



## Position Paper

### Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen

#### met controlerend aandeelhouder

#### **CONCEPT: EEN UITNODIGING VOOR COMMENTAAR**

#### 1. Inleiding

De aandeelhoudersstructuur van de Nederlandse beursvennootschappen wordt de laatste jaren steeds geconcentreerder. In vergelijking met tien jaar geleden is het aantal Nederlandse beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder (gedefinieerd als een partij die meer dan 30% van de stemrechten houdt) bijna verdubbeld. In een aantal gevallen wordt de dominante positie van de controlerend aandeelhouder versterkt door (in)directe representatie van de controlerend aandeelhouder in de raad van commissarissen of in het *one-tier* bestuur. De vennootschap en de controlerend aandeelhouder hebben in een dergelijke situatie een bijzondere zorgplicht jegens de minderheidsaandeelhouders. Wat deze bijzondere zorgplicht jegens minderheidsaandeelhouders van beursvennootschappen precies inhoudt, is niet uitgekristalliseerd. Wel kunnen er aanknopingspunten worden gezocht bij de positie van de minderheidsaandeelhouder na de gestanddoening van een openbaar bod op de aandelen van een beursvennootschap door de bieder die meerderheidsaandeelhouder wordt maar (nog) geen volledige zeggenschap verkrijgt. Ook in die situatie geldt er een bijzondere zorgplicht jegens minderheidsaandeelhouders. Het is de bieder/meerderheidsaandeelhouder er veel aan gelegen om toch volledige zeggenschap te krijgen over de doelvennootschap. Het komt steeds vaker voor dat dan andere juridische instrumenten, zoals de juridische (driehoeks)fusie of de activa/passivatransactie gevolgd door ontbinding van de vennootschap, worden ingezet om van de minderheidsaandeelhouders af te komen. Door verschillende juridische procedures, heeft zich in de loop der jaren jurisprudentie ontwikkeld die enig houvast biedt aan de positie en de bescherming van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod.

Eumedion is van mening dat de bescherming van de minderheidsaandeelhouder bij vennootschappen die worden gekenmerkt door een controlerend aandeelhouder achterloopt op die van de minderheidsaandeelhouder na gestanddoening van een openbaar bod. Eumedion meent dat op zijn minst de bescherming van minderheidsaandeelhouders in *going concern*-situaties ten minste gelijk dient

te zijn aan die in een *post-bid* situatie. Eumedion meent verder dat de bijzondere zorgplicht van meerderheidsaandeelhouders jegens minderheidsaandeelhouders nadere invulling behoeft, teneinde de kenbaarheid en duidelijkheid te vergroten en om schandalen en juridische procedures achteraf te voorkomen. Eumedion doet daartoe in dit concept position paper een aantal voorstellen.

**A. Mogelijke voorstellen ter verbetering van de *checks and balances* in *going concern*-situaties**

1. Openbaarmaking van de belangrijkste elementen van de *relationship agreements* tussen vennootschap en de grootaandeelhouders en jaarlijkse rapportage over de uitvoering van dergelijke overeenkomsten.
2. De meerderheid van de leden van de raad van commissarissen of van een *one-tier* bestuur dient onafhankelijk te zijn **of** de onafhankelijke personen dienen vetorecht te hebben ten aanzien van alle zaken die de positie van minderheidsaandeelhouders kunnen schaden.
3. In het geval een vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, dan behoeft de benoeming van de onafhankelijke commissarissen en onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in een algemene vergadering ten minste de meerderheid van stemmen uitgebracht door aandeelhouders die niet gelieerd zijn aan de controlerend aandeelhouder.
4. In het geval de vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, behoeven belangrijke besluiten een meerderheid van 2/3 van de uitgebrachte stemmen in een algemene vergadering, die ten minste 50% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.
5. In het geval een vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, behoeven de art. 2:107a BW-transacties waarbij de controlerend aandeelhouder een direct of indirect een financieel belang heeft (*related party transactions*) niet alleen een 2/3 meerderheid van stemmen uitgebracht in de algemene vergadering, maar ook een meerderheid van stemmen die op het aandelenkapitaal wordt uitgebracht dat niet gelieerd is aan de controlerend aandeelhouder. Dat geldt ook voor voorstellen tot wijziging van de statuten om de controlerend aandeelhouder bijzondere of extra rechten toe te kennen.
6. Het aantal extra stemrechten voor één aandeelhouder uit hoofde van *high voting stock* bij *dual-class* aandelen of van loyaliteitsaandelen zou niet meer mogen bedragen dan 5% van alle stemrechten.

