

Ondernemingsrecht 2021/98

## Medezeggenschap en een IPO: laat de WOR de vennootschap zijn (beurs)gang gaan?

Mr. C.L.C. Reynaers & mr. A.R.T. Kroon, datum 07-09-2021

Datum	07-09-2021
Auteur	Mr. C.L.C. Reynaers & mr. A.R.T. Kroon <sup>[1]</sup>
JCDI	JCDI:ADS290634:1
Vakgebied(en)	Arbeidsrecht / Medezeggenschapsrecht Financieel recht / Bank- en effectenrecht Ondernemingsrecht / Algemeen Ondernemingsrecht / Bijzondere onderwerpen Ondernemingsrecht / Rechtspersonenrecht
Wetgeving	art. 25 WOR, art. 27 WOR

De medezeggenschapsrechtelijke aspecten van een IPO zijn vooralsnog onderbelicht gebleven in de literatuur. In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre en op welke (wettelijke) basis de ondernemingsraad betrokken moet worden bij een IPO. De auteurs besteden in dit kader specifieke aandacht aan het (mogelijke) adviesrecht van de ondernemingsraad ex artikel 25 WOR. Van belang is daarbij dat een onderscheid wordt gemaakt tussen de voorbereidingshandelingen van een IPO en de IPO als zodanig. Uiteengezet wordt dat het totaalpakket aan voorbereidingshandelingen verschillende gevolgen kan hebben die onder zowel artikel 25 als 27 WOR kunnen vallen en dat de IPO feitelijk het sluitstuk hiervan is. Wat dit laatste betreft, kan niet ondubbelzinnig gesteld worden dat een IPO onder artikel 25 lid 1 sub a of sub e WOR valt. Daar zijn bijkomende omstandigheden voor nodig. Ook wordt besproken hoe om moet worden gegaan met de situatie dat de (groot)moeder onderwerp van de IPO is maar de ondernemingsraad is ingesteld bij de (klein)dochter. Het is in alle gevallen hoe dan ook in het belang van de vennootschap en de werknemers om de ondernemingsraad serieus te nemen en waar mogelijk bij het proces te betrekken en te informeren. In het artikel wordt in dit verband tevens ingegaan op de vraag op welk eventuele moment de ondernemingsraad betrokken moet worden bij de IPO. De WOR biedt in dit kader geen concrete handvatten of aanwijzingen. De auteurs bieden daarom per mogelijk scenario enkele praktische tips, waarbij ten aanzien van de timing een vergelijk wordt getrokken met het moment van de adviesaanvraag bij een openbaar bod. Afsluitend wordt geconcludeerd dat de WOR de vennootschap vooralsnog zijn (beurs)gang aardig laat gaan.

### 1. Inleiding

Een IPO oftewel *initial public offering* is de eerste aandelenverkoop van een vennootschap op de beurs (in het Nederlands ook wel bekend als 'beursgang' of 'beursintroductie'). Of anders gezegd, het is de eerste keer dat een vennootschap (een deel van) haar aandelen aan het publiek aanbiedt. Hier gaat vaak een langdurig proces aan vooraf waarbij de vennootschap 'beursklaar' dient te worden gemaakt. Dit vergt vaak de nodige voorbereidingshandelingen. Tactiek en timing zijn hierbij cruciaal. De medezeggenschapsrechtelijke aspecten van een IPO zijn vooralsnog onderbelicht gebleven in de literatuur. Met dit artikel doen wij een bescheiden poging dit gat enigszins te dichten.

## 2. Medezeggenschapsrechtelijke aspecten van een IPO

### 2.1 De voorbereiding

Belangrijk is dat vanuit medezeggenschapsrechtelijk oogpunt in het kader van een (mogelijk) adviesrecht van de ondernemingsraad onderscheid wordt gemaakt tussen de voorbereidingshandelingen van een IPO en de IPO als zodanig. Voordat een vennootschap naar de beurs kan, dient de vennootschap namelijk 'beursklaar' gemaakt te worden. Het verschilt per vennootschap wat daarvoor nodig is maar hier kan een legio aan WOR-bepalingen van toepassing zijn. Denkbaar is bijvoorbeeld dat nieuwe bestuurders worden aangetrokken die ervaring hebben met beursvennootschappen en beter passen bij de nieuwe toekomstvisie van de vennootschap.<sup>[2]</sup> Zijn deze bestuurders WOR-bestuurders,<sup>[3]</sup> dan heeft de ondernemingsraad een adviesrecht ten aanzien van die benoeming op grond van artikel 30 WOR. Vaak is er als voorbereidingshandeling een statutenwijziging nodig.<sup>[4]</sup> Betekent deze statutenwijziging dat de bevoegdheden binnen de onderneming in belangrijke mate wijzigen, dan kan dit een op zichzelf staand adviesrecht opleveren onder artikel 25 lid 1 sub e WOR. Het kan ook nodig zijn om de onderneming eerst te reorganiseren en te herstructureren, waarbij bijvoorbeeld gedacht kan worden aan het verkopen van onderdelen van de onderneming die onvoldoende renderen.<sup>[5]</sup> Dit kan dan onder artikel 25 lid 1 sub a en b WOR vallen.

