

Extra bescherming van Nederlandse beursondernemingen: noodzaak of hypocrisie?

Verslag van het Eumedion-symposium 2017

*Mr. T. A. Keijzer**

Naar aanleiding van het Eumedion-symposium van 17 november 2017 bespreekt de auteur recente ontwikkelingen in het Nederlandse corporate governance-landschap, specifiek de mogelijkheden voor beursvennootschappen om zich te beschermen tegen een ongewenste overname. In dat kader wordt onder meer ingegaan op het agenderingsrecht van aandeelhouders, de aangekondigde invoering van de bedenktijd en de voorgenomen afschaffing van de dividendbelasting.

1 Inleiding

Op 15 november 2017 vond in Utrecht het jaarlijkse symposium plaats van Eumedion, de belangenbehartiger van institutionele beleggers op het gebied van corporate governance. Het thema was dit jaar de bescherming van Nederlandse beursvennootschappen. Hoewel daarover reeds langere tijd wordt nagedacht, laat een actueel alternatief zich nauwelijks voorstellen. Onder meer Unilever en AkzoNobel kregen in 2017 te maken met ongewenste overnamepogingen.¹ Zowel in juridische tijd-

schriften² als in de reguliere media³ is uitgebreid aandacht besteed aan deze ontwikkelingen. Onder de sprekers van het symposium en het (in ruime mate aanwezige) publiek bevonden zich zowel juristen als economen, waardoor een intrigerende, multidisciplinaire gedachteswisseling kon ontstaan. Deze bijdrage bevat een verslag van de voordrachten in chronologische volgorde. Ik leg bij de bespreking daarvan enige accenten, hetgeen nadrukkelijk niet beschouwd dient te worden als een kwaliteitsoordeel. In enkele gevallen wordt ook de discussie weergegeven zoals die op het symposium heeft plaatsgevonden.

2 Een laatste strohalm voor de *stewardship*-gedachte?

De opening van het symposium werd verricht door dagvoorzitter Wolzak,⁴ waarna een korte inleiding volgde door Abma.⁵ Hij plaatste de discussie omtrent beschermingsmaatregelen in de sleutel van de *stakeholder*-benadering. De naamloze vennootschap (NV) vormt geen zuiver verlengstuk van de

* Mr. T.A. Keijzer is promovendus bij de sectie Ondernemings- en Financieel Recht van de Erasmus Universiteit Rotterdam en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG).

1. Zie inzake laatstgenoemde Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten, AA 2017/9 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (Elliott/Akzo); Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, JOR 2017/260 m.nt. R.G.J. Nowak (Elliott/Akzo). Vgl. ook H.J. de Kloe, Verzoek tot oproeping van een bava bij AkzoNobel door Elliott c.s., Bb 2017/81.

2. Zie bijv. in dit tijdschrift F.G.K. Overkleeft, AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer, MvO 2017, afl. 5-6, p. 135-140; zie voorts M. Olaerts, Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?, Ondernemingsrecht 2017/113; J.H.M. Willems, Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?, Ondernemingsrecht 2017/116; H.J. de Kluiver, Modernisering ondernemingsrecht: waarheen, waarvoor?, Ondernemingsrecht 2017/118; R.A. Wolf, Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse, TvOB 2017, afl. 5, p. 164-178; recent F. Eikelboom, Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel, MvO 2017, afl. 10-11, p. 231-235; F.G.K. Overkleeft, Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten, MvO 2017, afl. 10-11, p. 236-240, en F. Eikelboom, Naschrift naar aanleiding van: 'Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten', MvO 2017, afl. 10-11, p. 241-244.

3. Een duik in het digitale archief van Het Financieel Dagblad (FD) levert meer dan 50 resultaten op voor 2017. Zie bijv. G. den Brinker & H. Verbraeken, AkzoNobel rollend over straat met aandeelhouders, FD 13 april 2017; M. Schiffers, Unilever-beleggers delen nare Kraft-ervaringen met Polman, FD 27 april 2017.

4. Journalist bij het FD.

5. Directeur van Eumedion. Ik merk op dat de voordrachten van de meeste sprekers via de website van Eumedion te raadplegen zijn.

aandeelhouder.⁶ Wel benoemen de aandeelhouders, verenigd in de algemene vergadering (AV), bij een structuurvennootschap de raad van commissarissen (RvC),⁷ en bij een niet-structuurvennootschap de raad van bestuur (het bestuur).⁸ Deze rolverdeling geeft aanleiding tot een zekere spanning, die volgens Abma traditioneel gemitigeerd wordt door de ondernemingsleiding een grote mate van autonomie toe te kennen wat betreft strategie en beschermingsconstructies. Abma signaleerde echter dat – ook politiek⁹ – de gedachte heeft postgevat dat de bestaande mogelijkheden tot bescherming niet langer volstaan, zodat over nieuwe opties wordt nagedacht. Enkele voorbeelden zijn loyaliteits aandelen, de respons- respectievelijk bedenktijd en aandelen zonder stemrecht. Abma luidde de noodklok in de zin dat mogelijk er de laatste kans is aan gebroken om de *stewardship*- of (in beter Nederlands) rentmeestergedachte te implementeren. In de *stewardship*-benadering vindt een continue dialoog plaats tussen institutionele investeerders en de vennootschap wat betreft aspecten als strategie, risicobeheersing, kapitaalstructuur en cultuur; er is sprake van een meer gedeelde verantwoordelijkheid voor corporate governance.¹⁰ Betrokken aandeelhouderschap betekent volgens Abma dat (institutionele) beleggers niet alleen te hulp geroepen worden om een (potentiële) vijandige overname af te weren, maar ook dat zij daadwerkelijk bij kunnen sturen op strategisch vlak in vreedstijd. Aldus impliceert *stewardship* minder autonomie voor het bestuur en de RvC.

3 Korte- en langetermijnvisie bij beursvennootschappen, beleggers en het belang van communicatie

In een tweegesprek met Schramade¹¹ presenteerde Hermes¹² een (replicatie)studie naar de tijdshorizon van bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen.¹³ De studie richtte zich op de aanwezigheid van bepaalde termen in *conference calls* die op een korte- of langetermijnvisie kunnen duiden. Geconclu-

deerd werd dat Nederlandse ondernemingen, in vergelijking met *peers* uit de Verenigde Staten, in hun communicatie meer aandacht besteden aan de doelstellingen op de lange termijn. Het valt echter niet vast te stellen dat ondernemingen die zich, blijkens hun woordgebruik, meer richten op de lange termijn, ook daadwerkelijk anders handelen dan ondernemingen die aangeven meer op de korte termijn gericht te zijn. Voor de waardering van de vennootschap kan een verband tussen een lange- en een kortetermijnhorizon moeilijk in algemene zin worden ontkend. Wel ligt aan een volledige gelijkstelling van beide perspectieven de (impliciete) veronderstelling van een efficiënte (kapitaal)markt ten grondslag.¹⁴ Daarvan zal in vele gevallen (tot op zekere hoogte) sprake zijn, maar niet altijd. Als het langetermijnperspectief op enig moment niet volledig in de waardering (beurskoers) van de vennootschap tot uitdrukking mocht komen, zou het bestuur zich door aandeelhouders onder druk gezet kunnen voelen om meer waarde te creëren op de korte termijn, zelfs als dat ten koste zou gaan van waardecreatie op de lange termijn. In die zin kan tussen waardecreatie op korte en lange termijn wel degelijk spanning bestaan.¹⁵

