

Schriftelijke inbreng van Rients Abma, directeur Eumedion¹ voor het rondetafelgesprek over de bescherming van Nederlandse bedrijven, 1 juni 2017

Achtergrond

1. Naar aanleiding van recente pogingen tot overname van een aantal Nederlandse beursvennootschappen en het huidige 'lage renteklimaat' waardoor het goedkoper is om overnames te financieren, is de vraag opgekomen of besturen van Nederlandse vennootschappen met name in 'vijandige' omstandigheden wel voldoende in staat zijn om tot een gedegen afweging over een overname te komen. Parallel hieraan wordt er discussie gevoerd over een mogelijke rol voor de overheid bij overnames van zogenoemde vitale vennootschappen. Op beide onderwerpen wordt in deze schriftelijke inbreng van Eumedion ingegaan.
2. Een overnamepoging is voor de 'doelvennootschap' in kwestie een ingrijpende gebeurtenis. Immers: de zelfstandigheid, de continuïteit van de bedrijfsactiviteiten en de voortzetting van het beleid staan op het spel. Het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) mogen bij de besluitvorming over een overname niet over één nacht ijs gaan. Het bestuur en de RvC hebben de wettelijke taak om (juist) ook in overnamesituaties datgene te doen dat in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en) is. Dit vennootschappelijk belang waarnaar het bestuur en de RvC zich moeten richten, is dus breder dan alleen het aandeelhoudersbelang. Het bestuur en de RvC dienen te onderzoeken of de vennootschap op lange termijn meer waarde kan creëren door zich te laten overnemen of door zelfstandig te blijven. Zij dienen daartoe de plannen van de bidder te onderzoeken en die plannen af te wegen tegen een eventueel aangescherpte strategie van de vennootschap op een *stand alone* basis.

Eventuele extra wetgeving bij overnames van beursvennootschappen in zijn algemeenheid

3. Werknemers, klanten, toeleveranciers en aandeelhouders hebben er alle belang bij om relatief snel duidelijkheid te krijgen of de vennootschap zelfstandig verder gaat of wordt overgenomen. Dit principe is ook verankerd in de Europese overnamerichtlijn en de daarop gestoelde Nederlandse biedingsregels. Deze richtlijn en regels gaan uit van strakke tijdslijnen waarbinnen de bidder duidelijkheid moet geven of hij wel of niet een bod uitbrengt en of hij zijn bod al dan niet gestand doet.

¹ Eumedion is het samenwerkingsverband van 60 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers – pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders – op het terrein van corporate governance en duurzaamheid. Tezamen hebben zij meer dan 4000 miljard euro belegd vermogen onder beheer en vertegenwoordigen zij gemiddeld tussen de 25 en 30 procent van de aandelen van een Nederlandse beursvennootschappen.

4. Bij **vriendelijke overnames** zijn de onderhandelingen over een bod vaak gestart voordat het eerste persbericht hierover wordt gepubliceerd en de tijdslijnen van de biedingsregels zijn gaan lopen. Er is dan nog genoeg tijd om te onderhandelen over de voorwaarden en details van het bod.
5. Dat kan anders liggen bij **vijandige overnames**. De doelvennootschap kan zich overvallen voelen door een ongevraagd bod. Doordat de tijdslijnen van de biedingsregels zijn gaan lopen, kan deze vennootschap zich onder druk gezet voelen om overhaaste besluiten te nemen: ofwel om zich toch 'gewonnen' te geven, ofwel om de eigen strategie aan te scherpen ofwel om halsoverkop een derde partij te benaderen voor een alternatief bod. De regie over het biedingsproces – en derhalve over de toekomst van de vennootschap – ligt bij de (vijandige) bieder en niet bij de doelvennootschap. De bieder bepaalt het tempo en de biedingsvoorwaarden. Dat is onwenselijk.
6. De doelvennootschap kan tijd 'kopen' door tijdelijk een beschermingsconstructie op te trekken. Het meest gangbaar is dat een zogenoemde beschermingsstichting haar eerder toegekende optie op het nemen van beschermingspreferente aandelen uitoefent, waardoor zij in één klap ongeveer 50% van de aandelen houdt. Aangezien de beschermingsstichting de beschermingspreferente aandelen niet zal aanbieden aan de vijandige bieder, kan worden voorkomen dat een vijandig bod – in ieder geval voor een bepaalde tijd – slaagt. Uit bijlage 1 blijkt dat de grootste Nederlandse beursvennootschappen over één of meerdere beschermingsconstructies beschikt. Deze beschermingsconstructies zijn in het verleden ook effectief gebleken om vijandige overnames van ASM International (2008)², KPN (2013) en Mylan (2015) af te wenden. Uit bijlage 2 blijkt dat Nederland met de mogelijkheden tot het opwerpen van beschermingsconstructies in de wereld niet uniek is: praktisch elk land kent eigen vormen van juridische en economische beschermingsconstructies voor zijn beursvennootschappen.
7. Het is van groot belang dat een beschermingsconstructie altijd ter bescherming van het vennootschappelijke belang wordt ingezet en niet ter bescherming van de eigen positie van bestuurders en commissarissen. Juist in een overnamesituatie kunnen er bij bestuurders en commissarissen persoonlijke belangen spelen (hun posities staan immers op het spel) die niet altijd parallel hoeven te lopen met de belangen van de vennootschap. Het is daarom van groot belang dat de aandeelhoudersvergadering (AVA) periodiek de ontstane situatie bespreekt en bestuurders en commissarissen eventueel ter verantwoording kan roepen over het beleid dat is gevoerd ten tijde van het uitstaan van de beschermingsconstructie (inclusief de afweging van de opties die zijn genoemd onder punt 2 hierboven).