In de regel zal ook worden gekeken naar mogelijke beschermingsconstructies die - na de IPO - de vennootschap proberen te behoeden tegen een vijandige overname door middel van een openbaar bod. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de invoering van het structuurregime. Een dergelijk besluit is in ieder geval op grond van artikel 25 lid 1 sub e WOR adviesplichtig.<sup>[6]</sup> Is de IPO zelf adviesplichtig en worden in het kader van de IPO deskundigen ingeschakeld, dan zal ook het advies van de ondernemingsraad moeten worden gevraagd. Immers, op grond van artikel 25 lid 1 sub n WOR heeft de ondernemingsraad een adviesrecht over het verstrekken en formuleren van een adviesopdracht aan deskundigen buiten de onderneming over een aangelegenheid genoemd in artikel 25 lid 1 WOR. Desalniettemin blijkt in de praktijk dat artikel 25 lid 1 sub n WOR vaak wordt overgeslagen.<sup>[7]</sup>

Uiteraard zijn er meer voorbeelden te bedenken maar de strekking is dat de ondernemingsraad mogelijk al in een vroeg stadium moet worden betrokken, dus voordat er daadwerkelijk sprake is van een IPO. Dit kan wringen met de wens zo min mogelijk ruchtbaarheid te geven aan de IPO en dus eigenlijk ook aan de voorbereidingshandelingen. Het is in dat opzicht verstandig de ondernemingsraad al bij de voorbereidingshandelingen te wijzen op zijn geheimhoudingsplicht op grond van artikel 20 WOR en te benadrukken dat deze zich ook uitstrekt tot zijn adviseurs.<sup>[8]</sup> Achterbanoverleg op grond van artikel 17 WOR zou alleen met toestemming van de ondernemer plaats moeten vinden.

Wij wijzen er ten slotte op dat naast het adviesrecht van artikel 25 WOR ook het instemmingsrecht van artikel 27 WOR aandacht verdient. Het valt buiten het bestek van dit artikel omdat wij ons richten op de adviesplichtigheid van de IPO (zie par. 2.2) maar denk hierbij bijvoorbeeld aan een wijziging in de arbeidsvoorwaarden van de werknemers en bonusregelingen. Hierbij maken wij de kanttekening dat artikel 27 WOR in principe een limitatieve lijst aan regelingen/voorgenomen besluiten kent,<sup>[9]</sup> maar dat de praktijk leert dat nogal eens een extensievere uitleg wordt gegeven aan artikel 27 WOR.

### 2.2 De IPO zelf

Hoe zit het met de adviesplichtigheid van de IPO als zodanig? Het valt gelijk op dat de IPO als zodanig niet staat genoemd op de lijst met adviesplichtige besluiten van artikel 25 WOR. Dat hoeft echter niet te zeggen dat de IPO daarmee niet adviesplichtig is. In de parlementaire geschiedenis is naar onze mening wél een aanwijzing te vinden die pleit tegen het al te gemakkelijk aannemen van een adviesrecht bij een IPO.<sup>[10]</sup> In de discussie die is gevoerd over het opnemen van een algemeen kapstokartikel in plaats van een limitatieve lijst (zoals artikel 25 lid 1 WOR nu is) is namelijk het volgende door de wetgever opgemerkt:

“Zoals wij reeds in de memorie van toelichting hebben opgemerkt zou het opnemen van een kapstokartikel als voordeel hebben dat voorkomen wordt dat de lijst met adviesplichtige onderwerpen verouderd als gevolg van

nieuwe ontwikkelingen. Het geconstateerde nadeel weegt echter volgens ons zwaarder. Een dergelijk ruim geformuleerd artikel kan in de praktijk leiden tot interpretatiegeschillen en conflicten. De discussie over het al dan niet van toepassing zijn van het adviesrecht over met name financiële besluiten kan betrekking hebben op allerlei vennootschappelijke besluiten, zoals de winstbestemming, uitgifte en intrekken van aandelen en beursnoteringen. Deze discussie, die uit het opnemen van een kapstokartikel zonder twijfel zou voortvloeien, is niet bevorderlijk voor de verhouding tussen ondernemer en ondernemingsraad. Het zou de aandacht onnodig richten op procedures in plaats van op de inhoud van het besluit.”

Enkel voor de winstbestemming is aangegeven dat deze niet adviesplichtig is. Voor de beursnotering is dit verder niet verduidelijkt. Anderzijds geldt dat dit ook niet is verduidelijkt voor het openbaar bod, waarover de heersende leer is dat het besluit tot aanbeveling van het openbaar bod door het bestuur een zelfstandige grond vormt om de ondernemingsraad van de doelvennootschap een adviesrecht toe te kennen op grond van artikel 25 lid 1 sub a WOR.<sup>[11]</sup> In tegenstelling tot de IPO hebben de medezeggenschapsrechtelijke aspecten van het openbaar bod menige pen in beweging gebracht.<sup>[12]</sup> De observaties hierover in de literatuur zijn ook vanuit het oogpunt van de IPO interessant. In beide gevallen is er namelijk sprake van een spanningsveld tussen de medezeggenschap en de (mogelijke) aanwezigheid van (koers)gevoelige informatie. Wat betreft de adviesplichtigheid van de IPO als zodanig, ontbreekt vooralsnog een eenduidige opvatting hierover in de literatuur. De zeer beperkte literatuur kent veelal algemene opmerkingen dat de IPO adviesplichtig *kan* zijn.<sup>[13]</sup> Roest acht een besluit tot beursnotering mogelijk adviesplichtig op grond van artikel 25 lid 1 sub a (overdracht van zeggenschap).<sup>[14]</sup> Zij meent dat van overdracht van zeggenschap sprake kan zijn in het geval dat de zeggenschap die oorspronkelijk aan een grootaandeelhouder toekwam, door de beursgang op een groot aantal aandeelhouders overgaat, die geen van allen zeggenschap verkrijgen.<sup>[15]</sup> Schoordijk meent daarentegen dat van overdracht van zeggenschap geen sprake is, maar dat in ieder geval advies moet worden gevraagd op grond van artikel 25 lid 1 sub e WOR bij een IPO met een belangrijke Nederlandse component.<sup>[16]</sup> In de regel houdt een dergelijk besluit volgens Schoordijk immers een belangrijke wijziging in binnen de organisatie en tevens in de verdeling van bevoegdheden binnen de onderneming.