Schramade voegde daaraan toe dat niet alleen ondernemingen zich dienen te hoeden voor een overmatige focus op de korte termijn; hetzelfde geldt voor beleggers (*myopia*). Een instrument als het loyaliteitsaandeel¹⁶ kan een dergelijke kortetermijngerichtheid tegengaan, maar stimuleert in zekere zin ook passiviteit.¹⁷ De toenemende gelaagdheid van de investeringsketen draagt eraan bij dat *asset managers* op steeds kortere termijn moeten presteren.¹⁸ De daarop afgestemde belonings-

6. Vgl. de Nederlandse Corporate Governance Code 2016 (hierna: Code), p. 8: 'De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders.'
7. Art. 2:158 lid 4 BW; vgl. voor de BV art. 2:268 lid 4 BW. Zie ook resp. art. 2:162 en 2:272 BW.
8. Art. 2:132 BW; vgl. art. 2:242 BW.
9. S. Jonker, In Nederland moet de aandeelhouder zich niet te veel met het bedrijf willen bemoeien, FD 3 juni 2017.
10. Zie daarvoor de Eumedion best practices voor betrokken aandeelhouderschap (2011); zie ook het Dutch Stewardship Code Consultation Document (2017), beide beschikbaar via www.eumedion.nl. Vgl. echter D.A.M. Melis, The institutional investor stewardship myth: A theoretical, legal and empirical analysis of prescribed institutional investor stewardship in a Dutch context (diss. Breukelen), Breukelen: Nyenrode Business Universiteit 2014.
11. Senior Investment Manager Impact Investing & Sustainable Equities, NN Investment Partners.
12. Hoogleraar International Finance, Rijksuniversiteit Groningen.
13. C.L.M. Hermes, R.B.H. Hooghiemstra & K. van Veen, Focusing on the short or long term? The causes and consequences of the time horizon of management of Dutch listed companies, 2017, beschikbaar via www.eumedion.nl. Vgl. voor eerder onderzoek in dit verband bijv. F. Brochet, M. Loumioni & G. Serafeim, Speaking of the short-term: Disclosure horizon and managerial myopia, *Review of Accounting Studies* (20) 2015, p. 1122-1163.

14. Zie daarvoor E.F. Fama, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance* (25) 1970, p. 383-417.
15. Vgl. J.M. de Jongh, Tussen societas en universitas (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2014, p. 390-399.
16. Vgl. in algemene zin over loyaliteit A.O. Hirschman, Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states, Cambridge: Harvard University Press 1970. Zie meer specifiek over loyaliteits aandelen de werken van Bootsma: A.A. Bootsma, Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrecht aandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders. *Midstream or IPO introduction, that's the question*, MvO 2016, afl. 7, p. 151-160; A.A. Bootsma, Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV, *Ondernemingsrecht* 2015/5; A.A. Bootsma, Loyaliteitsstemrecht in het Franse wetsvoorstel-Florange, *Ondernemingsrecht* 2014/43; zie ook M. van Olffen, Loyaliteitsaandelen met een Frans sausje, *Ondernemingsrecht* 2013/67. In een internationale context, zie bijv. D.J. Berger, S.M. Davidoff & A.J. Benjamin, Tenure voting and the U.S. public company, *The Business Lawyer* (72) 2017, p. 295-327.
17. Dit was een van de punten in de discussie tussen De Jongh en Schouten: zie M.C. Schouten, Loyaal aan het eigen belang, *Ondernemingsrecht* 2010/122; J.M. de Jongh, Reactie: loyaal aan duurzame waardecreatie, *Ondernemingsrecht* 2010/152; M.C. Schouten, Loyaliteitsdividend, *Ondernemingsrecht* 2010/153.
18. Zie I.H.-Y. Chiu & D. Katelouzou, Making a case for regulating institutional shareholders' corporate governance roles, 2017, beschikbaar via www.ssrn.com; S.C.Y. Wong, Why stewardship is proving elusive for institutional investors, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* (25) 2010, p. 406-411. Zie echter ook J. Morley, The separation of funds and managers: A theory of investment fund structure and regulation, *Yale Law Journal* (123) 2014, p. 1228-1287, die betoogt dat investeren via een fonds bijv. schaalvoordelen met zich brengt.

structuren versterken die prikkel. Ook passief investeren – bijvoorbeeld via een *index tracker* of *Exchange Traded Fund* (hierna: ETF) – zou volgens Schramade kunnen worden gezien als het bewijs van de afwezigheid van een scherp omlijnde langetermijnvisie.¹⁹ Een belegger die een investering na korte tijd beëindigt, kan overigens eveneens handelen vanuit een langetermijnvisie (een opmerking die raakt aan het onderscheid tussen de houdtermijn en de beleggingshorizon). Wanneer bijvoorbeeld uit een *engagement*-activiteit (onverwachts) naar voren komt dat het bestuur van de vennootschap waarin aandelen worden gehouden onvoldoende een langetermijnvisie aanhangt, kan dat een reden vormen voor liquidatie van de investering.²⁰ Beursvennootschappen die potentiële investeerders willen overtuigen van hun langetermijnaanpak dienen in de visie van Schramade duidelijker te communiceren (bijvoorbeeld in het jaarverslag) over hun doelstellingen en met name de concrete resultaten daarvan duidelijker voor het voetlicht te brengen.²¹ Tijdens de discussieronde gaf Munsters²² nog mee dat voorkomen moet worden dat langetermijndoelstellingen worden geformuleerd vanuit een *check-the-box*-mentaliteit.

4 Beursvennootschappen: ook onbeschermd toch beschermd?

Advocaat-generaal Timmerman ging in op de vraag in welke positie beursvennootschappen zich bevinden wanneer geen beschermingsmaatregel (in de zin van preferente aandelen via een Stichting Continuïteit²³) voorhanden is. Zoals gebruikelijk bij Timmerman betrof het een doorwrocht (en literair geïnspireerd) betoog, dat het geldende vennootschapsrecht mijns inziens helder beschreef. Ik sluit mij daarom graag bij zijn observaties aan.