**B. Mogelijke voorstellen ter verbetering van de *checks and balances* in overnamesituaties**

1. Verbod op *stakebuilding* door de bieder na aankondiging van een bod of het verbod op het uitbrengen van een stem door de bieder in de algemene vergadering die vóór gestanddoening van het bod wordt gehouden ter goedkeuring van een juridische of grensoverschrijdende fusie of ter goedkeuring van een activa-passiva-transactie.
2. Indien een bieder de mogelijkheid heeft om zijn bod eenzijdig gestand te doen bij een percentage lager dan 95% van het geplaatste kapitaal en de bieder voornemens is andere juridische instrumenten te benutten om de achterblijvende minderheidsaandeelhouders uit te stoten, worden dergelijke voorstellen ter besluitvorming op de agenda van de algemene vergadering vóór de gestanddoening van het bod geplaatst, opdat de (oorspronkelijke) aandeelhouders de mogelijkheid hebben te stemmen over de voorgenomen uitstotingsmaatregelen.
3. Een openbaar bod wordt pas gestand gedaan wanneer ten minste 2/3 van het aandelenkapitaal is aangemeld (exclusief het eventuele belang van de bieder zelf).
4. In het geval de overname de vorm heeft van een activatransactie, dan verschaft de bieder alle materiële informatie over de rationale van deze transactie en publiceren het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap een *position statement* waarin de ondernemingsleiding aangeeft waarom de transactie in het belang is van de vennootschap, haar onderneming en ander stakeholders, de minderheidsaandeelhouders in het bijzonder.
5. De in punt 4 genoemde *position statements* van het bestuur dienen vergezeld te gaan met een *fairness opinie* van een onafhankelijke, deskundige partij en deze dienen openbaar te worden gemaakt.
6. De overeenkomsten tussen de doelvennootschap en de bieder mogen niet dusdanig prohibitief zijn (zoals een *break fee*), dat een derde partij die mogelijk geïnteresseerd is om een openbaar bod uit te brengen in de praktijk geen mogelijkheid heeft om aan tafel van de doelvennootschap te komen.

Het concept *position paper* is nog slechts een discussiestuk; Eumedion zou eerst de mening van alle belanghebbenden over de mogelijke voorstellen willen vernemen. Daarna zal Eumedion het *position paper* vaststellen. Eumedion zal vervolgens het kabinet vragen het definitieve *position paper* te betrekken bij de toezeggingen van het kabinet om i) “de wijze waarop na het uitbrengen van een openbaar bod «uitstoting» van, en verkoop door, minderheidsaandeelhouders in Nederlandse doelvennootschappen plaatsvindt en de positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin, zoals neergelegd in het Burgerlijk Wetboek” nader te bezien<sup>1</sup> en ii) de Wet bestuur en toezicht in 2016 te evalueren.<sup>2</sup>

## 2. Een geconcentreerder aandeelhoudersstructuur bij Nederlandse beursvennootschappen; een inventarisatie

De laatste jaren zien wij een toegenomen concentratie van aandelen bij AEX-vennootschappen (tabel 1).

*Tabel 1: overzicht van belang grootste aandeelhouder in Nederlandse AEX-vennootschappen (peildata: 31 augustus van het desbetreffende jaar; exclusief administratiekantoren, aan de hand van stemrechten)*

<b>Grootste aandeelhouder</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>
> 30% stemrecht	19%	32%
10 tot 30%	19%	36%
5 tot 10%	52%	32%
< 5%	10%	0%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register ‘substantiële deelnemingen en bruto shortposities’.

Uit tabel 1 blijkt dat tussen 2010 en 2015 het aantal AEX-vennootschappen dat een aandeelhouder kent met een wezenlijk aandelenbelang (gedefinieerd als een belang van tussen de 10% en 30% van de stemrechten) ongeveer is verdubbeld. Het aantal vennootschappen dat een controlerend aandeelhouder (gedefinieerd als een belang dat groter is dan 30% van de stemrechten) kent, is ook sterk gestegen. In totaal kent ruim twee-derde van de grootste Nederlandse beursvennootschappen een aandeelhouder die meer dan 10% van de stemrechten houdt; in 2010 was dat ruim een-derde.

Niet alleen bij de AEX-vennootschappen is er sprake van (meer) geconcentreerd aandelenbezit; dit is ook het geval bij de andere Nederlandse beursvennootschappen. Bij de kleinere beursvennootschappen die hun aandelen aan de Amsterdamse beurs laten verhandelen en bij de Nederlandse vennootschappen die uitsluitend hun aandelen laten verhandelen aan een buitenlandse beurs, heeft zelfs een ruime meerderheid een controlerend aandeelhouder.

<sup>1</sup> P. 16 van de nota van toelichting bij het Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (Stb. 196).