² Bij ASMI werd gepoogd om via een wijziging van het bestuur en van de RvC tot een wijziging van strategie en het beleid te komen.

8. Zoals uit bijlage 1 blijkt, heeft een zeer beperkt aantal Nederlandse beursvennootschappen niet de beschikking over een beschermingsconstructie of is er onzekerheid over het voortbestaan van een dergelijke constructie. Als de wetgever het van belang vindt om deze vennootschappen tegemoet te komen, heeft Eumedion voorgesteld om de wettelijke gestanddoeningsdrempel voor het slagen van een bod fors te verhogen in vergelijking met de huidige drempel van 50%+1 van de aandelen ('Optie B' in de kabinetsbrief van 20 mei 2017 over overnames van bedrijven). Nader bekeken moet worden hoe hoog precies de minimumgestanddoeningsdrempel moet zijn. Er zou bijvoorbeeld aansluiting kunnen worden gevonden bij de bestaande wettelijke grens om minderheidsaandeelhouders te kunnen uitkopen. De wettelijke minimumgestanddoeningsdrempel mag in ons voorstel door de bieder worden verlaagd als het bestuur van de doelvennootschap hiermee instemt. Met dit voorstel wordt bewerkstelligd dat de regie over de toekomst van de doelvennootschap weer in handen komt van het bestuur van de doelvennootschap. De bieder zal moeten onderhandelen met het bestuur van de doelvennootschap om tot een reëler gestanddoeningspercentage te komen teneinde het bod te kunnen effectueren. Tegelijkertijd zal er discipline bij het bestuur van de doelvennootschap moeten blijven: aandeelhouders moeten bestuurders scherp houden om niet de eigen belangen te dienen, maar de belangen van de vennootschap en hen ter verantwoording roepen om te vernemen waarom de voortzetting van de (aangescherpte) eigen strategie tot meer lange termijn waarde leidt dan een overname. Het is onwenselijk om bestuurders een jaar lang een onaantastbare positie te geven, zoals het kabinet voornemens is te gaan doen (kabinetsbrief, p. 5). Aandeelhouders een jaar lang hun meest fundamentele rechten (het vragen om het uitschrijven van een buitengewone AVA (BAVA) en het eventueel agenderen van het ontslag van één of meerdere bestuurders of commissarissen) onthouden kan bovendien een negatief effect hebben op het Nederlandse beleggingsklimaat³, waardoor de financieringslasten voor alle Nederlandse beursvennootschappen kunnen stijgen.
9. Er zijn in onze wet- en regelgeving al voldoende waarborgen om al te agressieve, op korte termijn gerichte aandeelhouders op afstand te houden. Aandeelhouders kunnen wettelijk gezien niet zelfstandig een BAVA bijeen roepen. Dat kan pas na een rechterlijke toets, dus na afweging van de belangen van de verzoekende partij en van de vennootschap in kwestie en na onderzoek of de aandeelhouders een redelijk belang hebben bij het houden van een BAVA. Een verzoek tot agendering van het ontslag van een bestuurder of commissaris kan de onderneming ook naast zich neerleggen. De verzoekende aandeelhouder moet dit dan via de rechter afdwingen. De rechter zal dan toetsen of het verzoek van de aandeelhouder voldoet aan de normen van de redelijkheid en billijkheid. Bovendien is er al een responstijd van maximaal 6 maanden opgenomen in Nederlandse corporate governance code. De mogelijkheid tot inroeping van deze responstijd door een bestuur is ook toegestaan door de rechter (Cryo-Save, 2013) en gaat op grond van de redelijkheid en billijkheid