Timmerman onderscheidde vier preliminaire punten. Het eerste aspect betrof de betekenis van de wettelijke bevoegdheden van de AV.²⁴ Er dienen enkele hordes te worden genomen om van een agenderingsrecht tot het daadwerkelijk agenderen van een onderwerp te geraken. De aandeelhouders zijn geen eigenaar van de vennootschap; in plaats daarvan bestaat tussen aandeelhouder en vennootschap een lidmaatschapsverhouding.²⁵ Het bestuur en de RvC hebben in beginsel het bijeenroepingsrecht.²⁶ Zij mogen besluiten daarvan geen gebruik te maken. Aandeelhouders die ten minste 10% van het kapitaal vertegenwoordigen, kunnen dan door de voorzieningenrechter worden gemachtigd een vergadering bijeen te roepen.²⁷ Deze aandeelhouders dienen echter wel over een redelijk belang te beschikken om tot bijeenroeping over te gaan.²⁸ Een tweede horde dient te worden genomen wanneer wel een AV bijeen wordt geroepen. Het bestuur en de RvC hebben alsdan het recht de agenda vast te stellen.²⁹ Ook hier is in een correctiemogelijkheid voor aandeelhouders (wanneer zij 3% van het kapitaal vertegenwoordigen) voorzien.³⁰ Als derde en laatste horde kan gelden dat bij het agenderen van onderwerpen een onderscheid gemaakt dient te worden tussen *stem-* en *bespreekpunten*. Het recht tot agendering van *stempunten* ziet slechts op aangelegenheden waartoe de AV bevoegd is. Een stemming inzake punten waartoe de AV niet bevoegd is, kan enkel geschieden wanneer het bestuur en de RvC dat toestaan. Het bestuur en de RvC zijn dan ook niet gehouden over een bespreekpunt een standpuntbepaling door middel van een stemming toe te laten. Dit onderscheid tussen stem- en bespreekpunten wordt niet alleen in Nederland,³¹ maar ook in

19. De waarde van ETF's is in de periode 1998-2014, althans wat betreft de VS, verviervoudigd. Naar aanleiding van de beursgang van SnapChat (waar enkel stemrechtloze aandelen werden aangeboden aan het beleggende publiek) is een scherpe discussie losgebarsten over de vraag of vennootschappen met een *dual class*-aandelenstructuur wel deel uit moeten kunnen maken van een aandelenindex. Vgl. B.S. Sharfman, *A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in IPOs*, 2017, beschikbaar via www.ssrn.com. Het feit dat passieve investeerders een doordachte langetermijnvisie missen, wordt ook wel genoemd als reden om hun het stemrecht te onthouden. D. Shapiro Lund, *The case against passive shareholder voting*, 2017; vgl. ook D. Shapiro Lund, *Nonvoting shares and efficient corporate governance*, 2017, beide beschikbaar via www.ssrn.com.

20. Vgl. over de verschillende niveaus van aandeelhoudersbetrokkenheid (wanneer een *exit*-mogelijkheid buiten beschouwing wordt gelaten) J.W. Winter, *Aandeelhouder engagement en stewardship*, in: L. Timmerman e.a. (red.), *SamenWerken in het Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 39.

21. Vgl. best practice bepaling 1.1.4 van de Code.

22. Voormalig voorzitter van Eumedion en commissaris, o.a. bij Unibail-Rodamco.

23. Zie over een recente vergelijking van de verschillende beschermingsmogelijkheden bijv. H.M. Vletter-van Dort & T.A. Keijzer, *Bescherming van beursvennootschappen: dubbel gestikt houdt beter*, AA 2016, afl. 5, p. 329-336; zie uitgebreider Asser/Maeijer, *Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009/638; F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013, p. 691-714; B.F. Assink & W.J. Slagter, *Compendium ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, par. 76.

24. Waarover bijv. R. Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

25. Zie W.J. Slagter, *De lidmaatschapsverhouding als grondslag van het rechtspersonenrecht*, *Ondernemingsrecht* 2004/158; G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2005, p. 29-32; B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 132-135. De opmerking leek tot enige lichte opschudding onder aanwezige beleggers te leiden; juristen reageerden minder aangedaan.

26. Art. 2:109 BW (NV); vgl. voor de BV art. 2:219 BW.

27. Art. 2:110 BW (NV); vgl. art. 2:220 BW (waar het vereiste kapitaal 1% bedraagt).

28. Art. 2:111 BW (NV); idem Overkleef 2017; zie anders Wolf 2017 en Eikelboom 2017. Zie ook art. 2:221 BW (alwaar de machtiging bovendien nog kan worden geweigerd wegens zwaarwichtige belangen van de vennootschap).

29. Art. 2:114 lid 1 sub a BW (NV); vgl. art. 2:224 BW.

30. Art. 2:114a BW; vgl. art. 2:224a BW (waar het vereiste kapitaal 1% bedraagt en de termijn 30 dagen korter is). Zie ook de literatuur aangehaald in noot 2; vgl. voorts Rb. Den Haag 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452, JOR 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2015/60 m.nt. R.A.F. Timmermans (Fugro); in hoger beroep Hof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531, JOR 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2016/89 m.nt. R.A.F. Timmermans (Fugro). Zie ook de conclusie van A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2018:14.

31. Vgl. best practice bepaling 4.1.3 van de Code.

andere EU-lidstaten gemaakt.³² Ik merk op dat in de Verenigde Staten eenzelfde onderverdeling geldt.³³ Om discussie over het karakter van een specifiek punt te voorkomen wordt de agenda veelal aan het begin van de AV vastgesteld door de voorzitter. De conclusie van Timmerman alhier luidde dat een aandeelhouder zijn wettelijke bevoegdheid in de praktijk niet zomaar kan uitoefenen. Timmerman acht dat overigens ook zinvol. Het bestuur en de RvC zijn op die manier in staat een zuivere besluitvorming te waarborgen.

Als tweede aspect noemde Timmerman het vennootschappelijk belang.³⁴ Dit omvat het bevorderen van het bestendige succes van de door de vennootschap gedreven onderneming. Het bestuur en de RvC dienen voorts zorgvuldig om te gaan met de belangen van de institutioneel betrokkenen (belangenpluralisme).³⁵ Het bevorderen van het vennootschappelijk belang vereist een zekere autonomie voor het bestuur en de RvC ten opzichte van de AV.³⁶ Ten derde stipte Timmerman de strategie van de vennootschap aan. De strategie kan worden gezien als een plan om het succes van de onderneming op lange termijn te bevorderen in een complexe, veranderlijke omgeving. Naar geldend recht wordt de strategie van de vennootschap vastgesteld door het bestuur. De RvC kan eveneens een rol spelen; nadere aanwijzingen daarover zijn veelal opgenomen in de statuten en de reglementen. Over de gekozen strategie legt het bestuur (en eventueel de RvC) achteraf verantwoording af. Behoudens wettelijke of statutaire voorschriften

anderszins is het echter niet verplicht de AV vooraf bij de besluitvorming over de strategie te betrekken.³⁷ Als laatste van zijn preliminaire punten ging Timmerman in op de Richtlijn Aandeelhoudersrechten (hierna: Richtlijn).³⁸ Ook voor artikel 6 Richtlijn dient, zo gaf Timmerman te kennen na een vraag daarover van Schwarz,³⁹ een onderscheid te worden gemaakt tussen stem- en bespreekpunten. Er is geen bevoegdheid voor de AV om als het ware via de Europeesrechtelijke achterdeur alsnog, door het eisen van stemming of het aandragen van ontwerp-resoluties, een standpunt in te nemen, wanneer een aan gelegenheid niet tot haar bevoegdheid behoort.⁴⁰ De regeling van artikel 6 Richtlijn geldt bovendien niet onverkort; afwijking daarvan acht Timmerman mogelijk. Van enige spanning tussen het EU-recht en artikel 2:114a van het Burgerlijk Wetboek (BW) is daarom geen sprake.

