harvard Business Review*, April 2004.

**Deutsch & West 2010**

C. Deutsch en A. West, 'A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges', in: *McKinsey Quarterly*, Juni 2010.

**Dikstaal 2002**

N. Dikstaal, '85 Procent van alle geregistreerde fusies is mislukt, '1 + 1 is ongelijk aan 2', in: *Computable*, 22 Maart 2002. Website:<<http://www.computable.nl/artikel/achtergrond/bankverzekeringswezen>>

**Dounis 2008**

N.P. Dounis, 'The Auditor's role in mergers and acquisitions', in: *Internal Auditor*, June 2008 Vol. 65 (3).

**Elst, van der & Jong de, e.a. 2007**

C.F. van der Elst, A. de Jong e.a., 'Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen', *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 24 Oktober 2007.

**Elst, van der 2010**

C. van der Elst, 'The risks of Corporate Legal Principles of Risk Management', European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 160/2010 en Tilburg Law School Legal Studies Research Paper No. 013/2010, 10 Juni 2010.

**Epstein 2005**

M.J. Epstein, 'The determinants and evaluation of merger success', in: *Business Horizons*, 2005, 48.

**Flaherty 2004**

J. Flaherty ea., Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 'Risicomanagement van de onderneming – geïntegreerd raamwerk, Enterprise Risk Management – Integrate Framework (ERM)', September 2004. Website: <[www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management---Management-Samenvatting-september-2004.PDF](http://www.spo.nl/Uploads/2013/1/COSO-Enterprise-Risk-Management---Management-Samenvatting-september-2004.PDF)>

**Frijns 2006**

J.G.M. Frijns, 'Risicomanagement, de praktijk in Nederland', in: *PWC*, Januari 2006 Website: <[www.vrisico.nl/pwc\\_RM\\_survey.pdf](http://www.vrisico.nl/pwc_RM_survey.pdf)>

**Frijns 2008**

J. Frijns ea., Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen' 2008.

**Giebels 2012**

R. Giebels, 'Staat betaalde 8 miljard euro teveel voor Fortis/ ABN Amro', in: *Volkskrant*, 26 Januari 2012.

**Gilkey 1991**

R. Gilkey, 'The psychodynamics of upheaval: intervening in merger and acquisitions transitions, Kets de Vries, M.F.R., *Organizations on the Couch*', San Francisco, CA: Jossey-Bass 1991.

**Harding & Rouse 2007**

D. Harding en T. Rouse, Human Due diligence, in: *Harvard Business Review*, April 2007.

**Heeneman e.a. 2009**

M.N.J. Heeneman e.a., 'Verzekeraars trekken lessen uit kredietcrisis', in: *Position paper*: Den Haag, Februari 2009.

**Houwelingen van, & Degens 2005**

C.M. van Houwelingen en R.M.L. Degens, 'Corporate Governance in Nederland, Van Peters tot Tabaksblad', in: *Compact* 2005/2.

**Huizink 2009**

J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?', *in: Onderneming& financiering 2009 (17) 1.*

**Janis 1982**

I.L. Janis, 'Groupthink: A psychological study of policy decisions and fiascoe', *In: Boston: Houghton Mifflin Company, 1982.*

**Kaar, van het 2007**

R.H. van het Kaar, 'De Nederlandse medezeggenschap in Europees perspectief', *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, Oktober 2007.*

**Kalbfleish 2009**

P. Kalbfleish, 'Spelregels bij concentratiezaken', *in: NMA, 2009.*

**Kersten 2001**

H.H. Kersten, 'Het due diligence onderzoek: Vrijwillige en onvrijwillige beperkingen', *in: Onderneming en financiering 47, 2001. en de update in: Onderneming en financiering, , no. 58, November 2003.*

**Klaasen 2008**

A.G.H. Klaassen, 'Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief', *in: Ondernemingsrecht, nr. 171, 2008.*

**Koopal 2001**

M.A. Koopal, 'Methoden van fusie', *in: dossier nr. 47, juli 2001.*

120

**Kwast, van der 2011**

P. van der Kwast, 'Waarom bedrijven het fuseren niet kunnen laten', 23 maart 2011 Website: <<http://www.intermediair.nl/vakgebieden/management/waarom-bedrijven-het-fuseren-niet-kunnen-laten>>

**Marle & Haisma 2009**

E. van Marle en G. Haisma, 'ISO 31000 stimuleert integraal risicomanagement', *in: TPC public control SDU uitgevers, Februari 2009.*

**Mollan & Solt 2011**

D. Mollan en Q. Solt, 'Wie neemt u mee naar het bedrijfsbal?', *in: Financieel Dagblad, 13 Februari 2006.*

**McCarthy 2011**

K. McCarthy, 'Failed mergers often caused by overconfident managers', *in: Global Corporate Governance Research Initiative, 11 Mei 2011.*

**McLetchie & West 2010**

J. McLetchie en A. West, 'Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers', *in: Mckinsey Quaterly, Juni 2010.*

**Muyldermans 2009**

J. Muyldermans, 'Press- release – "Post- Merger integration Survey 2009" results: Bijna 4 op 10 bedrijven onderschatten integratiekosten na fusie of overname', 6 mei 2010 website: <[pwcblogs.be](http://pwcblogs.be)>.



