



## Nieuwe gedragsregels bij overnames

**Auteur(s):**

Rebers, E.H.

*De auteur is werkzaam bij de Stichting Toezicht Effectenverkeer. Dank gaat uit naar voormalige collega's van de Directie Financiële Markten van het ministerie van Financiën voor commentaar op een eerdere versie.*

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4290, pagina 32, 12 januari 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

corporate, governance

*De Europese Raad wil grootaandeelhouders verplichten een openbaar bod uit te brengen op alle overige uitstaande aandelen. Juridische beschermingsconstructies kunnen een dergelijk overnamebod niet blijvend frustreren.*

**Afgelopen zomer heeft de Europese Raad een richtlijn inzake overnamebiedingen vastgesteld. De richtlijn heeft tot doel de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen. Hiertoe wordt een grootaandeelhouder die een (nog nader te bepalen) percentage van de aandelen van een vennootschap verwerft, verplicht om een bod uit te brengen op alle overige uitstaande aandelen. Dit wordt het verplichte bod genoemd. De procedure voor het biedingsproces is uitgebreid geregeld. Hierbij valt te denken aan het tijdig informeren van bestuur, aandeelhouders en werknemers, het opstellen van biedingsbericht, enzovoort. Op naleving van de biedingsregels dient toezicht te worden uitgeoefend. Tot slot stelt de richtlijn dat het voor het zittende bestuur van de doelvennootschap verboden is om maatregelen te nemen of beschermingsconstructies op te werpen die het bod (blijvend) zouden kunnen frustreren.**

### *Politiek gevoelig*

Dit verbod van frustrerende maatregelen ligt voor de hand, omdat een verplicht bod niet wordt ingevoerd om het te laten mislukken. Toch is dit verbod de belangrijkste reden waarom meer dan tien jaar over de richtlijn is onderhandeld. Politici zijn over het algemeen zeer beducht om via wettelijke maatregelen het gebruik van beschermingsconstructies te verminderen. De boodschap dat een vijandige (buitenlandse) overname hierdoor mogelijk wordt, is nu eenmaal moeilijk te verkopen, zelfs als een dergelijke overname waardecreërend is. Met name belangenverenigingen van ondernemingen en zittende bestuurders, maar ook werknemersverenigingen hebben goed op deze politieke gevoeligheid in weten te spelen.

De laatste informatie is dat het Europese Parlement een amendement heeft aangenomen waarmee het gebruik van frustrerende maatregelen na een bod (beschermingsconstructies) juist weer wordt vergemakkelijkt. In een zogenoemde conciliatieprocedure moeten de Europese Raad en het Europese Parlement het nu eens worden over de uiteindelijke tekst van de richtlijn. Gelet op de lange voorgeschiedenis is de uitkomst hiervan zeer ongewis; indien men er niet uitkomt zal de richtlijn in zijn geheel niet doorgaan.

De gedachte van een openbaar bod ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders verdient ondersteuning; vrijwel alle lidstaten kennen reeds een bepaalde vorm van een openbaar bod, en ook de commissie-Peters beveelt de invoering van een openbaar bod in Nederland aan (aanbeveling 33).

### *Economische aspecten*

In dit artikel zullen de economische aspecten van de richtlijn voor het voetlicht worden gebracht. Doel hiervan is te bevorderen dat bij de beoordeling van de richtlijn niet de enge (politieke) discussie over beschermingsconstructies de boventoon voert, maar dat breder wordt gekeken naar de totale consequenties van de richtlijn voor de werking van de financiële markten in termen van aandeelhoudersstructuur, liquiditeit en overnamemarkt. Betoogd zal worden dat de doelstellingen van de richtlijn een adequate plaats in de Nederlandse wetgeving verdienen. De consequenties voor het gebruik van beschermingsconstructies moeten daarbij worden aanvaard.