³ Men zie de recente openbare uitspraken van onder meer het Britse pensioenfonds USS en de Amerikaanse lange termijn vermogensbeheerders Tweedy, Browne Company en Causeway Capital Management.

in sommige gevallen boven de wettelijke agenderingstermijn van 60 dagen. De Code biedt derhalve al maatwerk; wetgeving is niet nodig en onwenselijk.

10. Wij kunnen ons scharen achter Optie D van het kabinet, namelijk dat de bieder het biedingsbericht pas ter goedkeuring bij de Autoriteit Financiële Markten mag indienen nadat het bestuur van de doelvennootschap in de gelegenheid is gesteld om op de plannen van de bieder te reageren. Wij denken aan een reflectietermijn van 2 à 3 weken. Aandeelhouders en andere belanghebbenden hebben dan eerder dan nu de beschikking over de opinie van het bestuur en de RvC over het bod en kunnen dat beter meewegen bij het besluit om wel of niet in te gaan op het bod.
11. Daarnaast zouden wij Nederlandse beursvennootschappen die hun lange termijn, maatschappelijke en/of sociale waarden graag willen benadrukken, willen aanmoedigen om deze rechtstreeks op te nemen in hun statutaire doelomschrijving. Hierdoor is het voor aandeelhouders op voorhand duidelijk dat dergelijke vennootschappen een ander profiel en karakter kennen dan andere beursvennootschappen. Aandeelhouders worden op deze manier ook 'gebonden' aan die doelomschrijving. Dit maakt het voor de desbetreffende vennootschappen gemakkelijker om bijvoorbeeld in vijandige overnamesituaties maatregelen te treffen om de eigen in de statuten verankerde waarden te beschermen. Ook stelt deze uitgebreidere statutaire doelomschrijving een eventuele beschermingsstichting eerder in staat om beschermingspreferente aandelen te nemen.
12. Tot slot zouden wij de Nederlandse beursvennootschappen willen aanmoedigen om in de verslaggeving veel beter dan nu te beschrijven hoe zij op lange termijn waarde denken te creëren, wat de strategie, het verdienmodel en de onderscheidende waardegenererende middelen zijn om dit te realiseren en op welke wijze in het afgelopen boekjaar daaraan is bijgedragen. Dit zal het voor aandeelhouders gemakkelijker maken om tot het oordeel te komen dat de strategie en het verdienmodel van de vennootschap zowel op korte als op lange termijn waarde genereren.

Rol overheid bij overname van vitale vennootschappen

13. In principe ziet Eumedion geen toetsende rol voor de overheid weggelegd bij overnames. Dit is alleen anders als een bod wordt gedaan op een vennootschap die van evident vitaal belang is voor het goed functioneren van de Nederlandse samenleving. Alleen in dat geval zou de overheid de mogelijkheid moeten hebben om die overname te blokkeren of aan nadere voorwaarden te onderwerpen. Concreet vindt Eumedion dat overheidsingrijpen alleen mogelijk zou moeten zijn bij een overnamepoging van een vennootschap die i) actief is in één van de twaalf door de overheid aangewezen vitale sectoren én ii) waarbij het maatschappelijk belang van (een deel van) de ondernemingsactiviteiten voldoende duidelijk, specifiek en substantieel is. Als aan deze criteria wordt voldaan, zou een interdepartementale commissie moeten kunnen toetsen of door de overname de

nationale veiligheid of de openbare orde in het geding komt. In het uiterste geval zou de overheid de overname moeten kunnen blokkeren.