Er valt naar onze mening wat voor te zeggen - in combinatie met de minieme aanwijzing in de wetsgeschiedenis - dat een IPO niet zonder meer onder artikel 25 lid 1 sub a of sub e WOR valt. Wij lichten dit als volgt toe. Ten eerste moet niet klakkeloos worden aangenomen dat de IPO onder artikel 25 lid 1 sub a WOR valt. Op grond van artikel 25 lid 1 sub a WOR heeft de ondernemingsraad een adviesrecht bij een voorgenomen besluit tot overdracht van de zeggenschap over (een onderdeel van) de onderneming. In het geval van een openbaar bod gaat de zeggenschap uiteindelijk naar éénieder. Bij een IPO wordt de onderneming echter feitelijk niet overgedragen aan een ander, maar eigenlijk aan niemand of, anders bezien, aan (heel veel) aandeelhouders. De vraag is of er ook sprake is van zeggenschap bij een overdracht van aandelen aan verschillende aandeelhouders. Zaal is in het verlengde van Verburg van mening dat uit moet worden gegaan van een rationele benadering van de WOR waardoor er ook overdracht van zeggenschap kan bestaan bij overdracht van aandelen aan verschillende aandeelhouders.<sup>[17]</sup> Dit is echter geen uitgemaakte zaak en lijkt eerder relevant in een private context waar een onderneming door bijvoorbeeld een consortium wordt gekocht en niet bij een zeer verspreid aandelenkapitaal zoals bij een IPO. Als die lijn toch wordt gevolgd, dan denken wij dat relevant is in hoeverre het belang van de meerderheidsaandeelhouders door de IPO verwateren. Als het belang van de meerderheidsaandeelhouder door de IPO verwatert naar 50% of minder, levert dit specifieke gegeven in combinatie met de gedachtegang van Zaal en Verburg naar ons idee wel een overdracht van zeggenschap op in de zin van artikel 25 lid 1 sub a WOR. Onder omstandigheden is het wellicht denkbaar dat een overdracht van zeggenschap plaatsvindt bij een lager percentage aandelenverwatering. De definitie van overwegende zeggenschap in de zin van artikel 1:1 Wft biedt in dit kader *food for thought*. van overwegende zeggenschap is sprake bij het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van een NV. Voor het verplicht openbaar bod wordt tevens aansluiting gezocht bij deze 30%-drempel.<sup>[18]</sup> Bij veel IPO's wordt echter minder dan 30% van de aandelen aangeboden aan het publiek.

Daarnaast is denkbaar dat de IPO onder omstandigheden kwalificeert als belangrijke wijziging in de organisatie van de onderneming of verdeling van bevoegdheden in de zin van artikel 25 lid 1 sub e WOR. Dat er enige wijzigingen zullen zijn in de organisatie na een IPO staat buiten kijf. Daarbij is onder andere van belang dat na de IPO gewijzigde (corporate)governance-regels gelden.<sup>[19]</sup> Of daarnaast ook sprake is van een

*belangrijke* wijziging zal volgens ons mede afhangen van de volgende omstandigheden:

- Wijzigt de samenstelling van het bestuur en/of de commissarissen?
- Wordt bijvoorbeeld een structuurregime ingevoerd?
- Verandert de strategie als gevolg van de IPO? Zo ja, heeft deze strategiewijziging effect op de werknemers?
- Veranderen de arbeidsvoorwaarden van de werknemers door de IPO?
- Wijzigen bestaande participatieplannen (als deze er al zijn) of komt er een nieuwe vorm van participatie door de IPO?
- Bestaat er de mogelijkheid tot een vijandige overname na de beursnotering of worden er (nieuwe) beschermingsmaatregelen genomen?

Hier moet een voorbehoud worden gemaakt dat de voorgaande omstandigheden ten tijde van de voorbereidingen van een IPO vaak nog niet het stadium van voorgenomen besluit hebben bereikt omdat het al dan niet doorgaan van een IPO tot een laat moment onzeker kan zijn. De WOR zwijgt over de vraag wanneer er sprake is van een voorgenomen besluit. Uit de jurisprudentie zijn enkele gezichtspunten te halen:<sup>[20]</sup>

- het voorgenomen besluit moet voldoende geconcretiseerd zijn;
- de gevolgen van het voorgenomen besluit zijn voldoende bepaalbaar mede in verband met de voorgenomen maatregelen;
- een beleidsvoornemen (of een nog slechts in voorbereiding zijnde besluit) is geen voorgenomen besluit, juist omdat de besluitvorming dan nog niet voldoende is geconcretiseerd.

Als ten aanzien van eerdergenoemde omstandigheden nog geen sprake is van (adviesplichtige) voorgenomen besluiten, is goed verdedigbaar dat ten aanzien van de IPO als zodanig (ook) geen adviesplicht bestaat. Is er wel sprake van voorgenomen besluiten in dat kader, dan zal het lastiger vol te houden zijn dat de IPO als zodanig geen belangrijke wijziging meebrengt, met name als die desbetreffende besluiten adviesplichtig zijn.

### **2.3 Toerekening en medeondernemerschap**

Hiervoor zijn we uitgegaan van de situatie dat de ondernemingsraad ter hoogte van de vennootschap die naar de beurs gaat is ingesteld en de besluiten genomen worden door de WOR-bestuurder. Het is echter goed mogelijk dat de ondernemingsraad niet is ingesteld op het niveau van de vennootschap die daadwerkelijk onderwerp van de IPO is en dat besluitvorming dus niet plaatsvindt op het niveau waar de ondernemingsraad is ingesteld. Hoe nu om te gaan met de situatie dat de (groot)moeder onderwerp van de IPO is maar de ondernemingsraad is ingesteld bij de (klein)dochter?