### **Het verplichte bod**

De lidstaten dienen zelf het percentage van de aandelen te bepalen (de 'drempel') waarboven de grootaandeelhouder geacht wordt overwegende invloed te hebben. Bij overschrijding van deze drempel dient de grootaandeelhouder een verplicht bod uit te brengen op de overige uitstaande aandelen, en wel tegen een 'billijke prijs', die bijvoorbeeld gebaseerd is op de gemiddelde koers van een afgelopen aantal maanden. Door een dergelijk verplicht bod wordt de minderheidsaandeelhouders een reële mogelijkheid geboden hun aandelen van de hand te doen: zij kunnen immers ingaan op het bod in plaats van afhankelijk te zijn van verkoop via de effectenbeurs, waar de koersvorming in het licht van de nieuwe omstandigheid, namelijk het aantreden van de grootaandeelhouder, mogelijk negatief wordt beïnvloed.

### *Formele zeggenschap*

De vraag is nu op welk percentage de drempel van het verplichte bod moet worden gesteld en, nog veel belangrijker, of deze drempel moet gelden voor een bepaald percentage van de *stemrechten* (zeggenschap) of voor een bepaald percentage van het *aandelenkapitaal*? Dit hangt samen met de vraag waarom minderheidsaandeelhouders beschermd moeten worden. Stelt men zich op het standpunt dat minderheidsaandeelhouders alleen door *formele zeggenschap* van een grootaandeelhouder benadeeld kunnen raken, bijvoorbeeld doordat deze op een algemene vergadering van aandeelhouders allerlei besluiten kan doordrukken, dan zal de drempel moeten aanhaken bij een bepaald percentage van de stemrechten. In dat geval zal er in Nederland vanwege het grote aantal juridische beschermingsconstructies die het stemrecht van aandeelhouders beperken vaak weinig reden zijn om een verplicht bod op te leggen en zullen certificaten, die geen formeel stemrecht hebben, niet meetellen bij de berekening van het percentage.

### *Informele zeggenschap*

Echter, ook indien een grootaandeelhouder door allerlei beschermingsconstructies geen formele zeggenschap heeft zal zij door haar grote aandelenbelang toch vaak in staat zijn duidelijke invloed uit te oefenen op bestuursbesluiten en is er sprake van *informele zeggenschap*. Geen enkel bestuur of administratiekantoor kan het zich veroorloven om langdurig reële wensen van een grootaandeelhouder te negeren. Daarnaast leidt concentratie van aandelen bij een grootaandeelhouder, ook als hieraan geen zeggenschap is verbonden, tot een verminderde verhandelbaarheid van de overige aandelen op de aandelenbeurs, hetgeen een prijsdrukkend effect kan hebben doordat de liquiditeit afneemt.

Genoemde argumenten van informele zeggenschap en liquiditeit bieden mijns inziens voldoende reden om de drempel te definiëren als een bepaald percentage van het aandelenkapitaal; hierbij dienen dus certificaten betrokken te worden. In de meeste landen waar reeds een verplicht bod bestaat is het percentage ergens tussen de dertig procent en de vijftig procent vastgesteld. Bij dergelijke percentages is de liquiditeit immers duidelijk verminderd en zal een grootaandeelhouder (formeel of informeel) vaak een overwegende stem hebben op een vergadering van aandeelhouders.

### **Frustrerende maatregelen**

Nadat de grootaandeelhouder zijn verplichte bod heeft uitgebracht is het voor het zittende bestuur van de doelvennootschap verboden om maatregelen te nemen die het bod blijvend kunnen frustreren. Hoewel ook hier niet exact wordt aangegeven waarom deze regel is opgenomen, geeft de richtlijn wel als voorbeeld van een verboden maatregel het zonder voorkeursrecht uitgeven van nieuwe aandelen. Plaatsing van preferente aandelen bij een bevriende aandeelhouder nadat een bod is gedaan (beschermingsprefs) zal na implementatie van de richtlijn dus verboden zijn. Ook substantiële (des)investeringen die het karakter van de vennootschap veranderen zullen verboden zijn. Het doel van deze maatregel wordt naar mijn mening het best omschreven als het garanderen dat eenieder 'niet op een bewegend doel hoeft te schieten': duidelijk moet zijn op welke vennootschap wordt geboden en om hoeveel aandelen het gaat.