Samengevat

14. **Ten aanzien van beursvennootschappen in hun algemeenheid:** als de wetgever vindt dat beursvennootschappen beter moeten worden beschermd tegen vijandige overnames, dan pleit Eumedion voor een forse verhoging van de wettelijke gestanddoeningsdrempel (Optie B). De bieder mag die drempel alleen verlagen na goedkeuring van het bestuur van de doelvennootschap. Verder zou de doelvennootschap tijdig in de gelegenheid moeten worden gesteld om te reflecteren op de inhoud van het bod (Optie D). De Codebepaling over het inroepen van een responstijd van maximaal 180 dagen biedt voor het bestuur van de doelvennootschap maatwerk om, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, een verzoek van een aandeelhouder tot het houden van een BAVA of tot agendering van bepaalde voorstellen in beraad te houden.
15. **Ten aanzien van zogenoemde vitale vennootschappen:** Eumedion pleit voor een sectorbreed wetsvoorstel waarin de overheid de mogelijkheid krijgt om overnames van vennootschappen die van evident belang zijn voor het goed functioneren van de Nederlandse samenleving te toetsen op de gevolgen voor de nationale veiligheid en de openbare orde.

Bijlage 1: overzicht juridische en economische beschermingsconstructies Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen (situatie op 24 mei 2017)

AEX	Preferente beschermings-aandelen	Prioriteitsaandelen	Certificaten van aandelen als bescherming	Bevriende controlerend aandeelhouder
Aalberts		√		
ABN AMRO (***)			√	
Aegon (***)	√			
Ahold Delhaize (*)	√			
AkzoNobel		√		
Altice				√
ASML	√			
Boskalis	√			
DSM	√			
Gemalto				
Heineken				√
ING Groep (***)	√			
KPN	√			
NN Group (***)	√			
Philips	√			
Randstad				√
RELX (**)				
SBM Offshore	√			
Unilever (**)				
Vopak	√			
Wolters Kluwer	√			

* De calloptie van de beschermingsstichting van Ahold Delhaize loopt in december 2018 af; Ahold Delhaize is nog in overleg met haar aandeelhouders over de toekomstige vormgeving van haar beschermingsconstructie.

** Op RELX en Unilever is niet alleen het Nederlandse recht, maar ook het Britse recht van toepassing (zij zijn namelijk in Nederland én in het Verenigd Koninkrijk gevestigd). Deze vennootschappen zijn onbeschermd, vanwege de daar geldende 'no frustration rule' bij het uitbrengen van een openbaar bod (regel 21 uit de Britse *Takeover Code*).

*** Een overname van ABN AMRO, Aegon, ING Groep en NN Group vergt de goedkeuring van de prudentiële toezichthouder (de Europese Centrale Bank dan wel De Nederlandsche Bank).

AMX	Preferente beschermings-aandelen	Prioriteitsaandelen	Certificaten van aandelen als bescherming	Bevriende controlerend aandeelhouder
Arcadis	√	√		
ASM International	√			
ASR Nederland (*)	√			
BAM Groep	√			
BESI	√			
Corbion (**)				
Eurocommercial		√		
Flow Traders (*)				
Fugro	√		√	
GrandVision				√
IMCD (**)				
Intertrust (*)				
OCI				√
Philips Lighting	√			
PostNL	√			
Refresco (**)				
Sligro				√
TKH Group	√	√	√	
TomTom	√			
Vastned (**)				
Wereldhave	√			

* Een overname van ASR Nederland, Flow Traders en Intertrust vergt goedkeuring van De Nederlandsche Bank.

**Corbion, IMCD, Refresco en Vastned hebben weloverwogen hun beschermingsconstructies in de afgelopen tien jaar afgebroken dan wel bij beursgang uitdrukkelijk gekozen voor geen juridische bescherming. Corbion kent overigens nog een stevige Nederlandse aandeelhoudersbasis: NN Group en ASR Nederland houden gezamenlijk ongeveer 25% van het geplaatste kapitaal.