Als de (groot)moeder besluit om over te gaan tot de IPO van de (groot)moeder, dan heeft de ondernemingsraad van de (klein)dochter alleen een adviesrecht als dit besluit via toerekening of medeondernemerschap doorwerkt in de organisatie van de (klein)dochter.<sup>[21]</sup> Immers: voorwaarde voor toerekening of medeondernemerschap is in deze situatie in elk geval dat het door de (groot)moeder genomen besluit rechtstreeks ingrijpt in de onderneming van de (klein)dochter.<sup>[22]</sup> Om hiervan te spreken moet de rechtstreekse binding tussen het besluit en de onderneming van de (klein)dochter voldoende aanwezig zijn. De omstandigheden die kunnen maken dat sprake is van toepassing van artikel 25 lid 1 sub e WOR (par. 2.2) kunnen hier onder andere als gezichtspunten dienen. Er moet dan ook worden gekeken op welke afstand de (klein)dochter van de (groot)moeder zit. Bestaat het concern uit verschillende groepsmaatschappijen en zitten er een aantal vennootschappen tussen de (groot)moeder en (klein)dochter waar daadwerkelijk activiteiten worden uitgeoefend en die niet alleen fungeren als houdstermaatschappij, dan zou kunnen worden beargumenteerd dat de (klein)dochter niet direct wordt geraakt door de IPO.

Daarna zal in eerste instantie moeten worden vastgesteld of de WOR-bestuurder op een bepaalde manier betrokken is geweest bij de besluitvorming door de (groot)moeder. Vragen die daarbij gesteld kunnen worden zijn of de onderneming waarvoor de ondernemingsraad is ingesteld het initiatief neemt, maar ook of de leden van het bestuur (al dan niet via een personele unie) betrokken zijn bij de besluitvorming op hoger niveau. Is de WOR-bestuurder betrokken, dan is sprake van toerekening en heeft de ondernemingsraad in ieder geval op basis daarvan een adviesrecht jegens de eigen WOR-bestuurder. Als de WOR-bestuurder niet betrokken is bij de besluitvorming, dan kan het zijn dat de ondernemingsraad alsnog adviesrecht toekomt in het geval de (groot)moeder *daadwerkelijk* stelselmatige invloed uitoefent op de onderneming van de (klein)dochter. In de kern gaat het erom of de (groot)moeder verantwoordelijk is voor het beleid van de onderneming van de (klein)dochter én de strategische beslissingen neemt.<sup>[23]</sup> Verschillende elementen kunnen bij deze afweging van belang zijn. Denk hierbij in elk geval aan de benoemings- en ontslagbevoegdheid door de (groot)moedervenootschap die het besluit neemt, een statutair instructierecht of goedkeuringsrecht, de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur en de reikwijdte van het mandaat van het bestuur, een personele unie tussen het bestuur van de (klein)dochter en de (groot)moeder die het besluit neemt en de aard en activiteiten van de tussenholdings in het concern.<sup>[24]</sup> Kan op basis van bovenstaande criteria worden geoordeeld dat de (groot)moeder inderdaad stelselmatige invloed uitoefent, dan is sprake van een adviesrecht van de ondernemingsraad (mede) jegens de (groot)moeder. Is dit niet het geval, dan komt wat ons betreft de ondernemingsraad geen adviesrecht jegens de (groot)moeder toe.

## 2.4 Gevolgen niet naleven adviesrecht

Wordt aan de vereisten voor een adviesrecht voor de IPO voldaan, daarmee rekening houdend met de voorwaarden zoals hierboven geschetst, dan kan het zo zijn dat de ondernemingsraad geen positief advies geeft of voorwaarden stelt waar de ondernemer niet mee kan (of wil) instemmen. Kan het zo zijn dat de IPO moet worden teruggedraaid als de ondernemer toch over is gegaan tot uitvoering van zijn besluit?

Ten eerste is van belang dat de rechter ex artikel 26 WOR marginaal moet toetsen. Dit betekent dat moet worden getoetst of het medezeggenschapsproces op de juiste wijze is doorlopen. Onzes inziens zal deze marginale toetsing niet snel leiden tot een materieel inhoudelijk oordeel over de strategische beslissing om over te gaan tot een IPO. Dat kan anders zijn als door de ondernemingsraad bijvoorbeeld wordt gesteld dat de belangen tussen de werknemers en aandeelhouders niet goed zijn afgewogen. Bij gebrek aan jurisprudentie op dit punt is het lastig vast te stellen hoe vaak een dergelijk standpunt in de praktijk wordt ingenomen. Ten tweede zouden derden in beginsel niet geraakt moeten worden door een eventuele beslissing van de rechter dat het IPO-besluit kennelijk onredelijk is. In theorie zouden derden zich immers kunnen beroepen op de slotzin van artikel 26 lid 5 WOR: een voorziening van de Ondernemingskamer kan door derden verworven rechten niet aantasten. Toch is hier enige nuancering op zijn plaats. Zo is in de Noest Beheer-uitspraak door de Ondernemingskamer overwogen dat artikel 26 lid 5 WOR enkel met zich meebrengt dat de voorzieningen die worden getroffen de door derden verworven rechten niet mogen aantasten en niet dat de voorzieningen (intrekken besluit en de gevolgen ongedaan maken) niet getroffen mogen worden.<sup>[25]</sup> In hoeverre dat het geval is stond in die zaak echter niet ter beoordeling. Daarnaast lijkt de Ondernemingskamer in diezelfde uitspraak de wederpartij die betrokken is bij de interne besluitvorming, niet als derde te beschouwen wiens rechten niet door een voorziening mogen worden aangetast. Bij een enkele overnemer die voortdurend betrokken is geweest bij het medezeggenschapsproces zoals in Noest Beheer het geval was, lijkt een dergelijke (non-)kwalificatie echter sneller gerechtvaardigd dan het geval is voor een groot aantal beleggers bij een IPO. Het is dus maar de vraag in hoeverre een ondernemingsraad met verweren ontleend aan de Noest Beheer-uitspraak een beroep op derdenbescherming kan doen stranden.