### *Minimalistische uitleg*

De richtlijn spreekt alleen van een verbod op frustrerende maatregelen nadat het bod is gedaan. Openstaande vraag is dan wat er gebeurt met de typisch Nederlandse beschermingsconstructies die reeds van kracht zijn vóórdat het bod is gedaan, zoals bijvoorbeeld certificering of prioriteitsaandelen. Merk allereerst op dat deze vraag niet aan de orde is als het verplichte bod gaat gelden bij een bepaald percentage van de stemrechten. In dat geval zal de verplichting van een bod immers pas ingaan als de beschermingsconstructies reeds doorbroken zijn, omdat er anders helemaal geen sprake is van zeggenschap en de drempel voor het verplichte bod dus ook niet overschreden kan worden. Dit kan de *minimalistische uitleg* van de richtlijn worden genoemd. Zoals aangegeven, zal bij een dergelijke implementatie het verplichte bod in Nederland vanwege de alom aanwezige beschermingsconstructies vrijwel niet voorkomen.

Indien echter wordt aangehaakt bij een bepaald percentage van het kapitaalbelang, kan een grootaandeelhouder wel degelijk worden verplicht een bod te doen terwijl er nog sprake is van aanwezige beschermingsconstructies. Het dunkt mij dat in een dergelijk geval de 'geest' van de richtlijn impliceert dat uiteindelijk de beschermende werking van deze beschermingsconstructies doorbroken moet kunnen worden. Zo niet, dan kan zich immers de situatie voordoen dat een grootaandeelhouder wordt verplicht tot het doen van een openbaar bod, om vervolgens na een geslaagd bod met een aandelenpakket te blijven zitten waaraan vanwege beschermingsconstructies nog steeds geen formele zeggenschap is verbonden. Dit zou in feite neerkomen op de invoering van een extra beschermingsconstructie, omdat een aandeelhouder dan niet meer (in een zelf te bepalen tempo) aandelen op de beurs kan kopen maar bij overschrijding van de drempel direct gedwongen wordt een bod te doen op alle overige uitstaande aandelen, hetgeen een kostbare aangelegenheid kan worden.

### *Teleologische uitleg*

Een zinvolle invoering van het verplichte bod in Nederland betekent dus niet alleen dat voor de drempel aangehaakt moet worden bij het kapitaalbelang (zoals betoogd in paragraaf 2), maar tevens dat er een duidelijke regeling moet komen voor de doorbreking van de beschermingsconstructies na een geslaagd bod. Dit kan worden bestempeld als de *teleologische uitleg* van de richtlijn. De eerder genoemde politieke context geeft aan dat dit een dappere beslissing vergt. Het daar aangehaalde amendement van het Europese Parlement lijkt de deur voor een minimalistische uitleg helaas wel verder open te zetten. Immers, als men het al niet aandurfte om het optrekken van beschermingsconstructies ná een bod te verbieden, dan is het opheffen van reeds bestaande beschermingsconstructies waarschijnlijk helemaal een stap te ver. Het is te hopen dat de Europese Raad niet akkoord gaat met een dergelijke uitleg!

### **Overnamemarkt**

Een teleologische uitleg van de richtlijn kan tot gevolg hebben dat er meer dynamiek op de overnamemarkt ontstaat. Het is ook niet uitgesloten dat zich hierdoor vijandige overnames, met andere woorden: tegen de wil van het zittend bestuur, gaan voordoen. Teneinde het vaak ideologische debat hierover te verbreden, kunnen economen een uitspraak doen over de vraag in hoeverre een meer liberale overnamemarkt in Nederland gewenst is. Welke belangen van welke belanghebbenden ('stakeholders') zijn er nu precies in het geding? Wat zijn de mogelijke waarde-effecten van een meer liberale overnamemarkt? En: zijn deze effecten en belangen onafhankelijk van hoe andere lidstaten (en derde landen) met deze vragen omgaan in het kader van een gelijk speelveld?