Vervolgens kwam Timmerman tot de kern van zijn betoog. Hij leidde die in door erop te wijzen dat het inzetten van beschermingsmaatregelen is toegestaan wanneer is voldaan aan de RNA-criteria.⁴¹ Een bedreiging van de strategie van de vennootschap achtte Timmerman voldoende om het inzetten van beschermingsmaatregelen te rechtvaardigen. De rechter zal dit ook terughoudend moeten toetsen: het is aan de aandeelhouder om aan te tonen dat de strategie van de vennootschap niet in orde is. Voor een niet-beschermde beursvennootschap zijn het bestuur en de RvC bevoegd de hierboven genoemde hordes op te werpen en daarmee de besluitvorming te vertragen. Zeker wanneer de aandeelhouders daarmee statutair akkoord zijn gegaan (hetgeen onder andere het geval is bij InflaRx N.V. en Sensata Technologies Holding N.V.), kan voorts de responstijd van 180 dagen worden ingeroepen op grond van de Code. In een wettelijk vastgelegde responstijd ziet Timmerman dan ook niet veel meerwaarde. Wel toonde hij zich een voorstander van langere termijnen voor uitoefening van het bijeenroepingsrecht dan nu het geval is. Artikel 6 Richtlijn (dat ziet op het agenderingsrecht) zou daar niet aan in de weg staan.

32. Enkel in Engeland geldt dat aandeelhouders een standpunt kunnen innemen over onderwerpen waartoe zij niet bevoegd zijn. Maar aldaar geldt volgens Timmerman echter dat het aandeelhoudersbelang grotendeels samenvalt met het vennootschappelijk belang. Zie ook art. 172 van de Companies Act 2006.
33. Zie SEC Rule 14a-8, waarover bijv. L.A. Bebchuk, *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review (118) 2005, p. 833-914 (besproken in J.M. de Jongh, *Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen*, Ondernemingsrecht 2007/11) en S.M. Bainbridge, *Director v. shareholder primacy in the convergence debate*, The Transnational Lawyer (16) 2002, p. 45-62; vgl. ook T.A. Keijzer, *Autonomie en paternalisme in het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware*, AA 2017, afl. 7-8, p. 610-617. Recent heeft de SEC *guidance* uitgevaardigd over de toepassing van deze regels; vgl. T. Paredes, *Analysis of SEC guidance on shareholder proposals*, 2017, beschikbaar via www.corpgov.law.harvard.edu.
34. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde, JOR 2014/290 m.nt. De Haan, AA 2014/6 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (Cancun); zie voorts B.F. Assink, *Van vennootschapsrechtelijk belang (I)*, WPNR 2016/7111; B.F. Assink, *Van vennootschapsrechtelijk belang (II)*, WPNR 2016/7112; W.J.M. van Veen, *Vennootschapsrechtelijke doorwerking, bestuursautonomie en bestuurstaak bij Joint Ventures na 'Cancun'*, Ondernemingsrecht 2015/88.
35. Zie hierover ook L. Timmerman, *Grondslagen van geldend ondernemingsrecht*, Ondernemingsrecht 2009/2, die opmerkt dat het afwegen van verschillende belangen verzekerd kan worden via vennootschappelijke structuren (de werknemersvertegenwoordiger in de RvC van een structuurvennootschap) en via het gedrag van vennootschappelijke *actoren* (door het doel dat bestuurders en commissarissen dienen na te streven te wijzigen).
36. Vgl. HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033, NJ 1959/43 m.nt. Hijmans van den Bergh (Forumbank), waarover uitgebreid De Jongh 2014; F.G.K. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017; vgl. ook Keijzer 2017.

37. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde, JOR 2010/228 m.nt. Van Ginneken, Ondernemingsrecht 2010/105 m.nt. Storm, AA 2010/11 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (ASMI).
38. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen; zie ook Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.
39. Hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en als partner verbonden aan een internationaal advocatenkantoor.
40. In gelijke zin Overkleef 2017, wijzend op de ratio van het agenderingsrecht. Ik sluit mij graag bij zijn pleidooi aan. Timmerman verwees ook naar de andersluidende opvatting van Peters en Eikelboom. Zie F.M. Peters & F. Eikelboom, *De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo*, WPNR 2017/7156.
41. HR 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).

5 Investeren in Nederlandse beursvennootschappen: *paid for failure?*

De Mol van Otterloo zette eerst kort zijn investeringsfilosofie uiteen.⁴² Deze bestaat uit het beleggen in beursvennootschappen die, op basis van verschillende kengetallen (bijvoorbeeld de historische koers-winstverhouding), ondergewaardeerd lijken (*value investing*⁴³). Deze benadering zou niet leiden tot een ‘hijgerig’ proces.⁴⁴ De Mol van Otterloo gaf aan liever te ‘trouwen met het bedrijf’.⁴⁵ Wel erkende hij het bestaan van een *fiduciary duty* jegens de eigen investeerders.

Vervolgens ondernam De Mol van Otterloo met een gepassioneerde betoog een frontale aanval op de bestuurscultuur van Nederlandse beursvennootschappen.⁴⁶ Hij trok daartoe een vergelijking (op macroniveau) tussen Nederland en Zweden. Volgens De Mol van Otterloo zijn de twee landen op vele vlakken vergelijkbaar, niet alleen in cultureel-historisch opzicht, maar ook in meer meetbare termen van bijvoorbeeld onderwijskwaliteit, staatsschuldquote en BBP per inwoner.⁴⁷ De Mol van Otterloo wees echter op een substantieel rendementsverschil tussen Zweedse en Nederlandse aandelen, hetgeen niet volledig verklaard zou kunnen worden door de depreciatie van de Zweedse kroon of het hogere dividendrendement op Nederlandse aandelen. Als mogelijke verklaring voor het gepretendeerde verschil noemde hij vooral dat Zweedse ondernemingen beter bestuurd worden dan hun Nederlandse *peers*. Zweedse vennootschappen zouden een langetermijnvisie aanhangen, een bestuur kennen dat bestaat uit vertegenwoordigers van werknemers en aandeelhouders, onderpresteren niet tolereren en ruim investeren in R&D. Bestuurders van Nederlandse ondernemingen zouden daarentegen te weinig zelfkritisch vermogen en ambitie tonen.

Bij dit gloedvolle betoog sta ik iets langer stil. Bij mij kwam namelijk de vraag op of de genoemde verschillen tussen Nederlandse en Zweedse ondernemingen volstaan om het (gepercipieerde) verschil in rendement volledig te verklaren.

42. Oprichter van het in Londen gevestigde Intrinsic Value Investors.

43. Als fundament van de *value investing*-benadering kunnen worden aangemerkt B. Graham & D. Dodd, *Security analysis*, New York: McGraw-Hill 1934 en met name B. Graham, *The intelligent investor*, New York: Harper 1949. Het *value investing*-model is interessant, omdat het op gespannen voet staat met de *efficient capital market hypothesis* van Fama (Fama 1970). Zie daarover bijv. J. Lakonishok, A. Shleifer & R.W. Vishny, *Contrarian investment, extrapolation and risk*, in: R.H. Thaler, *Advances in behavioral finance*, New York: Princeton University Press 2005, p. 273-316.