**Nguyen & Kleiner 2003**

H. Nguyen en B.H. Kleiner, 'The effective management of mergers'. *In: Leadership and Organization Development Journal*, 2003 /24.

**Nierop 2003**

T. Nierop, 'Fusies veroorzaken recessie', *in: de Accountant*, September 2003.

**Nijeboer 2001**

W. Nijeboer, 'H. Schenk: Fusiegolven eindigen in recessie, vijandige overnames', *in: Twentevisie* 01/2001.

**Oosten, van 2004**

M. van Oosten NautaDutilh, 'De onderzoeksplicht bij de koop van aandelen', *in: V&O*, Februari 2004, nr. 2

**Pennock & Haines 2002**

M.J. Pennock en Y.Y. Haines, 'Principles and guidelines for project risk management', *in: Systems Engineering*, 2002 Vol. 5 (2).

**Rohlof 2010**

M. Rohlof, 'Prof. dr. Hans Schenk: 'Succes overnames gering', *in: Financieel-management.nl*, 8 juni 2010.

**Sangen, van der 2004**

G.J.H. van der Sangen, 'Het enquêterecht als bron van nieuwe ondernemingsrecht. Beschouwingen over de uitdijende reikwijdte van het enquêterecht', *in: TvO* 2004.

**Sangen, van der 2009**

G.J.H. van der Sangen, 'Concernleiding en aansprakelijkheid: het delicate evenwicht tussen unitaire leiding en juridische zelfstandigheid', *in: Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009.

**Sarrazin & West 2011**

H. Sarrazin en A. West, 'Understanding the strategic value of IT in M&A, Many mergers don't live up to expectations, because the stumble on the integration of technology and operations But a well-planned strategy for IT integration can help mergers succeed', *in: McKinsey Quarterly*, Januari 2011.

**Schijf 2008**

S. Schijf, 'De SER Fusiegedragsregels 2000 anno 2008; de beslissingen van de Geschillencommissie', *in: Arbeidsrecht 2008/10*, 2008.

**Schnezler 2008**

E. Schnezler, '6 stappen in risicomangement', 13 Augustus 2008. Website:< <http://financieel-management.nl/content/view/11024>>

**Sherman & Welch 2009**

A.J. Sherman en J.E. Welch, 'Due diligence in a new era of accountability', *in: The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2009.

**SER**

SER, 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur', Den Haag: SER, 15 feb. 2008, *SER adviezen*, nr 2008/01.

SER, 'Zelfregulering; Fusiegedragsregels – werkwijze', Website: [www.ser.nl](http://www.ser.nl).

SER, 'Ontwerpadvies SER over structuurregeling: geef aandeelhouders en ondernemingsraad meer invloed op samenstelling Raad van', 4 januari 2001.

**Staatsblad**

Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden, jaargang 2008, nr 260.

**Sluis, van der**

D. van der Sluis, 'Verschil tussen fusies en overnames, fusies en overnames worden vaak gebruikt als synoniem', Website: <[www.fusiesenovernames.nl/verschil-fusies-en-overnames.html](http://www.fusiesenovernames.nl/verschil-fusies-en-overnames.html)>

**Smadt & Tortorici e.a. 2005**

S. de Smadt, V. Tortorici e.a., 'Reducing the risks of early M&A discussions', used early in negotiations, a third-party clean team can help companies assess a deal and protect sensitive data', in: *McKinsey Quarterly*, September 2005.

**Spoel 2008**

J. Spoel, 'Wat iedere bestuurder over ERM moet weten', in: *Chief financial officer*, juli-aug 2008.

**Stempvoort 2007**

P. v. Stempvoort, 'Juridische valkuilen bij due diligence, onderzoek vooral van belang voor koper die geen miskoop wil doen', in: *Belasting magazine*, November 2007.

