

Vergaderjaar 2008–2009

**31 083**

## **Corporate governance, hedgefondsen en private equity**

**Nr. 33**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 2 september 2009

Mede naar aanleiding van een aantal overnames was de vraag gerezen of Nederland gebaat zou zijn bij het introduceren van een zogenoemde «marktmeester» zoals die thans bestaat in het Verenigd Koninkrijk, namelijk het Britse Takeover Panel. Ter beantwoording van deze vraag heb ik enige tijd geleden de betrokkenen in de markt middels een consultatiedocument openbaar geraadpleegd. Verschillende marktpartijen<sup>1</sup> hebben gemotiveerd gereageerd op het consultatiedocument.<sup>2</sup> Door middel van deze brief zal ik u informeren over de uitkomsten van de consultatie.

#### **1. De Marktmeester**

Het consultatiedocument besteedt ter onderzoek naar de vraag of Nederland gebaat zou zijn bij een marktmeester aandacht aan de volgende onderwerpen: het ontstaan van de Nederlandse biedingsregels, de redenen waarom in Nederland in 2001 afscheid is genomen van zelfregulering, het Nederlandse stakeholdersmodel versus het shareholdersmodel in het Verenigde Koninkrijk, het Britse Takeover panel versus het Nederlandse duale systeem, de rol van het enquêterecht hierbij; en de nieuwe biedingsregels. Deze zullen hieronder nader worden beschreven.

##### *a. Algemene conclusie*

Mijn voornaamste conclusie ten aanzien van de marktmeester naar aanleiding van de consultatie is dat het introduceren van een marktmeester in Nederland niet noodzakelijk is. Het thans bestaande Nederlandse systeem met de AFM en de Ondernemingskamer volstaat. De AFM heeft de bevoegdheid om toezicht te houden op de financiële markten. Indien sprake is van een geschil dat heeft geleid tot een enquêteverzoek, kan de Ondernemingskamer in elke stand van het geding een onmiddellijke voorziening treffen indien het belang van het onderzoek of de toestand van de vennootschap dat vergen.

<sup>1</sup> De AFM, Allen & Overy, Eumedion, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Loyens & Loeff, Simmons & Simmons, VEB, VNO – NCW en de VEUO.

<sup>2</sup> Het consultatiedocument en de reacties hierop zijn gepubliceerd op [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl).

Het Nederlandse biedingsproces kan, mede gezien de verschillende belangen welke hierbij afgewogen dienen te worden, langdurig en complex van aard zijn. In het bijzonder kan een situatie van een vijandig bod of een biedingenstrijd bij de betrokken stakeholders leiden tot onzekerheid. Dergelijke onzekerheid kan het bestuur en de werknemers hinderen bij hun dagelijkse werkzaamheden. Het voorkomen van onvoorspelbaarheid en onzekerheid in een overnameproces lijkt echter niet te liggen in de oprichting van een nieuw instituut, zijnde een marktmeester naar het Engels model. Daarnaast lijkt zelfregulering, zoals in het verenigde Koninkrijk, in Nederland minder voor de hand te liggen. Nederland heeft immers reeds in 2000 afscheid genomen van zelfregulering nadat uit een onderzoek was gebleken dat de SER-fusiecode als instrument van zelfregulering geen oplossing kon bieden voor biedingsprocessen. Dit gelet op de tendens dat grensoverschrijdende fusies steeds meer voorkwamen en de daarbij toegepaste methoden zich verhardden. De oplossing zou meer gezocht kunnen worden in toegespitste regels voor vijandige en of concurrerende biedingsregels.

#### *b. Zelfregulering versus wetgeving*

Uit de consultatiereacties volgt dat een meerderheid mijn opvatting deelt dat gezien het feit dat sinds 1999 in Nederland meer vijandige en internationale overnames, en actievare en meer pluriforme aandeelhouders zijn gekomen, zelfregulering voor structurering van het biedingsproces in Nederland niet passend kan worden geacht. Zoals hierboven aangegeven nam Nederland in 2000, gezien de verdere toename van internationalisering van het kapitaalverkeer (in het bijzonder de overnamemarkt), afscheid van zelfregulering en verankerde de biedingsregels in een wettelijke regeling. Het is niet aannemelijk dat het teruggrijpen van zelfregulering voor structurering van het biedingsproces thans meer passend kan worden geacht.