<sup>2</sup> *Handelingen I* 2010/11, nr. 28, p. 25 en *Kamerstukken II* 2011/12, 32 873, nr. 22, p. 29.

Tabel 2: overzicht van belang grootste aandeelhouder in Nederlandse vennootschappen (peildatum: 31 augustus 2015, exclusief administratiekantoren; aan de hand van stemrechten)

Grootste aandeelhouder	AEX (n=22)	AMX (n=20)	AScX (n=24)	Lokaal (n=33)	Verhandeling buiten NL (n=55)	Totaal NL beurs-nv's
> 30% stemrecht	32%	15%	8%	61%	64%	44%
10 tot 30%	36%	65%	88%	36%	29%	45%
5 tot 10%	32%	20%	4%	3%	7%	11%
< 5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register 'substantiële deelnemingen, SEC-registers en jaarverslagen.

Zoals blijkt uit tabel 2 kent in totaal 44% van de beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland een controlerend aandeelhouder. In 2005 was dit percentage 'slechts' 23<sup>3</sup>. Verder kan worden geconcludeerd dat er geen enkele Nederlandse beursvennootschap meer is die een zeer wijdverspreid aandeelhouderschap kent (hier gedefinieerd als vennootschap wier grootste aandeelhouder een belang heeft van minder dan 5% van het totaal aantal stemrechten).

Het toegenomen aantal beursvennootschappen met controlerend aandeelhouder is enigszins opmerkelijk, aangezien op 28 oktober 2007 in Nederland de verplicht bodregeling is ingevoerd: een partij die 30% van de stemrechten van een beursvennootschap verwerft, is verplicht om een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen. Deze verplichting geldt echter niet voor een partij die op het moment van beursgang al een belang van meer dan 30% houdt. In de afgelopen jaren zijn er vrij veel beursintroductions geweest, waarbij de verkopende aandeelhouder(s) initieel slechts een minderheidsbelang afstootte(n). Of deze controlerend aandeelhouders op den duur hun controle zullen opgeven, valt nog maar te bezien. Daarnaast hebben zich de afgelopen tijd een aantal – van oorsprong – buitenlandse vennootschappen in Nederland gevestigd. Deze vennootschappen kennen relatief vaak een controlerend aandeelhouder.

In de meeste gevallen reflecteert het belang van de controlerend aandeelhouder ook het door deze aandeelhouder ingebrachte kapitaal. De laatste tijd komt het echter steeds vaker voor dat de zeggenschap 'kunstmatig' wordt opgehoogd door de uitgifte van 'bijzonder stemrecht aandelen' (loyaliteitsstemrecht; bij CNH Industrial NV, Fiat Chrysler Automobiles NV en Cnova NV) of door de uitgifte van verschillende soorten aandelen met laag en hoog stemrecht (Yandex NV en Altice NV). Bij beide varianten zijn het vooral de oprichters die profiteren van deze 'kunstgrepen' (zie tabel 3).

<sup>3</sup> C. van der Elst, A. de Jong, T. Raaijmakers, 'Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen'; *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 2007.

Tabel 3: overzicht van Nederlandse vennootschappen waarbij het stemrecht uit de pas loopt bij de kapitaalbreng (afwijkend stemrecht/kapitaalbreng financieringspreferente aandelen niet meegerekend)

Vennootschap	Kapitaalbelang oprichter	Stemmenbelang oprichter
Yandex NV: uitgifte van aandelen A (1 stem) en aandelen B (10 stemmen)	10,84% (Arkady Volozh)	39,81%
CNH Industrial NV (bijzonder stemrecht)	29,7% (Agnelli-familie)	44%
Fiat Chrysler Automobiles NV (bijzonder stemrecht)	31,3% (Agnelli-familie)	46,7%
Cnova NV (bijzonder stemrecht)	94,0% (Jean-Charles Naouri)	96,9%
Altice NV: uitgifte van aandelen A (1 stem) en aandelen B (25 stemmen)	60,6% (Patrick Drahi)	Potentieel 92%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register 'substantiële deelnemingen en bruto shortposities', jaarverslagen van de betreffende vennootschappen, SEC-filings, prospectussen en fusiedocumenten.