Dat betekent echter niet dat het adviesrecht ten aanzien van de IPO als zodanig geheel tandeloos is. Het is denkbaar dat de dreiging van een negatief advies in de praktijk invloed kan hebben op het vertrouwen van de beleggers en de vennootschap in de toekomstige beursgang. De effectieve rol van de ondernemingsraad bij de voorbereidingshandelingen moet daarnaast ook niet uit het oog worden verloren.

Dat uit de WOR niet duidelijk volgt dat een IPO teruggedraaid kan worden en dat dit in de praktijk ook moeilijk denkbaar is, mag overigens geen vrijbrief zijn voor de ondernemer om lichtzinnig om te gaan met het

adviesrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van de IPO als zodanig. Dat zou onverenigbaar zijn met het doel van de WOR, die immers de belangen van werknemers beoogt te waarborgen. Daarnaast is het ook onverstandig met het oog op de toekomstige belangen van de vennootschap en de werknemers. Zo kunnen wij ons voorstellen dat een goed doorlopen medezeggenschapsrechtelijk traject belangrijk is voor de begeleidende bank(en) en de reputatie van de vennootschap. Je zit als net beursgenoteerd bedrijf niet te wachten op een reputationele tik op de vingers, die mogelijk ook de koers van het aandeel kan beïnvloeden. Daarnaast - niet onbelangrijk - is het op tijdige en correcte wijze betrekken van de ondernemingsraad in het IPO-traject van belang met het oog op een (blijvende) goede verstandshouding met de ondernemingsraad. Het lijkt dus in het belang van alle stakeholders dat de ondernemingsraad - waar nodig - goed betrokken wordt bij het proces, ook met het oog op de toekomst.

De vraag blijft echter of een ondernemingsraad in de praktijk snel voor een IPO zal gaan liggen.<sup>[26]</sup> Het gebrek aan jurisprudentie lijkt erop te wijzen dat dit niet het geval is. Waar een ondernemingsraad waarschijnlijk wel op beducht zal zijn, is de mogelijkheid dat na de IPO een vijandige overname om de hoek komt kijken.

### 3. Timing van de adviesaanvraag en de praktijk

Is de afweging gemaakt dat de voorbereidingshandelingen en/of de IPO inderdaad adviesplichtig zijn, dan is de timing waarop de ondernemingsraad moet worden betrokken een gevoelig issue. De WOR kent twee belangrijke bepalingen over het tijdstip waarop de ondernemingsraad moet worden ingeschakeld: artikel 24 lid 1 en artikel 25 lid 2 WOR. Op grond van artikel 24 lid 1 WOR doet de ondernemer in het kader van de tweemaal per jaar te houden overlegvergaderingen mededeling over bij hem in voorbereiding zijnde besluiten met betrekking tot aangelegenheden als bedoeld in artikel 25 en 27 WOR waarbij afspraken worden gemaakt wanneer en op welke wijze de ondernemingsraad in de besluitvorming wordt betrokken. Gelet hierop moet de ondernemingsraad formeel gezien dus al in een vroeg stadium van beleidsvoornemens over de IPO op de hoogte raken.

Daarnaast geldt ex artikel 25 lid 2 WOR dat het advies van de ondernemingsraad van wezenlijke invloed op de besluitvorming moet kunnen zijn. De ondernemingsraad moet kortom niet voor een voldongen feit worden geplaatst. Artikel 24 en artikel 25 WOR moeten in samenhang worden gelezen, zo volgt uit de *Uniface*-beschikking<sup>[27]</sup> waarin de Ondernemingskamer snoeihard oordeelde over het gevolgde medezeggenschapstraject. Deze zaak illustreert dat het niet in acht nemen van artikel 24 WOR op zichzelf beschouwd niet zal leiden tot het gevolg dat een besluit kennelijk onredelijk is maar wel een grote rol speelt bij de vraag of de ondernemingsraad tijdig is betrokken.

Wat betekent het voorgaande voor de IPO? Het valt op dat hierover geen specifieke regels zijn te vinden, enkel voor het openbaar bod. Bij een openbaar bod geldt dat er sprake is van spanning tussen enerzijds het belang van werknemers bij een zo vroegtijdig mogelijke raadpleging en anderzijds het belang van de overnemer en doelvennootschap bij het zo weinig mogelijk ruchtbaarheid geven aan de fusie of overname.<sup>[28]</sup> In het geval van een openbaar bod geldt daarom een afwijkend adviesmoment.<sup>[29]</sup> Artikel 5 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft bepaalt namelijk dat eenieder en een doelvennootschap een openbaar bod aankondigen uiterlijk zodra tussenieder en doelvennootschap al dan niet voorwaardelijk overeenstemming is bereikt over het uit te brengen openbaar bod. Dat is tevens het moment wanneer het openbaar bod openbaar moet worden gemaakt. De minister vond dat de werknemersvertegenwoordiging moet worden geraadpleegd wanneer sprake is van voorwaardelijke overeenstemming, omdat op grond van artikel 25 lid 2 WOR het advies van de ondernemingsraad dan nog van wezenlijke invloed kan zijn. Hierbij is wel opgemerkt dat deze regeling geen gevolgen heeft voor de bestaande regelingen in artikel 25 WOR.<sup>[30]</sup> Er wordt volgens de minister dus geen afbreuk gedaan aan het bestaande uitgangspunt dat het advies van de ondernemingsraad nog van wezenlijke invloed moet kunnen zijn.<sup>[31]</sup> Dit sluit aan bij artikel 14 van de Dertiende richtlijn waarin is bepaald dat geen afbreuk wordt gedaan aan bestaande regelingen op het gebied van informatievervalsing, raadpleging en inspraak van werknemers.<sup>[32]</sup>

