

De veilige toekomst van de Nederlandse beursvennootschap

Ondernemingsrecht 2017/73

1. Inleiding

De discussie over beschermingsmaatregelen domineert de laatste weken de opiniepagina's. Daarbij worden door sommigen creatieve en vergaande voorstellen gedaan ter bescherming van ons nationaal erfgoed,¹ terwijl anderen bepleiten om toch vooral terughoudend te zijn met het introduceren van nieuwe wettelijke of andersoortige maatregelen.² Wij vinden het belangrijk om een onderscheid te maken tussen de bescherming van vennootschappen die van belang zijn voor de nationale veiligheid en de bescherming van 'gewone' beursvennootschappen. Demissionair minister Kamp had oorspronkelijk een wetsvoorstel in voorbereiding dat enkel zag op de eerste categorie. Dat behelsde kortweg een verbod tot het verkrijgen van overwegende zeggenschap in een telecommunicatiepartij, indien daarvoor de nationale veiligheid of de openbare orde in gevaar kon komen.³ Dit wetsvoorstel beoogde dus iets anders dan het beschermen van vennootschappen als Unilever of AkzoNobel, ook al lijken de beide categorieën op een hoop te worden gegooid. Momenteel wordt immers in algemene zin betoogd dat Nederlandse beursvennootschappen, met hun traditionele focus op waardecreatie op de lange termijn en de aandacht voor de verschillende stakeholders,⁴ de mogelijkheid dienen te hebben om zich te beschermen tegen 'aasgieren en hyena's' (Dijsselbloem⁵) dan wel 'de haastigheid van een overnameproces' (Hommen⁶). Naar aanleiding van deze discussie heeft VNO-NCW geopperd om het wettelijk mogelijk te maken dat een Stichting Continuïteit het recht krijgt preferente aandelen te verwerven, ook wanneer de statuten van een vennootschap daar zelf niet in voorzien.⁷

1 Vgl. bijv. het voorstel van Duffhues om een overname verplicht te betalen in aandelen van de overnemende partij (zonder mogelijkheid tot betaling in contanten), waarbij dan een *lock-up* termijn van drie jaar zou moeten gelden. Op die manier zouden de uit te kopen aandeelhouders betrokken blijven bij de overnemende vennootschap. Zie 'Zorg voor vertrouwen in plaats van bedenktijd bij overname van bedrijf', *FD* 28 april 2017.

2 Zie bijv. de column van Marcel Pheijffer ('Ongewenste overname is signaal uit de markt dat bedrijf niet op orde is', *FD* 30 maart 2017).

3 De consultatieversie van het concept-wetsvoorstel ongewenste zeggenschap telecommunicatie is te raadplegen via www.internetconsultatie.nl/telecommunicatie.

4 Vgl. in dit verband de Nederlandse corporate governance code 2016, waar in de Preamble (p. 8) wordt opgemerkt dat "De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders". De Code 2016 is te raadplegen via www.mccg.nl/.

5 Zie bijvoorbeeld 'Dijsselbloem: concerns beter beschermen tegen overnames', *FD* 8 maart 2017.

6 Het oorspronkelijke pleidooi van Hommen valt terug te lezen in 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid', *FD* 28 maart 2017.

7 Zie www.vno-ncw.nl. Vgl. 'Werkgevers: stop uitverkoop Nederlandse bedrijven', *FD* 31 maart 2017.

Eumedion stelde voor de drempel voor gestanddoening van een openbaar bod te verhogen naar 95%.⁸

2. Bescherming 'vitale vennootschappen': een pendelbeweging

In een recent onderzoek, verricht in opdracht van het WODC, concluderen Bulten en De Jong dat de benadering, zoals voorgestaan door demissionair minister Kamp, breder getrokken dient te worden: voor het verwerven van een substantieel belang in *alle* 'vitale vennootschappen' zou vooraf een verklaring van geen bezwaar verkregen moeten worden.⁹ Zij pleiten daarbij wel voor een zo concreet mogelijk gedefinieerd toetsingskader. Bij afwezigheid daarvan zouden inderdaad twee discussies – het voorkomen van vijandige overnames enerzijds en het beschermen van de nationale veiligheid anderzijds – samen dreigen te vloeien. Hoewel dit naar onze mening niet juist zou zijn, is het wel begrijpelijk dat deze vermenig plaatsvindt. De geschiedenis laat ook zien dat de mate waarin aandeelhouders zeggenschap kunnen uitoefenen bij 'hun' beursvennootschap een pendelbeweging vertoont. Nadat kort na de eeuwwisseling onverkwikkelijke zaken aan het licht kwamen bij onder meer WorldCom en (het Nederlandse) Ahold, werden maatregelen genomen om kapitaalverschaffers meer invloed te geven zodat zij het bestuur effectiever konden controleren. Tijdens de financiële crisis van 2008 werd juist met de beschuldigende vinger gewezen naar aandeelhouders en hun kortetermijngedrag (vergelijk de rol van *hedgfund* TCI bij ABN AMRO). Men vond toen dat het bestuur zich tegen dergelijk gedrag zou moeten kunnen wapenen.¹⁰