122

**Stoele 2009**

P. Stoele, 'Fuseren/samenwerken: doen of niet?', in: *Accountant Adviseur*, December 2009.

**Streppel 2009**

J. Streppel, 'Risicomanagement: een hype? Wat betekent het voor bestuurders en commissarissen?', in: *NIVRA: Amsterdam debatbijeenkomsten, Accountants in Business* 2009.

**Strik 2009**

D.A.M.H.W. Strik, "Ernstige verwijtbaarheid: tussen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid", in: *Ondernemingsrecht*, 2009, 156.

**Strik 2007**

D.A.M.H.W. Strik, 'De 'in control'-statement en aansprakelijkheid van bestuurders', in: *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2007-8.

**Timmerman 2003**

L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief', in: *Ondernemingsrecht* 2003, 555.

**Timmers & Veersen, van 2007**

K.W.G Timmers en P.A.C. van Veersen, 'De rol van de ondernemingsraad bij een veilingverkoop', in: *TOP*, 2007-7.

#### **Verdoold 2010**

A. Verdoold, 'Gedekt bij fusie voor lijken in de kast' in: *Het Verzekeringsblad* nr. 3, 25 maart 2010.

#### **Virani 2007**

V. Virani, 'Mergers and Acquisitions – A Case of System Failure', in: *R.K. College of Business Management*, Augustus 2007

#### **Voormolen 2009**

S. Voormolen, 'Ex-topman Ahold krijgt geldboete', in: *NRC handelsblad*, 28 januari 2009.

#### **Vos 2008**

A. Vos, 'Kredietcrisis - De regels zijn goed, de keuzes deugen', in: *Binnenlands Bestuur*, Deventer: Kluwer, 7 november 2008.

#### **Vos 2009**

C. Vos, 'Onzekerheid Organon na overname', in: *Volkskrant*, 7 juni 2009. Website: <[www.volkskrant.nl](http://www.volkskrant.nl)> Onzekerheid Organon na overname.

#### **Wessels 1995**

B. Wessels, 'Risicobeheer bij advisering', *Preadvies van de Nederlandse vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs*, 1995.

#### **Wineman 2003**

L. Winerman, 'A machine for jumping to conclusions, in: American Psychological Association, Februari 2012, Vol 43, no. 2, o. 24. en M. Schrage, Daniel Kahneman: The thought leader Interview', in: *Strategy + Business*, issue 33, 2003.

#### **Wolters 2010**

S.W.G. Wolters, 'Nieuw: spreekrecht ondernemingsraad in aandeelhoudersvergadering NV', in: *Banning advocaten*, 28 Juli 2010.

#### **Zwilling 2010**

M. Zwilling, 'Investor Due diligence is Not Black Magic', in: *HBR Blog Network Harvard*, Juni 2010.

#### Websites:

##### **Berenschot**

Postfusie integratie, Website: Berenschot < <http://www.berenschot.nl/expertise-diensten/fusies-overnames/postfusie-integratie/>>

##### **Lloyd en Brookz 2008**

Accountancynieuws: financiering en risicoinschatting cruciaal bij bedrijfsovername. Onderzoek Delta Lloyd en Brookz 2008. Website: <<http://www.accountancynieuws.nl/actueel/vaktechniek/financiering-en-risicoinschatting-cruciaal>>

**PWC 2008**

PWC, 'Speed of integration improves M&A success according to PwC M&A integration survey report 2008 - Early planning and execution of integration tasks through the first 100 days post-close are key to success', *in: PWC*, 13 Oktober 2008.

**McKinsey Quaterly 2010**

McKinsey Quaterly, Strategic decisions: When can you trust your gut? Nobel laureate Daniel Kahneman and psychologist Gary Klein debate the power and perils of intuition for senior executives', *In: Interview McKinsey Quarterly*, March 2010

Website: <[http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic\\_decisions\\_when\\_can\\_you\\_trust\\_your\\_gut](http://www.mckinsey.com/insights/strategy/strategic_decisions_when_can_you_trust_your_gut)>