Wat ons betreft zijn er goede gronden om bij een IPO tevens uit te gaan van een afwijkend adviesmoment. Het spanningsveld zoals hiervoor beschreven, geldt namelijk ook bij een IPO. Van belang is immers dat - onder

andere door de ondernemingsraad - niet vroegtijdig informatie naar buiten wordt gebracht die (achteraf) niet in lijn is met het prospectus, het enige document waarop beleggers hun beleggingsbeslissing dienen te baseren. Om dergelijke risico's te vermijden, wil de vennootschap de ondernemingsraad daarom in een zo laat mogelijk stadium betrekken. Daarbij geldt dat het advies van de ondernemingsraad in het belang van de werknemers nog van wezenlijke invloed moet kunnen zijn.

Frappant is in dit opzicht dat in de parlementaire geschiedenis over het openbaar bod wordt vermeld dat het afwijkende adviesmoment alléén geldt voor de regeling van het openbaar bod; expliciet is immers opgenomen dat het afwijkende adviesmoment niet geldt voor de bestaande regeling van artikel 25 WOR.<sup>[33]</sup> De vraag is wat de betekenis hiervan is voor de IPO: de IPO als zodanig komt niet expliciet voor in artikel 25 WOR maar zou natuurlijk zoals eerder opgemerkt wel onder de reikwijdte van artikel 25 lid 1 sub a en lid 1 sub e WOR kunnen vallen. Dit zou echter niet moeten maken dat een afwijkend adviesmoment niet ook voor de IPO zou mogen gelden zolang het advies van de ondernemingsraad nog van wezenlijke invloed kan zijn. Hiermee zou aansluiting worden gezocht bij de internationale realiteit en worden voldaan aan een behoefte uit de overnamepraktijk.<sup>[34]</sup> Daarnaast sluiten wij graag aan bij Henrichs en Oostwouder die al eerder opmerkten dat het feit dat het afwijkende adviesmoment enkel voor het openbaar bod is opgenomen niet zonder meer betekent dat het in andere transactie-gerelateerde onderwerpen geen rol speelt, zoals bijvoorbeeld bij de voorwaardelijke koopovereenkomst.<sup>[35]</sup>

Wat betekent dit nu concreet voor de IPO? Past men de timing ten aanzien van het openbaar bod één op één toe op de IPO, dan zal de ondernemingsraad in ieder geval vlak voor de *intention to float* - dat is immers het moment van het publiekelijk maken van de IPO en dit sluit aan bij het openbaar bod - geïnformeerd moeten worden. Het adviestraject moet echter voor de publicatie van het prospectus afgerond zijn. Immers: in het prospectus moet alle materiële informatie gepubliceerd worden, waaronder bijvoorbeeld een negatief advies van de ondernemingsraad. In de praktijk betekent dit dat het advies eerder dan vlak voor de *intention to float* moet worden gevraagd, zodat het adviestraject kan worden afgerond voor de publicatie van het prospectus.

Het is de vraag hoe het medezeggenschapstraject bij de IPO praktisch vorm moet worden gegeven bij gebrek aan aanwijzingen in de WOR. Wij geven hieronder per mogelijk scenario enkele tips.<sup>[36]</sup>

### **Scenario 1: Voorbereidingshandelingen en de IPO niet instemmings-/adviesplichtig**

Wanneer zowel de voorbereidingshandelingen als de IPO als zodanig niet advies- (of instemmings)plichtig zijn ex artikel 25 en 27 WOR, hoeft de ondernemingsraad niet bij het besluit betrokken te worden. Toch zal de ondernemer op enig moment de ondernemingsraad in het kader van artikel 31a lid 1 WOR moeten informeren. Let op: artikel 24 WOR is in dit geval niet van toepassing omdat geen sprake is van aangelegenheden in de zin van artikel 25 en 27 WOR. Het kan desondanks verstandig zijn vanuit relationeel en reputationeel oogpunt om de ondernemingsraad te informeren kort voor de *intention to float*. Overigens moet niet worden vergeten de geheimhouding ex artikel 20 WOR extra te benadrukken.

### **Scenario 2: Voorbereidingshandelingen niet advies-/instemmingsplichtig maar de IPO wel**

Indien de voorbereidingshandelingen niet advies-/instemmingsplichtig zijn op grond van artikel 25 en 27 WOR maar de IPO als zodanig wel, zal de ondernemingsraad in beginsel van het voornemen van de IPO - na afwikkeling van de voorbereidingshandelingen - op de hoogte moeten worden gesteld in een overlegvergadering ex artikel 24 WOR. In die overlegvergadering wordt dan meteen melding gemaakt van de voorbereidingshandelingen waardoor aan artikel 31a lid 1 WOR wordt voldaan. Het aankondigen van de IPO in de daarvoor bijeengeroepen overlegvergadering, raakt overigens wel aan de wens om zo laat mogelijk ruchtbaarheid te geven aan de IPO. Ook hier zal van belang zijn dat de Ondernemingsraad op dat moment al op zijn geheimhoudingsplicht ex artikel 20 WOR wordt gewezen.