3. Kamerbrief: analyse

In reactie op de huidige ontwikkelingen heeft demissionair minister Kamp op 20 mei 2017 een brief aan de Tweede Kamer gestuurd.¹¹ Als bestaande mechanismen 'om langetermijnwaardecreatie te ondersteunen' worden genoemd i) *dual-class* aandelenstructuren; ii) de responstijd zoals neergelegd in Best Practice Bepalingen 4.1.6 en 4.1.7 van de Nederlandse corporate governance code (2016); iii) 'beschermingsmaatregelen' (daaronder, hoewel niet gespecificeerd, vermoedelijk preferente- en prioriteitsaandelen); en iv) het enquêteverzoek dat door de vennootschap zelf kan worden gedaan, op grond van art. 2:346 lid 1 sub d BW. Opgemerkt wordt dat van de bestaande mogelijkheden 'assertiever gebruik gemaakt zou kunnen worden'. De roep om aanvullende maatregelen wordt desondanks gerechtvaardigd met een beroep op het ruime monetaire beleid van centrale banken, de toenemende

8 Het voorstel is te raadplegen via www.eumedion.nl/. Zie bijv. ook 'Beleggers tegen informateur: geen extra bescherming Nederlandse beursfondsen', *FD* 12 april 2017.

9 Zie C.D.J. Bulten e.a., *Vitale Vennootschappen In Veilige Handen*, Nijmegen: Radboud Universiteit Nijmegen, Onderzoekcentrum Onderneming & Recht, 2017.

10 Zie over de historische pendelbeweging in het ondernemingsrecht uitgebreid J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2014.

11 Zie www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/20/kamerbrief-overnames-van-bedrijven/.

winstgevendheid van ondernemingen en de sterke dollar. Dit zou het voor Amerikaanse vennootschappen aantrekkelijk maken Nederlandse concurrenten over te nemen. Voor ons is met name relevant 'actielijn' 1), zijnde het creëren van meer tijd en ruimte voor het bestuur om een overname of wezenlijke aanpassing van strategie te beoordelen op de effecten voor alle stakeholders. Wij gaan in par. 4 nader in op dit specifieke punt. Daarnaast wordt flankerend beleid voorgesteld, te weten 2) het stimuleren van aandelenbezit door Nederlandse institutionele investeerders in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, 3) het met prioriteit afronden van de analyse inzake de vitale sectoren – zodat het wetsvoorstel inzake de telecomsector (zie hierboven onder par. 1) wellicht breder getrokken gaat worden – en 4) het steunen van een discussie over reciprociteit inzake investeringen in Europa.¹²

4. Kamerbrief: voorstel

Om, conform 'actielijn' 1, meer tijd en ruimte voor het bestuur te creëren, wordt door Kamp een viertal concrete suggesties gedaan. De opties A en B volgen kort gezegd de voorstellen van respectievelijk Hommen (responstijd verlengen naar een jaar) en Eumedion (verhogen drempel gestanddoening openbaar bod). Optie C betreft de beschermingspreferente aandelen. Wettelijk zou toegestaan worden dat de raad van commissarissen, in het licht van een dreigende vijandige overname, voor kan stellen zulke aandelen uit te geven, terwijl de algemene vergadering een dergelijk voorstel enkel kan blokkeren met een twee derde meerderheid. Aldus vertoont het – als nucleair te omschrijven – voorstel gelijkenissen met de Franse loi Florange.¹³ Optie D betreft een aanpassing van het Besluit openbare biedingen Wft en behelst de introductie van een minimum-bedenktijd. Het kabinet 'neigt' momenteel naar een verlenging van de responstijd (optie A), omdat daarmee, naast (vijandige) overnames, ook activistische aandeelhouders worden ontmoedigd. Daarnaast kan een dergelijke regeling breder worden ingezet dan bij enkel beursgenoteerde vennootschappen.

5. Rechtvaardiging?

De in de brief vervatte opties ogen tamelijk kritiekloos.¹⁴ Het ruime monetaire beleid, de toenemende winstgevendheid

en de sterke dollar alleen kunnen immers niet verklaren waarom specifiek Unilever en AkzoNobel geconfronteerd werden met een vijandig Amerikaans overnamebod.¹⁵ Zou dit anders zijn, dan zouden vele AEX-fondsen onder vuur moeten liggen. Evident is dat ook andere factoren een rol spelen. Denk bijvoorbeeld aan de strategie van de vennootschap en de communicatie daarover met (groot)aandeelhouders.