## Jurisprudentie

---

### NEDERLAND

#### Kamerstukken:

*Kamerstukken II 1983/1984, 16 631, zie: Handelingen II 1984/85, 16 631.*

#### Hoge Raad der Nederlanden

- HR 6 Oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (Beklamel)
- HR 10 Januari 1990, *NJ* 1990, 466. (OGEM Holding)
- HR 22 December 1995, *NJ* 1996, 300 (Hoog Catharijne)
- HR 7 Juni 1996, *NJ* 1996, 695 (Ontvanger/Van Zoolingen)
- HR 10 Januari 1997, *NJ* 1997, 360 (Staleman/Van de Ven)
- HR 12 juni 1998, *NJ* 1998, 727
- HR 18 Februari 2000, *NJ* 2000, 295 (Driespan / Oosterhof)
- HR 8 Juni 2001, *NJ* 2001, 454 (Panmo Productie BV)
- HR 16 Juni 2001, *NJ* 2001, 559
- HR 29 November 2002, *NJ* 2003, 455 (Schwandt/Berghuizer papierfabriek)
- HR 21 Februari 2003, *NJ* 2003/58, 181 (VIBA)
- HR 21 Februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG/VEB)
- HR 4 April 2003, *JOR* 2003, 134 (Skipper Club Charter/Jaarsma)
- HR 18 April 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA)
- HR 10 Oktober 2003, *LJN* AI0306. (VBI/Beerkens)
- HR 8 April 2005, *JOR* 2005/119 ( Laurus)
- HR 14 Oktober 2005, *JOR* 2006/61 (Ontvanger/Van Burgeler)
- HR 8 December 2006, *NJ* 2006/659 (Ontvanger/ Roelofsen)
- HR 2 Maart 2007, *NJ* 2007/240 (Holding Nutbedrijf Westland)
- HR 13 Juli 2007, *JOR* 2007/178 (ABN Amro/LaSalle) Cass.5 april 2012 *JOR* 2013/41.
- HR 14 September 2007, *JOR* 2007/238 (Versatel)
- HR 20 Juni 2008, *NJ* 2009/21, *JOR* 2008/260 (Willemsen/NOM).
- HR 6 December 2013, *NJB* 2013/2623, *JOR* 2014/65, nr. 12/03302 (Fortis/ VEB)

### **Gerechtshoven**

Gh. 's-Hertogenbosch 11 juli 1995, *NJ* 1997,360. (Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman)

Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (Jaarsma/Skipper Club Charter).

Gh. Den Bosch 28 september 2004, *JOR* 2005 23 (BVR/Ho-Cla beheer).

Gh. Leeuwarden 12 juli 2006, *JOR* 2006/148 (NOM/Willemsen)

### **Ondernemingskamer**

OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (Laurus beschikking)

OK 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82 (RNA)

OK 3 mei 2007, *LJN* BA4395 (ABN Amro holding)

OK 18 januari 2001, *JOR* 2001 (VIBA)

OK 10 januari 2002, zaaknr. 758/2001 OK (VIBA II)

OK 21 december 2004, *JOR* 2005, 5. (Unilever)

OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28. (HBG)

OK 24 November 2008, *JOR* 2009, 9.

OK 10 januari 2008, *JOR* 2008, 39.

OK 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 (PCM)

126

### **Rechtbanken**

Rb. Breda 14 januari 2004, *JOR* 2004, 70

Rb. Amsterdam 13 april 2005, *JOR* 2005, 142 (Verder/Hagemeyer)

Rb. Utrecht 12 december 2007, *JIN* 2008, 147 (Ceteco)

Rb. Amsterdam 11 november 2009, 402582 / HA ZA 08-1937 (Ontvanger/Roelofsen),

Rb. Utrecht, 25 mei 2011, *LJN* BQ7136

Rb. Utrecht, 15 februari 2012, *LJN* BW0991

Rb. Middelburg, 5 maart 2012, *LJN* BW4873

Rb. Oost-Brabant 1 mei 2013, nr. 247959/HA ZA 12-519 (IPG).

### **Richtlijnen:**

Richtlijn nr. 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie Betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen. Nu afdeling 3A van titel 7 in boek twee van het Burgerlijk Wetboek.

Richtlijn nr. 90/434/EEG van 23 juli 1990 betreffende de gemeenschappelijke regeling voor fusies, splitsingen, inbreng van activa en aandelenruil met betrekking tot vennootschappen uit verschillende lidstaten.

**VERENIGDE STATEN**

**Supreme Court of Delaware**

Del. Supr. ,488 A. 2d 858, 872 (1985) (Smith v. van Gorkom).

**Delaware Court of Chancery**

*In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996) 49

---

## Bijlage

---

*Figuur 1: COSO raamwerk gebruik bij fusie en overname.*

COSO Fusie en Overname	Pre deal fase	Deal fase	Integratie fase
<b>Doelstellingen</b>			
Strategisch			
Operationeel			
Reporting			
Compliance			
<b>Componenten</b>			
Interne omgeving			
Doelstellingen			
Identificeren v. gebeurtenissen			
Risicobeoordeling			
Risicoreactie			
Risicoactiviteiten			
Informatie en communicatie			
Monitoring			
<b>Organisatieniveau</b>			
Organisatiebreed			
Divisieniveau			
Business unit niveau			
Afdelingsniveau			