De toegenomen concentratie van aandeelhouderschap heeft niet alleen consequenties voor de besluitvorming in de algemene vergadering, maar in de praktijk ook voor de samenstelling van de raad van commissarissen of van het *one-tier* bestuur. Steeds meer grootaandeelhouders eisen een plek op in de raad van commissarissen of in het *one-tier* bestuur. Inmiddels heeft ongeveer een-derde van de Nederlandse beursvennootschappen die hun aandelen aan de Amsterdamse beurs laten verhandelen direct dan wel indirect één of meer representanten van de grootaandeelhouders in de raad van commissarissen of in het *one-tier* bestuur opgenomen. Veelal worden de rechten en plichten van de grootaandeelhouder en de vennootschap opgenomen in een zogenoemd *relationship agreement*. Op zich hoeft dat vanuit de positie van minderheidsaandeelhouders niet problematisch te zijn: van de representanten kan een positieve prikkel uitgaan op de kwaliteit en de professionaliteit van het interne toezicht. Het wordt potentieel problematisch wanneer deze representanten de meerderheid van de raad van commissarissen of van het *one-tier* bestuur vormen of wanneer deze representanten extra stemrechten of vetorechten in de commissarissen- of bestuursvergaderingen zijn toegekend. Bij acht vennootschappen die hun aandelen laten verhandelen aan de Amsterdamse beurs (Altice NV, IMCD NV, Refresco-Gerber NV, Flow Traders NV, Amsterdam Commodities NV, Kiadis Pharma NV, Mota-Engil Africa NV en AND International Publishers NV) is er geen sprake van een meerderheid van onafhankelijke personen in de raad van commissarissen of in het *one-tier* bestuur. Daarnaast hebben vier vennootschappen in hun statuten opgenomen dat de aandeelhouder-representant vetorecht heeft bij elk besluit of een specifiek aantal besluiten van de raad van commissarissen of *one-tier* bestuur (GrandVision NV respectievelijk Heineken NV en Heineken Holding NV) of altijd evenveel stemmen kan uitbrengen als het totaal aantal stemmen van de andere bestuursleden in het *one-tier* bestuur (Altice NV). De vraag kan gesteld worden of de *checks and balances* op deze wijze wel goed functioneren binnen de algemene vergadering én binnen de bestuurs- of commissarissenvergaderingen.

### 3. Huidige waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders

Alhoewel controlerende aandeelhouders in veel gevallen sterke lange termijn partners van minderheidsaandeelhouders kunnen zijn, bestaat er ook het risico dat de belangen van de controlerende aandeelhouder in sommige gevallen strijdig zijn met die van de minderheidsaandeelhouders. Dit vraagt om extra aandacht voor de positie en de bescherming van minderheidsaandeelhouders. De huidige wet- en regelgeving (boek 2 BW en Nederlandse corporate governance code) en de jurisprudentie bieden minderheidsaandeelhouders al een bepaald niveau van bescherming tegen controlerend aandeelhouders. De belangrijkste 'beschermingsmaatregelen' zijn:

- De verplichting tot behoorlijke taakuitoefening door bestuurders (art. 2:9 BW).
- Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders en de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en zij wegen daartoe de in aanmerking komende belangen van de bij de vennootschap betrokkenen af (art. 2:129 lid 5 BW, art. 2:140 lid 2 BW en de principes II.1 en III.1 van de Nederlandse corporate governance code).
- Bestuurders en commissarissen mogen niet deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming indien zij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang hebben dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:129 lid 6 BW en art. 2:140 lid 5 BW).
- De gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid voor alle bij de vennootschap betrokkenen (art. 2:8 BW). Algemeen wordt aangenomen dat strijd met de redelijkheid en billijkheid onder meer misbruik maken van meerderheidsmacht en misbruik van bevoegdheid behelst.
- Een vennootschap die een meerderheidsaandeelhouder kent heeft een bijzondere zorgplicht jegens de minderheidsaandeelhouders (jurisprudentie; HR 1 maart 2002, NJ 2002/296 (Zwagerman), HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (KLM) en HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (Cancun)).
- Een vennootschap moet de aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen (art.2:92 lid 2 BW). Aandeelhouders mogen derhalve niet al te onevenredig of willekeurig worden behandeld.
- Het recht van aandeelhouders op inlichtingen tijdens de algemene vergadering (voor zover een zwaarwegend belang zich daartegen niet verzet) (art. 2:107 BW).
- Het recht voor aandeelhouders die een bepaald kapitaalbelang vertegenwoordigen om bij de Ondernemingskamer een verzoek in te dienen tot het instellen van een enquête en om onmiddellijke voorzieningen te treffen (art. 2:345 BW).

- De verplichting voor een partij die 30% van de stemrechten in een beursvennootschap verwerft om een openbaar bod uit te brengen op de aandelen van de betreffende vennootschap tegen een billijke prijs (art. 5:70 Wft).
- Er mag maximaal één afhankelijk persoon in de raad van commissarissen te zitten; de rest dient onafhankelijk te zijn in de zin van de criteria uit de Nederlandse corporate governance code (best practice bepaling III.2.1 jo. III.2.2 van de Nederlandse corporate governance code).
- In het geval van een *one-tier* bestuur dient de meerderheid van het bestuur uit onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders te bestaan (best practice bepaling III.8.4 van de Nederlandse corporate governance code). De bestuurder die leiding geeft aan de (commissie van) uitvoerende bestuurders mag niet tevens de voorzitter van het gehele bestuur zijn (art. 2:129a lid 1 BW).
- Aandeelhouders dienen zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid te gedragen (principe IV.4.4 van de Nederlandse corporate governance code). Algemeen wordt hierbij aangenomen dat hoe groter het belang dat de aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid wordt ook jegens de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008).