#### *c. Stakeholdersmodel versus Shareholdersmodel*

Beursvennootschappen zijn complexe organisaties waarbij vele belangen zijn betrokken. Het gaat met name om belangen van werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, klanten, en toeleveranciers. Het bestuur dient de belangen van al deze stakeholders zorgvuldig te wegen in haar streven naar waardecreatie op lange termijn. De overgrote meerderheid van de marktpartijen onderschrijft het uitgangspunt dat in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke model de ondernemingsleiding een brede, pluriforme afweging dient te maken van alle bij de onderneming betrokken belangen. Ook in een overnamesituatie mag het bestuur niet alleen het belang van de aandeelhouders dienen. Het inrichten van een marktmeester conform het Britse Takeover Panel die zich enkel laat leiden door de belangen van de aandeelhouders, zal ertoe kunnen leiden dat het Nederlandse stakeholdersmodel in het gedrang komt. Dit is in strijd met de huidige wetgeving en jurisprudentie, maar ook met de Nederlandse Corporate Governance Code.

De Hoge Raad heeft in zijn beschikking inzake ABN Amro<sup>1</sup> nogmaals bevestigd dat het belang van de stakeholders nog immer centraal staat: «*Het bestuur moet bij de uitoefening van zijn taken de belangen van de vennootschap en daaraan verbonden onderneming voortzetten en de belangen van alle betrokkenen waaronder de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking nemen*».

De geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code die op 10 december 2008 door de Commissie Frijns is gepresenteerd bevat twee nieuwe best practicebepalingen die specifiek betrekking hebben op over-

---

<sup>1</sup> HR 13 juli 2007, ARO 2007, 69.

names en in het bijzonder op de tijdige betrokkenheid van de raad van commissarissen bij het overnameproces. Dit is verstandig gezien de complexiteit van de afwegingen die dan moeten worden gemaakt, zeker gezien het gewicht dat bij overnames, in elk geval door aandeelhouders, wordt toegekend aan het verkrijgen van de hoogste prijs. Het is juist in overnamesituaties zeer belangrijk dat de raad van commissarissen, vanuit haar centrale rol in de vennootschap, er op toeziet dat door het bestuur ook andere belangen dan die van de aandeelhouders voldoende worden meegewogen.

#### *d. Het Britse Takeover Panel versus het Nederlandse Duale systeem*

De marktpartijen delen de opvatting dat het bestaan van het duale systeem in Nederland waarbij de AFM het biedingsproces leidt en de Ondernemingskamer zich desverzocht over de vennootschappelijke geschillen buigt het introduceren van een derde instituut, zijnde een marktmeester naar het Engels model, overbodig maakt. Een meerderheid heeft de ervaring dat de AFM en de Ondernemingskamer bij een eventuele geschil desgewenst spoedig uitspraak kunnen doen<sup>1</sup>. Dit geldt eveneens voor een hoger beroep bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven en cassatie bij de Hoge Raad.

## **2. Biedingsregels**

De introductie van een marktmeester wordt, zoals hierboven beschreven, niet de meest geëigende manier geacht om de ordelijkheid van het biedingsproces te verbeteren en daarmee de onzekerheid voor de bij het biedingsproces betrokken (markt)partijen over de uitkomst van het proces zoveel mogelijk te beperken. Een aanpassing van de voor overnamebiedingen geldende regels, die zijn neergelegd in de Wet op het financieel toezicht en het Besluit openbare biedingen kan dat wel zijn. Hierbij moet worden bedacht dat enkele maanden na de overname van ABN AMRO, naar aanleiding waarvan de maatschappelijke discussie over een ordelijker biedingsproces ontstond, de regels voor overnamebiedingen reeds zijn aangepast. Deze aanpassing was deels naar aanleiding van de implementatie van de Europese overnamerichtlijn, maar omvatte ook enkele specifieke regels voor concurrerende biedingen alsmede een meer expliciete rol van de toezichthouder (de AFM) in de vorm van een wettelijke plicht tot goedkeuring van het biedingsbericht. Daarmee zijn verschillende vraagstukken die enkele jaren geleden tijdens biedingsprocessen speelden reeds geadresseerd.