Overigens bepleit ik met de teleologische uitleg niet dat in het geval van overnames het lot van de vennootschap eenzijdig in de handen van de aandeelhouders moet worden gelegd. Mijn stelling dat uiteindelijk alle beschermingsconstructies doorbroken moeten kunnen worden, sluit geenszins uit dat hieraan bepaalde voorwaarden kunnen worden verbonden. Het wetsvoorstel beschermingsconstructies dat momenteel in de Tweede Kamer ligt, biedt hiervoor een aantal nuttige aanknopingspunten (zie kader).

---

## **Voorbeeld van integratie tussen de richtlijn en het wetsvoorstel beschermingsconstructies**

Het wetsvoorstel beschermingsconstructies regelt dat een aandeelhouder die gedurende een jaar zeventig procent van het aandelenkapitaal verschaft (certificaten meegerekend) de ondernemingskamer kan verzoeken om alle beschermingsconstructies te doorbreken.

Stel nu eens dat een aandeelhouder wordt verplicht een bod te doen bij bijvoorbeeld dertig procent van het kapitaalbelang. In zijn biedingsbericht kan de aandeelhouder als voorwaarde voor de gestanddoening voor het bod opnemen dat hij ook daadwerkelijk de zeggenschap verkrijgt, oftewel dat de beschermingsconstructies worden doorbroken. In de wet kan worden bepaald dat een aandeelhouder een verzoek hiertoe bij de ondernemingskamer aanhangig kan maken mits ten minste zeventig procent van de aandeelhouders de aandelen heeft aangeboden. Indien de ondernemingskamer vervolgens de bescherming doorbreekt, is de bieder verplicht zijn bod gestand te doen.

Het moge duidelijk zijn dat de periode vanaf het openbare bod tot en met de eventuele gestanddoening niet te lang kan duren, omdat dit tot onzekerheid leidt voor de toekomst van de vennootschap en de waarde van de aandelen op de effectenmarkt. De wachtermijn van een jaar uit het wetsvoorstel dient in dit voorbeeld dan ook sterk ingekort te worden. Dit kan ten opzichte van het huidige wetsvoorstel worden opgevat als een verlichting van de procedure voor de grootaandeelhouder. Daar staat tegenover dat hij een uitgebreid biedingsbericht, dat relevant is voor alle belanghebbenden, dient te publiceren en dat hij door het verplichte bod mogelijk met een groter kapitaalbelang eindigt dan de zeventig procent uit het wetsvoorstel. Dit kan oplopen tot honderd procent.

---

### *Varianten*

De procedure zoals beschreven in het kader is slechts een denkrichting, waarbinnen nog vele varianten denkbaar zijn. Welke termijnen zijn realistisch voor een eventuele wachtermijn of procedure bij de ondernemingskamer? Moet de bescherming altijd worden doorbroken als voldoende aandeelhouders hun aandelen hebben aangeboden of kunnen er aanvullende voorwaarden worden gesteld, zoals de procedure bij de ondernemingskamer? Vast staat dat bij de invulling van de procedure van het openbare bod evenwicht zal moeten worden gevonden tussen de benodigde snelheid die geëist wordt op de financiële markten en de zorgvuldige afweging van belangen die in ons land (terecht) als waardevol worden beschouwd.

### **Tot slot**

Hoewel juridische beschermingsconstructies bij een teleologische uitleg van de richtlijn mogelijk onder vuur komen te liggen, staat ondernemingen niets in de weg om zogenoemde economische bescherming op te bouwen via kruisparticipaties, bevriende grootaandeelhouders enzovoort. Een interessante vraag daarbij is of het opbouwen van dergelijke bescherming voor een relatief klein land als Nederland nu juist eenvoudiger of moeilijker is dan voor de grotere Europese landen. Economische bescherming kent ten opzichte van de juridische bescherming echter twee belangrijke voordelen. In de eerste plaats zal het bestuur van de doelwitvennootschap voldoende moeten functioneren om zijn vrienden te behouden, want de tucht van de markt werkt. Bovendien zijn er geen procedures nodig om na een succesvol bod bestaande beschermingsconstructies te doorbreken. Immers, bij een succesvol bod hebben zichtbaar voldoende aandeelhouders hun aandelen aangeboden, zodat de bescherming automatisch is doorbroken!