Wij zien echter dat met name de codebepalingen over de samenstelling en de onafhankelijkheid van de leden van de raad van commissarissen en van het *one-tier* bestuur vrij gemakkelijk terzijde worden geschoven door vennootschappen met controlerend aandeelhouders. Bij de codebepalingen geldt de 'pas-toe-of-leg-uit-regel': van de codebepalingen mogen beursvennootschappen afwijken als daarvoor een verklaring wordt gegeven.

De wettelijke en codebepalingen staan er niet aan in de weg dat het voor grootaandeelhouders die ook vertegenwoordigd zijn in het bestuur of de raad van commissarissen mogelijk is om te regelen dat:

- de betreffende persoon meer dan één stem mag uitbrengen (art. 2:129 lid 2 BW en art. 2:140 lid 4 BW). Het aantal stemmen is wettelijk gemaximeerd op het aantal stemmen dat de andere bestuurders of commissarissen gezamenlijk kunnen uitbrengen.
- verschillende soorten aandelen met verschillend stemrecht kunnen worden uitgegeven dan wel om loyaliteitsaandelen en –stemrecht toe te kennen aan de betreffende grootaandeelhouder (art. 2:118 BW).

De combinatie van deze twee mogelijkheden schaadt het functioneren van de *checks and balances* binnen het bestuur/raad van commissarissen en binnen de algemene vergadering. Het is zeer de vraag of voldaan kan worden aan het belangrijke principe uit de Nederlandse corporate governance code dat de

algemene vergadering een zodanig invloed kan uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* in de vennootschap (principe IV.1). Het is bovendien de vraag of een dergelijke combinatie past bij de bijzondere zorgplicht die een vennootschap/meerderheidsaandeelhouder heeft jegens minderheidsaandeelhouders.

Soms wordt aangevoerd dat bij volledige transparantie over de governancestructuur een aandeelhouder zelf bewust kan beslissen om aandelen van de betreffende vennootschap te kopen of te verkopen. Dat moge zo zijn, maar de mogelijkheid om een dergelijke governancestructuur op grond van een rechtssysteem op te tuigen, kan repercussies hebben voor het vertrouwen van beleggers in een bepaalde jurisdictie. Wanneer beleggers gaan twifelen aan de mate van bescherming in een dergelijke jurisdictie, heeft dat uiteindelijk gevolgen voor alle beursvennootschappen die in die jurisdictie zijn gezeteld. Daarbij komt dat gemiddeld ruim 80% van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door buitenlandse beleggers. Het is van groot belang dat met name ook buitenlandse beleggers vertrouwen houden in het Nederlandse systeem van corporate governance en *checks and balances* en er zonder al te ingewikkelde studies naar te doen op kunnen vertrouwen dat het in Nederland goed is geregeld.

Eumedion is daarom van mening dat de *checks and balances* vooral binnen geconcentreerde beursvennootschappen wettelijk moeten worden versterkt. Wij doen in paragraaf 5 daartoe een aantal mogelijke voorstellen.

#### **4. Overnamesituaties**

Voor minderheidsaandeelhouders doet zich een specifieke zorg voor bij overnamesituaties. Voor eenieder is het van groot belang om ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap te verwerven. Wanneer die drempel is gehaald, kan de beursnotering worden beëindigd<sup>4</sup> en kunnen de achterblijvende aandeelhouders worden uitgekocht (art. 2:92a BW) of uitgestoten (art. 2:359c BW). De doelvennootschap is dan niet meer verplicht om afzonderlijke algemene vergaderingen te houden, hoeft geen enkelvoudige jaarrekening meer op te maken en de doelvennootschap kan met deieder in een fiscale eenheid voor de vennootschapsbelasting worden opgenomen. Om de druk op aandeelhouders op te voeren om de aandelen aan te bieden, komt het steeds vaker voor dat niet pas bij een aanmeldpercentage van 95 een openbaar bod gestand wordt gedaan (zie bijlage 1). Veelal wordt de mogelijkheid opgehouden om al bij een aanmelding van 80%, 2/3 of zelfs een gewone meerderheid van het aandelenkapitaal het bod gestand te doen en om vervolgens via een juridische (driehoeks)fusie

---

<sup>4</sup> Euronext mededeling 2004-041 van 8 april 2004 'Beleid inzake beëindiging van de notering'.



respectievelijk activa/passivatransactie het belang van de resterende aandeelhouders tot minder dan 5% van het geplaatste kapitaal te reduceren respectievelijk de doelvennootschap te liquideren onder uitkering van het overschot. De kans van slagen hierop is groot. De algemene vergadering die moet beslissen over de juridische fusie of de activa/passivatransactie wordt namelijk na de gestanddoening van het bod gedomineerd door de bieder die dan meerderheidsaandeelhouder is geworden.