### **Scenario 3: Voorbereidingshandelingen wel advies-/instemmingsplichtig maar de IPO niet**

Indien de voorbereidingshandelingen advies- of instemmingsplichtig zijn en de IPO als zodanig niet, bestaat het grootste risico tot het vroegtijdig uitlekken van gevoelige informatie. Immers, er zal dan een overlegvergadering in het kader van artikel 24 WOR moeten worden bijeengeroepen over de voorbereidingshandelingen. Dat moet op het moment dat het advies over de voorbereidingshandelingen nog van wezenlijke invloed zal zijn. In ieder geval zal de ondernemingsraad naar alle waarschijnlijkheid ruim voor de *intention to float* kennis nemen van een mogelijke IPO. De ondernemer zal immers in het kader van artikel 25 WOR de voorbereidingshandelingen moeten toelichten. De wet voorziet niet in een afwijkend adviesmoment wanneer sprake is van voorbereidingshandelingen die zien op een voorgenomen IPO. Er kan wellicht worden geprobeerd om te volstaan met het uitleggen van de voorbereidingshandelingen en de aankondiging dat er mogelijk nog meer wijzigingen volgen die niet adviesplichtig zijn maar waarvan de ondernemingsraad wel op de hoogte wordt gehouden. De vraag is of de ondernemingsraad deze informatievoorziening voldoende vindt en of dit recht doet aan de belangen van de werknemers. Vooralsnog is voor deze situatie dus geen pasklare oplossing te vinden. Nog meer dan onder scenario 1 doet de ondernemer er onder scenario 3 verstandig aan de ondernemingsraad wel te betrekken bij het vervolgproces na afronding van de voorbereidingshandelingen zonder de ondernemingsraad bovenwettelijke bevoegdheden toe te kennen, juist omdat er over de voorbereidingshandelingen wel een advies is gevraagd en de ondernemingsraad dus al op de hoogte is.

### **Scenario 4: Voorbereidingshandelingen wel advies-/instemmingsplichtig en de IPO is adviesplichtig**

Indien blijkt dat de voorbereidingshandelingen advies-/instemmingsplichtig zijn en de IPO eveneens adviesplichtig, zal de ondernemingsraad in het kader van de voorbereidingshandelingen al in een vroeg stadium op de hoogte zijn van de IPO. Er kunnen dan twee separate adviestrajecten worden gevolgd waarbij eerst de voorbereidingshandelingen worden afgewacht en daarna apart een adviesaanvraag over de IPO wordt ingediend. De vraag is of dit praktisch is: de ondernemingsraad zal in het kader van de voorbereidingshandelingen al op de hoogte zijn van de voorgenomen IPO en het verschuiven van het adviesmoment schiet dan zijn doel voorbij. Er kan in dat verband ook voor worden gekozen om de adviesaanvraag over de voorbereidingshandelingen en de IPO samen te voegen tot één adviesaanvraag, dat betekent wel dat de ondernemingsraad waarschijnlijk ruim voor de *intention to float* om advies wordt gevraagd. Ook hier geldt dat de wet mogelijk in een oplossing hiervoor zou moeten voorzien maar dat is momenteel niet het geval.

## **4. Conclusie**

Op dit moment is er in de wet en jurisprudentie geen duidelijkheid over het al dan niet adviesplichtig zijn van de IPO. Het zou bij een herziening van de WOR dan ook goed zijn als de wetgever zich hierover buigt. Belangrijk voor nu is dat in ieder geval ten eerste goed voor ogen wordt gehouden dat het totaalpakket aan voorbereidingshandelingen verschillende gevolgen kan hebben die onder zowel artikel 25 als 27 WOR kunnen vallen en dat de IPO feitelijk het sluitstuk hiervan is. De wenk voor de praktijk is dan ook om per voorbereidingshandeling te inventariseren of er sprake is van een advies- of instemmingsplichtige handeling en of deze al dan niet doorwerken via de leerstukken toerekening en medeondernemerschap. Wat de IPO als sluitstuk betreft, zullen er bijkomende omstandigheden moeten zijn, wil er sprake zijn van een adviesrecht. Hier kan het effect van de voorbereidingshandelingen overigens een rol spelen. Indien deze leiden tot belangrijke wijzigingen in de organisatie dan zal er ook sprake zijn van een adviesrecht over de IPO als zodanig.

Betekent dit dan verder dat de ondernemingsraad tandeloos is? Het is goed verdedigbaar dat een IPO niet teruggedraaid kan worden nu de IPO immers gevolgen heeft voor derden en in de praktijk is dat ook niet goed denkbaar. Dit geldt echter niet altijd voor de voorbereidingshandelingen en de ondernemingsraad kan ook zijn stempel drukken op de besluiten die na de IPO moeten worden genomen. Het is dan ook belangrijk om de ondernemingsraad serieus te nemen en in ieder geval waar mogelijk bij het proces te betrekken en te

informereren. Afsluitend kunnen we echter wel stellen dat de WOR de vennootschap vooralsnog zijn (beurs)gang aardig laat gaan.