Een zekere verdere aanpassing van de biedingsregels acht ik evenwel wenselijk. Daarbij baseer ik mij mede op de reacties op het consultatiedocument en wetenschappelijke publicaties die de afgelopen periode over dit onderwerp zijn verschenen. Op enkele punten kan verbetering worden aangebracht. Ik ben voornemens om een aanpassing van de biedingsregels voor te bereiden, waarbij echter rekening moet worden gehouden met de omstandigheid dat slechts in beperkte mate praktijkervaringen zijn opgedaan met sinds oktober 2007 geldende regels. De aanpassing van de biedingsregels zal de bestaande structuur van het Nederlandse rechtstelsel ten aanzien van overnames in tact laten waarbij aan de AFM taken en bevoegdheden zijn toegekend ten aanzien van het biedingsproces en waarbij de civiele rechter – de ondernemingskamer en de Hoge raad – zijn aangewezen om desverzocht over vennootschapsrechtelijke geschillen tussen de bij de overname betrokkenen te beslissen.

De aanpassing zal zijn toegespitst op het verbeteren van de ordelijkheid van het biedingsproces teneinde het niet langer nodig zijn laten voortduren van de onzekerheid van bij overnames betrokken partijen over de uitkomsten van het overnameproces en het waar nodig verduidelijken van de

---

<sup>1</sup> De AFM consulteert regelmatig de marktpartijen haar interpretatie betreffende de biedingsregels om meer helderheid te verschaffen.

biedingsregels. Doordat biedende partijen op verschillende punten nog gelegenheid hebben om het biedingsproces te verlengen kan het biedingsproces onnodig lang duren. Een deel van de aanpassingen die ik voornemens ben te gaan doorvoeren zijn dan ook daarop gericht. Daarnaast kan de transparantie van het proces voordat een concreet bod is uitgebracht worden verhoogd en is meer duidelijkheid over de positie van partijen die gelieerd zijn aan bieders gewenst. Daarnaast zijn enkele specifieke aanpassingen ten aanzien van de verplicht-bod-regeling gewenst. Tot slot vraagt het ordelijk afronden van het overnameproces nog aandacht, namelijk de situatie waarin uitkoop of consignatie van het (kleine) resterende deel van aandeelhouders van een overgenomen partij plaats vindt.

Meer concreet zullen de aanpassingen het volgende betreffen:

**stroomlijning van het biedingsproces:**

- introductie put up or shut op regeling. Zo'n regel houdt in dat indien een partij geruime tijd te kennen heeft gegeven het voornemen te hebben om een bod uit te brengen, maar dit achterwege laat, zij verplicht kan worden binnen een bepaalde termijn te bevestigen of zij het voornemen heeft om daadwerkelijk een bod uit te brengen.
- maximumtermijn periode aankondiging en uitbrengen van het bod;
- verduidelijking regels verplichte en optionele verhoging biedprijs;

**meer transparantie voorafgaand aan en tijdens biedingsproces**

- verduidelijking regeling om voorafgaand aan de aankondiging van het bod informatie over voorgenomen bod openbaar te maken wanneer bekendheid met informatie (bijvoorbeeld via geruchten) het koersverloop zouden kunnen beïnvloeden; en
- uitbreiding plicht tot openbaarmaking transacties tot degenen die samenwerken met de bieder en tot equity swaps.

**specificering regels verplicht bod**

- regeling van enkele gevallen van samenwerking die niet als «acting in concert» kwalificeren;
- regeling voor samenloop verplicht en vrijwillig bod; en
- beperking vrijstelling vrijwillig verkregen overwegende zeggenschap tot gevallen waarin billijke prijs is betaald.

**aanpassing Wet giraal effectenverkeer (Wge) iv.m. uitkoop en consignatie**

- regeling gevolgen Wge-systeem voor gevallen waarin in dat systeem opgenomen effecten worden uitgekocht, uitgestoten of geconsigneerd. Ik verwacht in de eerste helft van 2010 een concept besluit terzake openbaar te kunnen maken.

De minister van Financiën,  
W. J. Bos