In de afgelopen jaren hebben de Ondernemingskamer en de Hoge Raad gesanctioneerd dat een bieder via andere instrumenten dan de uitkoopregeling (zoals een fusie, splitsing, verkoop van activa en liquidatie) de volledige zeggenschap over een doelvennootschap kan verwerven, onder de voorwaarde dat het gebruik van deze instrumenten niet strijdig is met de algemene norm van de redelijkheid en billijkheid. Op grond van de jurisprudentie wordt algemeen aangenomen dat de bieder binnen de grenzen van de redelijkheids- en billijkheidsnorm blijft wanneer hij:

- a. in het biedingsbericht transparant maakt welke stappen hij kan ondernemen en welke juridische instrumenten hij kan gebruiken om het volledige eigendom over de doelvennootschap te verkrijgen;
- b. in de raad van commissarissen van de doelvennootschap minimaal twee van de bieder onafhankelijke commissarissen benoemt of behoudt die in de herstructurerings- en integratiefase speciaal moeten toezien op de bescherming van de belangen van de (zittende) minderheidsaandeelhouders en dat deze onafhankelijke commissarissen vanuit dat oogpunt vetorecht hebben inzake een aantal "niet-financiële convenanten", zoals de uitgifte van nieuwe aandelen, de verkoop van activa, de ontbinding van de vennootschap, een juridische fusie en afwijkingen van de Nederlandse corporate governance code.
- c. in het geval van een fusie de ruilverhouding niet zo vaststelt dat de minderheidsaandeelhouders geen aandelen in de verkrijgende vennootschap verkrijgen maar een bedrag in geld.

Ten aanzien van de fusie en de activa/passiva-transactie als herstructureringsinstrumenten wordt er tegenwoordig in de praktijk zoveel mogelijk voor gekozen om de 'originele' aandeelhouders de bevoegdheid te geven zich uit te spreken over het gebruik van dergelijke instrumenten. Tevens wordt een activa/passiva-transactie veelal ondersteund door een of meerdere *fairness opinions* van deskundige en onafhankelijke partijen (veelal zakenbanken). In het geval van een (juridische of grensoverschrijdende) fusie is wettelijk voorgeschreven (art. 2:328 BW) dat een accountant moet verklaren dat de voorgestelde ruilverhouding naar zijn oordeel redelijk is.

Een variant op het openbaar bod op de aandelen is een direct bod op de activa van de vennootschap, zoals recentelijk is gebeurd bij de overname van Roto Smeets Group.<sup>5</sup> In het geval van Roto Smeets

---

<sup>5</sup> En eerder (2009) ook de overname van Super de Boer door Jumbo. Ook vennootschappen als Equant, New Skies Satellites, EVC International, SBS en Qurius werden op deze manier van de beurs gehaald.

Group verzochten zes grootaandeelhouders, vertegenwoordigende bijna 87% van het geplaatst kapitaal, een door henzelf voorgenomen bod op alle activa van de dochtervennootschap op de agenda te plaatsen. Het bestuur van Roto Smeets Group gaf gehoor aan dit verzoek – ondanks de statutaire bepaling dat een dergelijk voorstel alleen na goedkeuring van het bestuur en de raad van commissarissen aan de algemene vergadering kan worden voorgelegd – en beval aandeelhouders aan om voor te stemmen. Nog afgezien van de vraag of deze grootaandeelhouders niet dusdanig samenwerkten dat zij verplicht zouden zijn geweest om een openbaar bod op de aandelen Roto Smeets Group uit te brengen, gelden er geen bijzondere regels voor overnames in de vorm van een activatransactie.

## **5. Synthese en voorstellen ter verbetering van de *checks and balances***

Uit de paragrafen 2 en 3 is naar voren gekomen dat er de afgelopen jaren steeds meer beursvennootschappen zijn die worden gedomineerd door een controlerend aandeelhouder. De *checks and balances* behoeven daarbij versterking. Uit paragraaf 4 is naar voren gekomen dat er de laatste jaren jurisprudentie is ontwikkeld die de positie van de minderheidsaandeelhouders in overnamesituaties al enigszins heeft verbeterd. Er is in ieder geval geen reden om de bescherming die minderheidsaandeelhouders na een overnamebod genieten ook niet van toepassing te laten zijn op minderheidsaandeelhouders die zonder een overnamebod in een vrijwel identieke situatie zitten. Hieronder worden de mogelijkheden geïnventariseerd om de *checks and balances* bij de Nederlandse beursvennootschappen te versterken.