44. Zie H. Jessayan, *Hommen: ‘Ontdoe een overname van alle hijgerigheid’*, FD 28 maart 2017.

45. Vgl. ook de beroemd geworden opmerking van Warren Buffett in zijn *Chairman Letter* uit 1988 aan de aandeelhouders van Berkshire Hathaway: ‘In 1988 we made major purchases of Federal Home Loan Mortgage Pfd. (“Freddie Mac”) and Coca Cola. We expect to hold these securities for a long time. In fact, when we own portions of outstanding businesses with outstanding managements, our favorite holding period is forever.’

46. Vgl. ook A. de Mol van Otterloo, *Gooi het bedenktijdvoorstel in de prullenbak*, NRC 7 juli 2017.

47. Zie voor dergelijke gegevens bijv. OECD Factbook 2015-2016: *Economic, environmental and social statistics*, beschikbaar via www.oecd.org.

Zo gaat het Nederlands vennootschapsrecht eveneens uit van een langetermijnbenadering⁴⁸ en is de RvC – althans wanneer het structuurregime op holdingniveau geldt, hetgeen niet evident is – samengesteld uit vertegenwoordigers van zowel aandeelhouders als werknemers.⁴⁹ Enigszins onderbelicht bleef mijns inziens dat Zweedse houdstermaatschappijen in royale mate gebruik maken van *dual class*-aandelenstructuren, in de regel met een stemrechtverdeling van 1:10.⁵⁰ Aldus behoudt een investeringsmaatschappij de controle over de vennootschap, zonder in gelijke mate het kapitaal daarvan te verschaffen. Vanuit traditioneel *agency*-perspectief kan een investeerder aldus bepaalde *private benefits* verwerven, zonder daarvan de proportionele economische nadelen te ondervinden.⁵¹ Het voordeel (en tegelijkertijd nadeel) van een *dual class*-kapitaalstructuur is echter dat een grootaandeelhouder daarmee in staat is zijn individuele ondernemingsvisie op de lange termijn te implementeren, zonder belemmering van minderheidsaandeelhouders. De *control costs*, die niet alleen bestaan uit *agency costs*, maar ook uit *principal costs*, zouden daardoor worden geminimaliseerd.⁵²

De Mol van Otterloo ging ook in op de aangekondigde afschaffing van de dividendbelasting.⁵³ Die maatregel zou in zijn optiek mede kunnen worden gezien als compensatie voor de aangekondigde invoering van de bedenktijd. Het effect van (het afschaffen van) de dividendbelasting op het dividendrendement van de portefeuille als geheel zou echter gering zijn (De Mol van Otterloo gaf aan een voordeel te verwachten van 0,005%), aangezien internationale beleggers slechts een

48. Vgl. noot 6.

49. Vgl. noot 7; zie ook art. 2:158 lid 5 en 6 resp. art. 2:268 lid 5 en 6 BW inzake de werknemerscommissaris.

50. A. Pajuste, *Determinants and consequences of the unification of dual-class shares*, 2005, beschikbaar via www.ssrn.com, meldt dat 46% van de Zweedse vennootschappen per ultimo 2001 over een *dual class*-aandelenstructuur beschikte; D.J. Berger, *Dual-class stock and private ordering: A system that works*, 2017, beschikbaar via www.corpgov.law.harvard.edu, meldt zelfs 64%. Vgl. uitgebreid over *dual class*-mechanismen in een Zweedse context ook A.M. Paces, *Featuring control power* (diss. Rotterdam), Rotterdam: RILE 2007; vgl. ook R.J. Gilson, *The Nordic model in an international perspective: The role of ownership*, 2014, beschikbaar via www.ssrn.com. Zie vanuit een Nederlands perspectief W.B. Kuipers, *Het Zweedse model van nominatiecommissies: verfrissend voor de RvC’s van Nederlandse beursvennootschappen?*, *Ondernemingsrecht* 2011/28.

51. In die zin bijv. L.A. Bebchuk, R.R. Kraakman & G.G. Triantis, *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity. The mechanism and agency costs of separating control from cash-flow rights*, in: R.K. Morck (red.), *Concentrated corporate ownership*, Chicago: Chicago University Press 2000, p. 295-318; K. Geens & C. Clottens, *One share-one vote: Fairness, efficiency and (the case for) EU harmonisation revisited*, 2010, beschikbaar via www.ssrn.com.

52. Vgl. Z. Goshen & A. Hamdani, *Corporate control and idiosyncratic vision*, *Yale Law Journal* (125) 2016, p. 560-617; Z. Goshen & R. Squire, *Principal costs: A new theory for corporate law and governance*, *Columbia Law Review* (117) 2017, p. 767-829; zie in een Nederlandse context bijv. A.A. Bootsma & T.A. Keijzer, *Snap Inc. De eerste beursgang met stemrechtloze aandelen in de V.S.*, *Ondernemingsrecht* 2017/68.

53. Zie over de fiscale intenties van het nieuwe kabinet F.P.G. Pötgens, *Het regeerakkoord en het vestigingsklimaat*, *WFR* 2017/227; V-N 2017/50.3.

bepert gedeelte van hun *Assets Under Management* aan Nederlandse aandelen alloceren. Tegelijkertijd schaalde De Mol van Otterloo de contante waarde van de dividendbelasting voor de Nederlandse overheid in op EUR 40 miljard. Over deze uitruil toonde hij zich dan ook kritisch.

Ook hier veroorloof ik mij enige opmerkingen. Inderdaad is het afschaffen van de dividendbelasting wel betiteld als een ‘dure gok’⁵⁴ en zullen de voordelen daarvan vooral neerslaan bij buitenlandse investeerders. Anderzijds lijken aan de berekening van De Mol van Otterloo een aantal belangrijke assumpties ten grondslag te liggen, waar wat mij betreft het nodige op valt af te dingen. Eén van die assumpties zou kunnen zijn dat de dividendbelasting – in de huidige opzet – in de toekomst ongewijzigd in stand kan blijven. Mede gelet op Europese wetgevingsinitiatieven op belastinggebied (denk bijvoorbeeld aan de harmoniserende voorstellen voor de *Anti Tax Avoidance Directive* en de *Common Consolidated Corporate Tax Base*⁵⁵) en met name de Europeesrechtelijke complicaties van de dividendbelasting⁵⁶ kan daar ook anders over worden gedacht.⁵⁷ Dat de afschaffing van de dividendbelasting EUR 40 miljard zou kosten en dat dit verband zou houden met de invoering van de bedentijd, is een claim die dan ook niet geheel voorzien lijkt te zijn van een feitelijke basis.