---

## Voetnoten

- [1] Claire Reynaers en Charlotte Kroon zijn advocaat te Amsterdam.
- [2] M.R. Driedonks, 'Enkele aspecten van een beursgang', *V&O* (2011), p. 154-157.
- [3] Een bestuurder in de zin van de WOR is " *hij die alleen dan wel te zamen met anderen in een onderneming rechtstreeks de hoogste zeggenschap uitoefent bij de leiding van de arbeid*" (artikel 1 lid 1 sub e WOR). Vaak zal een WOR-bestuurder tevens bestuurder in de zin van Boek 2 BW zijn.
- [4] M.R. Driedonks, 'Enkele aspecten van een beursgang', *V&O* (2011), p. 154-157.
- [5] M.R. Driedonks, 'Enkele aspecten van een beursgang', *V&O* (2011), p. 154-157.
- [6] Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 1 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2766, *AR* 2016/2184.
- [7] P.H. Burger & L.C.J. Sprengers, 'Zoals heurt, is niet zoals het gebeurt', *Ondernemingsrecht* 2018/31.
- [8] Opmerking verdient dat de ondernemingsraad op grond van artikel 20 lid 7 WOR de mogelijkheid heeft om beroep in te stellen tegen een opgelegde geheimhouding. In het geval van (voorbereidingshandelingen van) een IPO zal naar ons idee een opgelegde geheimhoudingsverplichting echter snel gerechtvaardigd zijn en zal dat in de meeste gevallen geen problemen (moeten) opleveren.
- [9] Zoals uitdrukkelijk herhaald door de Hoge Raad in het Holland Casino-arrest, zie HR 20 december 2002, ECLI:NL:HR:2002:AF0155, *JOR* 2003/33 (*Holland Casino*).
- [10] [Kamerstukken II 1996/97, 24615, nr. 9](#), p. 12.
- [11] Zie onder meer: J. Roest, *Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten met enige beschouwingen naar Duits recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1996, p. 202; L.G. Verburg, *Het territoir van de (Nederlandse) Ondernemingsraad in het internationale bedrijfsleven* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2007, p. 174; P.A.M. Witteveen, 'De SER, de medezeggenschap en evenwichtig ondernemingsbestuur', *Ondernemingsrecht* 2008, 64, p. 224; I. Zaal, *De reikwijdte van medezeggenschap* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2014, p. 107.
- [12] Zie onder meer: L.G. Verburg, *Het territoir van de (Nederlandse) Ondernemingsraad in het internationale bedrijfsleven* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2007; J.J.M. van Mierlo, *Medezeggenschap en de spanning tussen WOR en Ondernemingsrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2013; I. Zaal, *De reikwijdte van medezeggenschap* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2014; M. Holtzer, 'Bescherming tegen vijandige biedingen door medezeggenschap van werknemers', *Ondernemingsrecht* 2018/14; P.H. Burger & L.C.J. Sprengers, 'Zoals heurt, is niet zoals het gebeurt', *Ondernemingsrecht* 2018/31.
- [13] Zie bijvoorbeeld R.H. van het Kaar, *Medezeggenschap bij fusie en ontvlechting* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 1993, p. 92.
- [14] J. Roest, *Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten met enige beschouwingen naar Duits recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1996, p. 308.
- [15] J. Roest, *Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten met enige beschouwingen naar Duits recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1996, p. 308.
- [16] B.J. Schoordijk, 'Het ondernemingsrechtelijke echtscheidingsconvenant', *Contracteren* 2008/1, p. 16.
- [17] I. Zaal, *De reikwijdte van medezeggenschap* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2014, p. 106 en

L.G. Verburg, *Het territorium van de (Nederlandse) Ondernemingsraad in het internationale bedrijfsleven* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2007, p. 170-171.

[18] Artikel 1:1 jo. 5:70 lid 1 Wft.

[19] Denk bijvoorbeeld aan de verzwaarde periodieke publicatieverplichtingen zoals opgenomen in de Wft en het van toepassing zijn van de Corporate Governance Code.

[20] Zie onder meer Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 1991, ECLI:NL:GHAMS:1991:AD1396, *NJ* 1992, 271; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 maart 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC7895, *NJ* 1984, 758.

[21] Dit geldt *mutatis mutandis* ook voor de voorbereidingshandelingen.

[22] C.L.C. Reynaers, 'Grootmoeder: wat doet u nu? Over toerekening en medeondernemerschap', *ArbeidsRecht* 2020/34.

[23] C.L.C. Reynaers, 'Grootmoeder: wat doet u nu? Over toerekening en medeondernemerschap', *ArbeidsRecht* 2020/34 en I. Zaal 'De rol van de OR bij (aandelen)overnames: lessons learned uit de recente jurisprudentie', *Onderneming en Financiering* 2018 (26) 2.

[24] C.L.C. Reynaers, 'Grootmoeder: wat doet u nu? Over toerekening en medeondernemerschap', *ArbeidsRecht* 2020/34.

[25] Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 april 1999, *JAR* 1999/101 (*Noest Beheer*).

[26] Waarbij uiteraard ook relevant is dat veel beursgenoteerde ondernemingen geen ondernemingsraad op topniveau hebben.

[27] Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 oktober 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4123 (*Uniface*).

[28] I. Zaal, *De reikwijdte van medezeggenschap* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2014, p. 109.

[29] [Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3](#), p. 7.

[30] [Kamerstukken I 2006/07, 30419, C](#), p. 12.

[31] [Kamerstukken I 2006/07, 30419, C](#), p. 13.

[32] Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (*PbEU* 2004, L 142).

[33] [Kamerstukken I 2006/07, 30419, C](#), p. 12-13.

[34] Wij sluiten hierbij aan bij Witteveen die deze argumenten ook aanhaalde in het kader van het openbaar bod. Zie: P.A.M. Witteveen, 'Medezeggenschap en openbare biedingen: een paar apart', in: M.P. Nieuwe Weme, *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 418-420.

[35] Zie E.J. Henrichs & L.S. Oostwouder, 'Voorwaardelijke besluitvorming en de norm van wezenlijke invloed van art. 25 lid 2 WOR', *ArbeidsRecht* 2014/3.

[36] Wij gaan in deze scenario's uit van de situatie waarin de Ondernemingsraad is ingesteld bij de vennootschap die naar de beurs wordt gebracht. Als dat niet het geval is, dan zal er uiteraard nog rekening gehouden moeten worden met de leerstukken toerekening en medeondernemerschap zoals hiervoor uitgelegd in par. 2.3.