### *Mogelijkheden om de checks and balances te versterken*

#### *Transparantie*

1. Vennootschappen moeten de belangrijkste elementen van *relationship agreements* tussen de vennootschap en grootaandeelhouders openbaren, waarbij ook wordt ingegaan op de waarborgen die zijn getroffen ter bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders. Vennootschappen zouden jaarlijks in het bestuursverslag moeten rapporteren over de uitvoering van dergelijke overeenkomsten.

#### *Voldoende onafhankelijke commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders*

2. De meerderheid van de leden van de raad van commissarissen en van een *one-tier* bestuur dient onafhankelijk te zijn (**optie 1**) dan wel dat de minderheid van onafhankelijke personen vetorecht heeft ten aanzien van alle zaken die de positie van minderheidsaandeelhouders kunnen schaden, waaronder zaken als de goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten ex art. 2:107a BW en de

uitgifte van aandelen zonder voorkeursrecht, het dividendbeleid, een voorstel tot wijziging van de statuten en afwijkingen van de Nederlandse corporate governance code (**optie 2**).<sup>6</sup>

3. In het geval een vennootschap een controlerend aandeelhouder<sup>7</sup> kent, dan behoeft de benoeming van de onafhankelijke commissarissen en *niet-uitvoerende* bestuurders niet alleen een meerderheid van stemmen uitgebracht in de algemene vergadering, maar ook een meerderheid van stemmen die op het aandelenkapitaal wordt uitgebracht dat niet is gelieerd aan de controlerend aandeelhouder.<sup>8</sup> De betreffende commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders dienen in het verslag van de raad van commissarissen respectievelijk bestuursverslag ook te rapporteren over de uitvoering van het toezicht op de nakoming van hun verantwoordelijkheden jegens alle stakeholders, inclusief de minderheidsaandeelhouders.

#### *Verzwaarde stem- en quorumvereisten*

4. De grenzen voor besluiten die de vennootschap fundamenteel doen veranderen of die de positie van de aandeelhouder doet aantasten, zouden ten minste gelijk moeten worden getrokken. Dit betekent dat voor de 2:107a BW-besluiten, besluiten tot juridische fusie, ontbinding, statutenwijziging en het ontnemen van het voorkeursrecht ten minste een twee-derde meerderheid van stemmen benodigd is in het geval minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd is. In het geval de vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, dient de 2/3 stemmeerderheid ten minste 50% van het geplaatste kapitaal te representeren (**alternatief is punt 5 hieronder**).
5. In het geval een vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, behoeven de art. 2:107a BW-transacties waarbij de controlerend aandeelhouder een direct of indirect financieel belang heeft (ook wel significante *related party transactions* genoemd) niet alleen een minimale 2/3 meerderheid van stemmen uitgebracht in de algemene vergadering, maar ook een meerderheid van stemmen die op het aandelenkapitaal wordt uitgebracht dat niet gelieerd is aan de controlerend aandeelhouder. Dat geldt ook voor voorstellen tot wijziging van de statuten om de controlerend aandeelhouder bijzondere of extra rechten toe te kennen.

---

<sup>6</sup> **Ter overweging:** de Evaluatiecommissie Nationalisatie SNS Reaal kwam in 2014 tot de conclusie dat de 'overheidscommissarissen' bij SNS Reaal, die ook vetorecht hadden t.a.v. bepaalde besluiten (grote overnames, bezoldigingsbeleid, emissie en inkoop van aandelen) ineffectief waren om een specifiek belang (in dit geval het overheidsbelang) te behartigen. Volgens de Evaluatiecommissie zitten dergelijke commissarissen in een "onmogelijke positie". Commissarissen moeten zich bij de vervulling van hun toezichhoudende taken immers richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen en niet (uitsluitend) naar een deelbelang, zoals de overheid. Er wordt in de praktijk toch altijd gestreefd naar consensus.

<sup>7</sup> Gedefinieerd als een ieder die alleen of tezamen met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering kan uitoefenen.

<sup>8</sup> Vergelijkbaar met de situatie in het Verenigd Koninkrijk; zie bijlage 2.