6 Beschermingsconstructies: doel, middel en proportionaliteit

In vergelijking met De Mol van Otterloo betoogde Tiemstra⁵⁸ op enigszins meer genuanceerde (en daarom des te overtuigender) wijze dat de discussie over beschermingsconstructies – waar een soort permanente pendelbeweging gaande lijkt⁵⁹ – wellicht enigszins groter gemaakt wordt dan zij in werkelijkheid is. Bescherming zou minder noodzakelijk zijn dan nogal eens wordt aangenomen. Om zijn argument kracht

bij te zetten putte Tiemstra onder meer uit zijn (rijke) persoonlijke bestuurservaring.⁶⁰

Tiemstra hanteerde voor zijn betoog twee uitgangspunten. Ten eerste dienen aandeelhouders (wanneer voldoende representatief⁶¹) invloed te hebben op de *governance* (een holistisch concept⁶²) van een beursvennootschap. Een aandeelhouder kan de strategie van de vennootschap niet dicteren.⁶³ Ten tweede moeten beursvennootschappen ook rekening houden met die invloed van aandeelhouders. Een beursnotering brengt voor een vennootschap immers zowel rechten als plichten met zich.⁶⁴ De invloed van aandeelhouders dient wel met voldoende waarborgen te zijn omkleed, zowel wanneer dit de *market for corporate control* betreft als wanneer het om de *market for corporate influence* gaat.⁶⁵ De reeds beschikbare instrumenten kunnen in de optiek van Tiemstra die waarborg bieden.

Beschermingsmaatregelen dienen er volgens Tiemstra niet toe om een situatie waarin het potentieel van een onderneming niet wordt gerealiseerd te continueren, of een *change of control* te voorkomen wanneer die voldoende rekening houdt met de belangen van alle stakeholders. Bestuurders moeten ‘hun’ beursvennootschap niet afhankelijk laten zijn van externe druk;⁶⁶ het uitnodigen van (externe) analisten om hun waardering toe te lichten kan bijvoorbeeld louterend werken. Beschermingsmaatregelen leiden overigens niet noodzakelijkerwijs tot zelfgenoegzaamheid. Tiemstra verwees in dat kader naar TNT Express, dat ondanks de aanwezigheid van een Stichting Continuïteit eerst meewerkte met een overname door UPS, en toen dat, vanwege mededingingsbezwaren, was

54. Vgl. B. Baarsma & M. Badir, Met afschaffing dividendbelasting neemt Rutte III een dure gok, FD 6 november 2017.

55. Daarover bijv. M.C. Cornelisse & D.M. de Haard, Fiscale eenheid, dividendbelasting, staatssteun, ATAD en C(C)CTB; hoe nu verder?, WFR 2017/200; vgl. ook het doorwrochte voorstel voor herziening van internationale heffingsbevoegdheden van De Wilde (M.F. de Wilde, Sharing the pie; Taxing multinationals in a global market (diss. Rotterdam), Amsterdam: IBFD 2017).

56. Voor een overzicht van de uitputtende jurisprudentie van het Hof van Justitie, zie Cornelisse & De Haard 2017.

57. Om deze (en andere) reden(en) valt de waarde van het *debt tax shield* (vgl. F. Modigliani & M.H. Miller, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *The American Economic Review* (53) 1963, p. 433-443) in de praktijk lager uit dan men op grond van een zuiver mathematische exercitie zou verwachten. Zie S.C. Myers, Financing of corporations, in: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stulz (red.), *Handbook of the economics of finance*, Amsterdam: Elsevier 2003, p. 222-226.

58. Bestuurder en commissaris, o.a. bij ABN AMRO.

59. Zie over de pendelbeweging in het ondernemingsrecht De Jongh 2014; Overkleef 2017. Ik verwijs de geïnteresseerde lezer ook graag naar G. Tomasi di Lampedusa, *Il gattopardo*, Milaan: Feltrinelli 1958, die (hoofdrolspeler) Tancredi laat opmerken wanneer die besluit deel te nemen aan de *Risorgimento*: ‘Se vogliamo che tutto rimanga com’è, bisogna che tutto cambi’ (‘Als wij willen dat alles bij het oude blijft, dient alles te veranderen’).

60. Omwille van de lengte van deze bijdrage heb ik de door Tiemstra besproken overnamepogingen van HBG buiten beschouwing gelaten. Zie daarover bijv. B. Winters, E.W.A. van de Weert & C.L. de Bel, De baggeroorlog definitief beslecht, V&O 2003, afl. 3, p. 38-41.

61. Zie hierover J.S.T. Tiemstra & J. de Keijzer, Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?, *Ondernemingsrecht* 2008/54, met reactie van Abma in *Ondernemingsrecht* 2008/55 en naschrift van Tiemstra en De Keijzer in *Ondernemingsrecht* 2008/56.

62. Vgl. idem P. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* (118) 2003, p. 107-156; K.J.M. Cremers & V.B. Nair, Governance mechanisms and equity prices, *The Journal of Finance* (60) 2005, p. 2859-2894; L.A. Bebchuk, A. Cohen & A. Ferrell, What matters in corporate governance?, *The Review of Financial Studies* (22) 2009, p. 783-827.

63. Vgl. noot 37; zie ook par. 4.

64. Zie hierover J.W. Winter, De bijzondere positie van de beursvennootschap in de systematiek van het Nederlandse vennootschapsrecht, in: J.W. Winter e.a. (red.), *De beursvennootschap*, Deventer: Kluwer 2001, p. 1-18; vgl. in een meer internationale context bijv. H.G. Manne, Our two corporation systems: Law and economics, *Virginia Law Review* 1967, p. 259-284.

65. Vgl. ook het onderscheid tussen de *market for corporate control* en de *market for corporate influence*, zoals dat wordt gemaakt door B.R. Cheffins & J. Armour, The past, present, and future of shareholder activism by hedge funds, *Journal of Corporation Law* (37) 2011, p. 51-103; zie recent ook A.L. Christie, Hedge fund activism and the market for corporate quasi-control, 2017, beschikbaar via www.ssrn.com.

66. H.G. Manne, Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* (73) 1965, p. 110-120.

afgekettst vervolgens aan een overname door FedEx.⁶⁷ Evenmin leidt het ontbreken van een beschermingsconstructie automatisch tot een *walk-over*. Het bestuur en de RvC hebben immers een behoorlijke kennisvoorsprong over de stand van zaken binnen de onderneming. Tiemstra illustreerde dat met de overname van Hagemeyer door Rexel en Sonepar in 2007, waar de geboden prijs gedurende het overnameproces substantieel was opgelopen.⁶⁸