6. Herbezinning

Als de strategie breed wordt gesteund door grootaandeelhouders (of wanneer AkzoNobel bijzonder winstgevend zou zijn geweest) zou een vennootschap in beginsel niet hoeven te vrezen voor een vijandige overname. Immers, de meerderheid van de aandeelhouders zal dan niet snel geneigd zijn in te gaan op een vijandig bod. En mochten aandeelhouders toch verleid worden door een aantrekkelijk bod, dan biedt het geldende Nederlandse ondernemingsrecht beursvennootschappen de mogelijkheid om een variëteit aan beschermingsmaatregelen in te zetten.¹⁶ Weliswaar dienen deze op grond van de jurisprudentie van de Nederlandse Hoge Raad van tijdelijke aard te zijn,¹⁷ maar dit maakt hen niet ineffectief, zoals de recente casus KPN, Mylan en (vooralnog) Fugro hebben aangetoond.¹⁸ Wat ons betreft zou de aandacht dan ook vooral gericht moeten zijn op een slimmer gebruik van de reeds bestaande mogelijkheden, zoals ook in de brief van de minister wordt erkend, in plaats van nieuwe wettelijke maatregelen waarvan de effecten op het investerings- en beleggingsklimaat niet vaststaan. Ook met het huidige instrumentarium zijn 'de Nederlanders', indien nodig, uitstekend in staat 'de Amerikanen' een koekje van eigen deeg te geven.

*Hélène M. Vletter-van Dort & Titiaan Keijzer*¹⁹

12 Vergelijk hierover ook art. 9 (*no-frustration rule*) en 11 (doorbreking beschermingsmaatregelen) van de Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod. Beide voorschriften, waarvan de opname in het nationale recht optioneel is, hoeven op grond van art. 12 van bovenstaande richtlijn bovendien niet toegepast te worden wanneer een bod wordt uitgebracht door een vennootschap waarvoor de beide voorschriften niet gelden.

13 De loi Florange heeft onder meer geleid tot de wettelijke invoering van een dubbel stemrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen die hun aandelen voor meer dan twee jaar ononderbroken hielden, tenzij de algemene vergadering met een twee derde meerderheid tegen zou stemmen. Zie hierover A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht in het Franse wetsvoorstel-Florange', *Ondernemingsrecht* 2014/43.

14 Vgl. minister Kamp in 'Ze moeten zelf beslissen wat ze in die bedenktijd doen', *FD* 22 mei 2017: 'Ze [bestuurders & commissarissen, Hvvd & TK] krijgen geen verplichtingen. [...] Hoe ze op dit soort zaken moeten reageren, dat weten zij beter dan ik.' Intussen is de VVD tegen het voorstel (van Kamp). Zie 'VVD tegen plan van Kamp voor bescherming van bv Nederland', *FD* 24 mei 2017.

15 Intussen heeft één van de activistische aandeelhouders van AkzoNobel, Elliott, de gang naar de OK ingezet. Zie 'Rechter moet impasse tussen ontevreden aandeelhouders en AkzoNobel doorbreken', *FD* 23 mei 2017. Aldaar ving Elliott echter bot. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965.

16 Zo ook Willems in een interview met het FD ('We hoeven niet bang te zijn voor het al te grove kapitalisme', *FD* 20 mei 2017).

17 Vgl. Hoge Raad 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*).

18 Zie over de drie zaken gezamenlijk H.M. Vletter-van Dort & T.A. Keijzer, 'Bescherming van beursvennootschappen: dubbel gestikt houdt beter', *Ars Aequi* 2016/5. Zie specifiek wat betreft Fugro (naar aanleiding van Rb. Den Haag 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452), *Ondernemingsrecht* 2015/60, m.nt. R.A.F. Timmermans, *JOR* 2015/135, m.nt. R.G.J. Nowak, en F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro', *WPNR* 2015/7061, p. 407-413. De uitspraak in hoger beroep is te vinden in Gerechtshof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531, *Ondernemingsrecht* 2016/89, m.nt. R.A.F. Timmermans, *JOR* 2016/181, m.nt. R.G.J. Nowak.

19 Hélène Vletter-van Dort is hoogleraar Financieel Recht & Governance aan de ESL (Erasmus School of Law) en commissaris. Titiaan Keijzer is promovendus aan de ESL. Deze bijdrage is afgesloten per 02/06/2017.