Bijlage 2: Juridische en economische beschermingsconstructies in andere landen

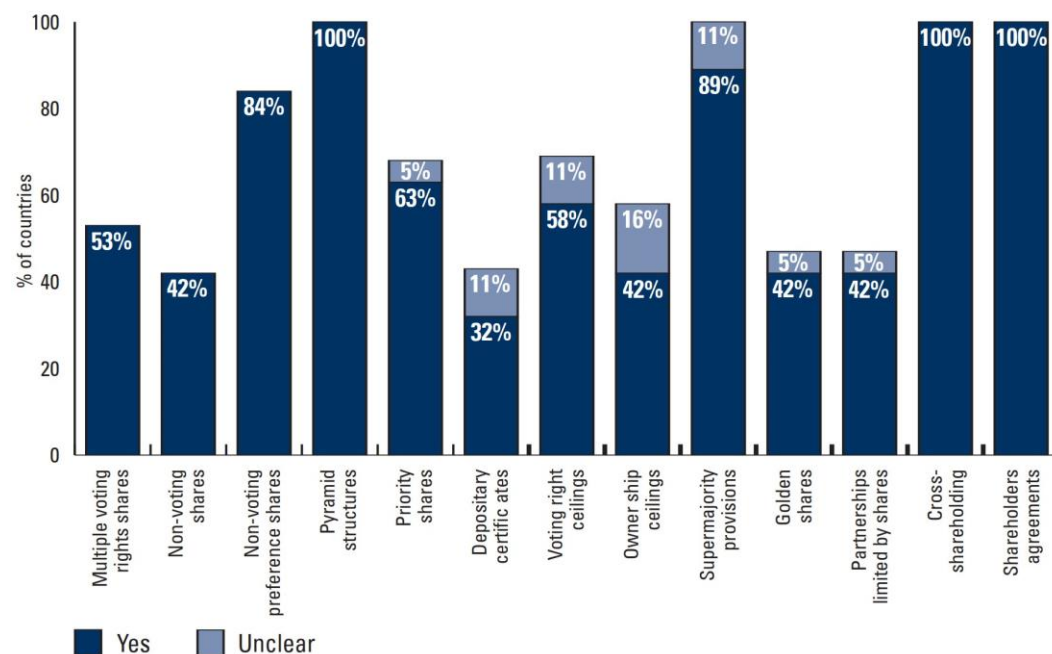
Tabel 1: Beschikbaarheid van beschermingsconstructies ('Control Enhancing Mechanisms; 'CEMs') in verschillende landen (bron: Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, p. 15)

Figure 3.3: Availability of CEMs

Country	Multi. voting right shares	Non voting shares	Non Voting pref. shares	Pyramid structure	Priority shares	Dep. certif.	Voting right ceilings	Ownership ceilings	Super-majority provisions	Golden shares	Partnerships ltd. by shares	Cross share holdings	Shareholders agreements
BE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
DE	No	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
DK	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
EE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
FI	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
FR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Unclear	Yes	Yes	Yes	Yes
GR	No	No	Yes	Yes	No	No	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes
HU	Yes	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	No	No	Yes	Yes
IE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	Yes
IT	No	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LU	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	Unclear	Unclear	Yes	Unclear	Yes	Yes	Yes
NL	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
PL	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	Yes	No	Yes	Yes
SE	Yes	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
SP	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
UK	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
AU	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	No	Unclear	Yes	Yes
JP	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Unclear	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
USA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes

Tabel 2: Gebruik van verschillende beschermingsconstructies door Europese beursvennootschappen (bron: Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, p. 15)

Figure 3.2: Availability of CEMs



Tabel 3: houderschap van aandelen van de 'nationale hoofdfondsen' per land, in percentages in genoemd jaar

	NL, 2014	D, 2014	VK, 2012	F, 2012	ITA, 2012	VS, 2015
Buitenland (hoofdzakelijk institutionele beleggers)	87	64	54	42	12	25
Binnenlandse institutionele beleggers	6	13	30	20	20	46
Niet-financiële ondernemingen	6	10	3	21	25	4
Particulieren	1	13	10	11	37	24
Overheid	0	0	3	6	6	1
Onbekend	0	0	0	0	0	0

Bron: Abma c.s. (2017), Deutsche Bundesbank, UK Office for National Statistics, Consob, Europese Commissie en Federal Reserve.

Opmerkingen bij de tabel 3:

1. Niet-financiële ondernemingen (zoals families, oprichters, strategische beleggers) zijn veelal 'bevriende' aandeelhouders van de vennootschap in kwestie en zullen hun aandelen in de regel niet aan een vijandige bieder aanbieden. Zij bieden derhalve 'economische' bescherming. Dit is vooral het geval in Frankrijk en Italië.
2. Het is niet waarschijnlijk dat particuliere beleggers hun aandelen aan vijandige, buitenlandse bidders zullen aanbieden. Met name in Italië en de Verenigde Staten houden particulieren een substantieel deel van de aandelen van de belangrijkste nationale beursvennootschappen.