Vervolgens benoemde Tiemstra een aantal situaties waarin het inzetten van beschermingsmaatregelen nuttig zou kunnen zijn. Allereerst stipte hij – vooruitlopend op de hieronder opgenomen voordracht van Bulten – de positie van ‘vitale vennootschappen’ aan. Tiemstra uitte zich een voorstander van een enge interpretatie van deze term. Dat in de Tweede Kamer moties zijn aangenomen om de reikwijdte van eventuele aanvullende maatregelen door te trekken naar sectoren ‘die van groot belang zijn voor de economie en de werkgelegenheid’,⁶⁹ achtte hij zorgelijk en niet passend bij het open karakter van de Nederlandse economie. Beschermingsmaatregelen kunnen ten tweede nuttig zijn wanneer zonder de toepassing daarvan afnemers nadeel kunnen ondervinden, doordat bijvoorbeeld gevoelige informatie in handen van een concurrent zou kunnen vallen of toeleveringen in gevaar zouden kunnen komen. Een laatste categorie is dat gepoogd wordt misbruik te maken van een (tijdelijke) kwetsbaarheid. Ter illustratie noemde Tiemstra een beursgang, waar enige tijd benodigd is alvorens de beurskoers de waarde van de onderneming daadwerkelijk reflecteert.⁷⁰ Ook bij andere kwetsbaarheden van tijdelijke aard, onder meer in combinatie met absentisme, kan het gebruik van beschermingsmaatregelen aangewezen zijn. Tiemstra wees hier op de emissie die Hagemeyer doorvoerde in 2003. In verband met een magere opkomst van aandeelhouders en een vereiste twee derde meerderheid voor het doorvoeren van een emissie volstond 6% van het kapitaal voor het blokkeren daarvan. Wanneer het ingrijpen van een Stichting Continuïteit noodzakelijk zou zijn gebleken, had Tiemstra dat zonder meer kunnen billijken, onder meer in verband met het behoud van werkgelegenheid. Ik onderschrijf deze conclusie van Tiemstra graag. Inderdaad zou men, op grond van het voorgaande, ook kunnen betogen dat beursvennootschappen

betrekkelijk zuinig omspringen met het daadwerkelijk in stelling brengen van beschermingsmaatregelen. De gevallen KPN en Fugro⁷¹ lijken immers probleemloos in het bovenstaande schema te kunnen worden ingepast.

Dit bracht Tiemstra terug bij zijn stelling dat de discussie over beschermingsmaatregelen wellicht minder relevant is dan deze op het eerste gezicht lijkt. Hij betoogde dat op het moment bij slechts acht beursvennootschappen bescherming ontbreekt.⁷² Een aantal daarvan heeft in het verleden aangegeven niet naar bescherming te streven; bij sommige heeft DNB de mogelijkheid een verklaring van geen bezwaar te weigeren⁷³ en andere vallen (mede) onder Engels recht.⁷⁴ In de optiek van Tiemstra dienen wij ons daarom vooral te richten op het versterken van het vestigingsklimaat, zodat Nederland ook na een eventuele overname een aantrekkelijke locatie vormt voor bijvoorbeeld R&D-activiteiten. Bedrijfsvriendelijke signalen, bijvoorbeeld in het kader van beloningsvraagstukken voor *expats* (de mogelijke inperking van de 30%-regeling⁷⁵), dienen dan wel te worden ingeperkt. Institutionele beleggers zouden ook hun (bijna impulsieve) weerstand tegen beschermingsconstructies moeten heroverwegen.

7 Bescherming van (beurs)vennootschappen en de positie van de Nederlandse overheid

Als laatste ging Bulten⁷⁶ in op de rol van de overheid bij het beschermen van (beurs)vennootschappen. Haar voordracht bestond uit twee pijlers, zijnde de voorgenomen bescherming van ondernemingen die actief zijn in vitale sectoren in het kader van de nationale veiligheid (vitale vennootschappen) enerzijds en de bedenktijd van maximaal 250 dagen anderzijds. Beide onderwerpen zijn uiterst actueel en zullen vermoedelijk de komende tijd aanleiding blijven geven tot de nodige discussie. Als eerste besprak Bulten de bescherming van vitale vennootschappen. In het regeerakkoord van het kabinet-Rutte

67. Zie inzake de totstandkomingsgeschiedenis van TNT Express H. Koster, Van TNT naar TNT Express en PostNL, *Ondernemingsrecht* 2012/30 en W.W.I.C.G. Bijveld, De relationship agreement tussen een beursvennootschap en haar grootaandeelhouder, *TOP* 2015/589; uitgebreid wat betreft de overname van TNT Express, zie bijv. C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 205 en 392-393.

68. Vgl. over concurrerende biedingen van Rexel en Sonepar ook H.J. Tee-rink, Stakebuilding in het kader van openbare biedingen, *V&O* 2008, afl. 5, p. 99-102.

69. Zie voor een overzicht *Handelingen II* 2016/17, 97, item 15, p. 1-3, waarover uitgebreid De Kluiver 2017.

70. Ik merk op dat dit veronderstelt dat de koers na een beursgang in de regel een stijgende lijn zal vertonen. Op geaggregeerd niveau lijkt het rendement bij een beursgang echter de brede markt te volgen (hetgeen overigens ook logisch is).

71. Vgl. noot 30.

72. Voor een overzicht van bestaande beschermingsmaatregelen per 2014, zie A.A. Bootsma, A. Gruntest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen, Rotterdam: Erasmus Universiteit Rotterdam 2015, beschikbaar via www.mccg.nl, die tot een iets groter aantal onbeschermden vennootschappen lijken te komen, maar hun analyse breder hebben opgezet (daarin zijn ook beurs-NV's in den vreemde meegenomen).

73. Vgl. art. 3:96 Wet op het financieel toezicht.

74. Hetgeen niet alleen, zoals Tiemstra aangaf, een overname complex maakt, maar ook maakt dat de *no frustration rule*, neergelegd in *Rule 21* van de UK Takeover Code, van toepassing is.

75. Neergelegd in art. 31a Wet LB 1964. Ik merk op dat de 30%-regeling niet vrij is gebleven van Europeesrechtelijke kritiek – die kort gezegd draaide om de vraag of de eis, dat een werknemer voorafgaand aan zijn komst naar Nederland minimaal 150 kilometer uit de grens diende te wonen, inwoners van sommige EU-lidstaten benadeelde ten opzichte van andere – maar na een sauerend arrest (HvJ EU 24 februari 2015, ECLI:EU:C:2015:108, BNB 2015/133 m.nt. Meussen (Sopora)) in rustiger vaarwater lijkt beland. Vgl. over beloningsvraagstukken bijv. E.C.H.J. Lokin, Een toekomstperspectief op het aanpassen van bonussen van bestuurders, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht (Liber Timmerman), Deventer: Wolters Kluwer 2015; P. Couwenbergh, Nog even en de minister zegt wat de topman van Shell mag verdienen, *FD* 12 juni 2015.

76. Hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Radboud Universiteit.

III is opgenomen dat aangewezen vitale vennootschappen enkel met actieve goedkeuring kunnen worden overgenomen.⁷⁷ Bulten merkte echter op dat het begrip ‘nationale veiligheid’ tot op heden op verschillende manieren wordt ingevuld, zodat de betekenis daarvan niet volledig helder is.⁷⁸ In het bijzonder grondige rapport dat Bulten, De Jong, Breukink en Jettinghoff (allen verbonden aan de Radboud Universiteit) hebben opgesteld, worden daarom elf sectoren onderscheiden waarin vitale processen plaatsvinden.⁷⁹ Deze sectoren omvatten onder meer ICT en telecom, chemische en nucleaire activiteiten, maar ook diensten op het gebied van openbare orde en veiligheid. Bulten trok vervolgens een interessante parallel met de ontwikkelingen op EU-niveau. In september 2017 heeft de Europese Commissie (EC) een conceptverordening gepubliceerd over het toetsen van *Foreign Direct Investment* (FDI) in de EU.⁸⁰ Mocht de conceptverordening daadwerkelijk worden aangenomen, dan ontstaat er meer ruimte om investeringen te beoordelen (en eventueel te weigeren) op grond van de nationale veiligheid. De doelen van de conceptverordening zijn namelijk het opstellen van minimumvereisten voor toetsing van FDI richting de EU en het uitwisselen van informatie tussen EU-lidstaten.⁸¹ De conceptverordening biedt daartoe in artikel 4 een meer gedetailleerde invulling van de begrippen nationale orde en nationale veiligheid; een vennootschap met de beschikking over hoogwaardige technologie (bijvoorbeeld ASML) zou volgens Bulten in potentie als van belang voor de nationale veiligheid te gelden kunnen hebben. De Nederlandse plannen voor een actief goedkeuringsrecht vooraf kunnen daarom wat mij betreft worden gezien als onderdeel van een bredere, pan-Europese beweging.

Ten tweede analyseerde Bulten de voorgenomen invoering van de *bedenktijd*. Volgens het regeerakkoord van het kabinet-Rutte III kan de *bedenktijd* worden ingeroepen door beursvennootschappen die geconfronteerd worden met voorstellen die een fundamentele wijziging van de strategie behelzen.⁸² De *responstijd*, neergelegd in de Corporate Governance Code,

werd toegepast in de zaak Cryo Save⁸³ en recent ook, overigens voorlopig zonder dat het tot een rechtszaak is gekomen, bij Brack Capital Properties⁸⁴ (genoteerd aan de effectenbeurs van Tel Aviv en daarmee een zogenoemde beurs-NV in den vreemde⁸⁵). Bulten vergeleek beide instrumenten op uitvoerige wijze. Daaruit valt op te maken dat er een aantal overeenkomsten te bespeuren is. Hier volsta ik met het noemen van enkele van de door Bulten aangestipte verschillen. De maximale voorgestelde duur van de bedenktijd bedraagt 250 dagen, waar dat bij de responstijd 180 dagen is. Wanneer de bedenktijd wordt ingeroepen, dienen de verschillende stakeholders geraadpleegd te worden; bij de responstijd hoeft enkel overlegd te worden met de aandeelhouder in kwestie. Voorts is wat betreft de bedenktijd sprake van het afleggen van verantwoording gedurende het proces; in geval van de responstijd geschiedt dit achteraf. De bedenktijd kan niet worden ingezet in combinatie met andere beschermingsmaatregelen van bedrijven zelf, waar dat bij de responstijd wel het geval is. Bulten merkte tot slot op dat de bedenktijd, in de voorgestelde vorm, niet langer zag op mogelijke overnamesituaties. Aldus zou het voorstel echter mogelijkwijs ingaan tegen moties van de Tweede Kamer.⁸⁶ Het laatste woord over het al dan niet kunnen inroepen van de bedenktijd in overnamesituaties lijkt kortom nog niet gezegd; Bulten voorspelde daarom een (althans in ondernemingsrechtelijk opzicht) hete winter. Deze voorspelling werd bewaarheid toen enkele deelnemers aan het symposium – die met name gezocht moeten worden in de beleggershoek – aangaven dat de bedenktijd wat hen betreft niet op overnamesituaties van toepassing kan zijn. Recente ontwikkelingen lijken het gelijk van Bulten echter te bevestigen.

8 Afsluiting

Een uitleiding werd verzorgd door Couwenbergh.⁸⁷ Hij deed dit aan de hand van het boek *Capitalisme contre capitalisme* van Albert en hield aanwezig van de verschillende gremia een spiegel voor.⁸⁸ Albert onderzocht of het (Europese) *stakeholder*-model nog toekomst heeft en voorspelde dat het eendimensionale *shareholder*-model, zoals dat in met name de Verenigde Staten opgeld doet (althans in Delaware⁸⁹), sterker zal

77. Vgl. p. 34 van het regeerakkoord, beschikbaar via www.kabinetformatie2017.nl.

78. Als concretisering is wel genoemd het criterium van ‘potentiële maatschappelijke ontwrichting’, hetgeen, zo stipte Bulten terecht aan, ons weinig verder brengt.

79. Vgl. C.D.J. Bulten e.a., *Vitale vennootschappen in veilige handen: een wetenschappelijk onderzoek in opdracht van het WODC naar de wijze waarop (buitenlands) aandeelhouderschap gevolgen kan hebben voor de nationale veiligheid*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

80. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a framework for screening of Foreign Direct Investments into the European Union (SWD/2017/297 final). Bulten lichtte toe dat de conceptverordening mede tot stand is gekomen naar aanleiding van groeiende onvrede aan Duitse zijde over investeringen vanuit derde landen in kennisgevoelige ondernemingen. Frankrijk en Italië zouden zich vervolgens bij het Duitse initiatief hebben aangesloten.

81. De EC kan voorts een opinie afgeven wanneer de belangen van de EU in gevaar dreigen te komen. Deze opinie is echter niet bindend.

82. Zie noot 77.

83. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, JOR 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta, Ondernemingsrecht 2013/117 m.nt. Abma, AA 2014/3 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (Cryo Save), waarover ook K.H.M. de Roo, *De Corporate Governance Code en het drijfzand van de open norm*, AA 2015, afl. 4, p. 257-265.

84. R. Abma, *Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2017*, Ondernemingsrecht 2017/126.

85. Vgl. A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, *De beurs-NV in den vreemde*, Ondernemingsrecht 2014/15; A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Multiple corporate citizenship*, Ondernemingsrecht 2015/120.

86. Vgl. noot 69.

87. Journalist bij het FD.

88. Zie M. Albert, *Capitalisme contre capitalisme*, Parijs: Seuil 1991.

89. Met name Leo Strine, Chief Justice van de Delaware Supreme Court, is daarvan een groot voorstander. Vgl. bijv. L.E. Strine, *The dangers of denial: The need for a clear-eyed understanding of the power and accountability structure established by the Delaware General Corporation Law*, *Wake Forest Law Review* (50) 2015, p. 761-793.

blijken. Couwenbergh merkte echter hoopvol op dat er ook tegengestelde signalen zijn te bemerken. Zo betoogt Schoenmaker dat de *stakeholder*-benadering juist ruimer getrokken dient te worden.⁹⁰ Volgens Schoenmaker zou als doel van de vennootschap moeten gelden het bijdragen aan *the common good*. Winter houdt zich bezig met de vraag welke veranderingen institutionele beleggers door dienen te voeren om daadwerkelijk te handelen in de geest van de *stewardship*-gedachte.⁹¹ Als mogelijkheden noemt hij onder andere minder diversificatie en meer specifieke expertise, enigszins in lijn met het model dat *private equity*-partijen hanteren. Onder verwijzing naar paragraaf 2 kan worden gesteld dat met de observaties van Couwenbergh de cirkel rond was.

90. Vgl. D. Schoenmaker, *From risk to opportunity: A framework for sustainable finance*, Rotterdam: Rotterdam School of Management 2017.

91. Zie noot 20, vgl. ook J. Winter, *The financial crisis: Does good corporate governance matter and how to achieve it?*, 2011, beschikbaar op www.ssrn.com.