### *Beperking bijzonder stemrechaandelen*

6. Het aantal extra stemrechten voor één aandeelhouder uit hoofde van *high voting stock* bij *dual-class* aandelen of van loyaliteitsaandelen zou niet meer mogen bedragen dan 5% van alle stemrechten. Dit voorkomt een te grote machtsconcentratie van de grootaandeelhouder en de opdroging van de liquiditeit in de betreffende aandelen.<sup>9</sup>

### *Mogelijke specifieke voorstellen t.a.v. overnames (openbaar bod, activatransactie, juridische fusie, grensoverschrijdende fusie)*

#### *Onafhankelijke besluitvorming*

1. Verbod voor de bieder om na aankondiging van een openbaar of ondershands bod een belang in de doelvennootschap op te bouwen (*stakebuilding*) (**optie 1**)<sup>10</sup> dan wel dat de bieder zich in de algemene vergadering ex art. 18 Besluit openbare biedingen<sup>11</sup>, ex art. 2:107a BW of ex art. 2:330 BW (juridische fusie en grensoverschrijdende fusie) onthoudt van stemmen (**optie 2**).
2. Indien een bieder de mogelijkheid heeft om zijn bod eenzijdig gestand te doen bij een percentage lager dan 95% van het geplaatst kapitaal en de bieder voornemens is andere juridische instrumenten te benutten om de achterblijvende minderheidsaandeelhouders uit te stoten, worden dergelijke voorstellen ter besluitvorming op de agenda van de algemene vergadering ex art. 18 Besluit openbare biedingen geplaatst, opdat de (oorspronkelijke) aandeelhouders de mogelijkheid hebben te stemmen over de voorgenomen uitstotingsmaatregelen.

#### *Verhoging minimumgestanddoeningsdrempel*

3. Een openbaar bod mag pas gestand worden gedaan wanneer ten minste 2/3 van het aandelenkapitaal is aangemeld (exclusief het eventuele belang van de bieder zelf).

---

<sup>9</sup> Zie ook J.M. de Jongh, *Privatisering, bescherming en algemeen belang; De voorgenomen beursgang van ABN AMRO, WPNR* (2015), 7048, p. 118-124 en B. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobles NV', *Ondernemingsrecht* 2015/5, p. 32-43

<sup>10</sup> **Ter overweging:** bij de overname van Tele Atlas door TomTom in 2008 werd afgesproken dat de bieder zou afzien van *stakebuilding*. Concurrent Garmin, niet gebonden aan een dergelijke restrictie, kon wel *stakebuilding*-transacties aangaan en bouwde zo een belang van ruim 5% op in Tele Atlas. Ten tijde van het aankondigen van een verhoogd bod kreeg TomTom ook de mogelijkheid om een belang op te bouwen. Direct volgend op de aankondiging van het verhoogde bod bouwde TomTom via beursaankopen een belang van ruim 28% op in Tele Atlas.

<sup>11</sup> Hoewel dit ooit bedoeld was als 'informatieve' algemene vergadering waarin het openbaar bod met de aandeelhouders wordt besproken, worden tijdens deze vergadering tegenwoordig vaak ook conceptbesluiten – zoals herstructureringsmaatregelen en de decharge van de aftredende bestuurders en commissarissen – geagendeerd.

### *Informatieverstrekking*

4. In het geval de overname de vorm heeft van een activatransactie, dan verschaft de bieder alle materiële informatie over de rationale van deze transactie en publiceren het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap een *position statement* waarin de ondernemingsleiding aangeeft waarom de transactie in het belang is van de vennootschap, haar onderneming en ander *stakeholders*, de minderheidsaandeelhouders in het bijzonder.
5. De in punt 4 genoemde *position statements* van het bestuur dienen vergezeld te gaan met een *fairness* opinie van een onafhankelijke, deskundige partij en deze dienen openbaar te worden gemaakt.

### *Reële mogelijkheid op concurrerend bod*

6. De overeenkomsten tussen de doelvennootschap en de bieder mogen niet dusdanig prohibitief zijn (zoals een *break fee*), dat een derde partij die mogelijk geïnteresseerd is om een openbaar bod uit te brengen in de praktijk geen mogelijkheid heeft om aan tafel van de doelvennootschap te komen.

Eumedion is van mening dat bovenstaande voorstellen de aandacht van de wetgever verdienen. Eumedion meent dat de Nederlandse corporate governance code een te 'licht' instrument is voor vennootschappen die een controlerend aandeelhouder kennen die ook gelieerd is aan het bestuur en/of raad van commissarissen. De effectiviteit van de 'pas toe of leg uit'-regel is afhankelijk van de mate waarin aandeelhouders het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording roepen over de toepassing van de codebepalingen en over de deugdelijkheid van de motivering van eventuele afwijkingen. De algemene vergadering kan de rol als ultieme 'waakhond' van de code niet waarmaken wanneer de vergadering wordt gedomineerd door een controlerend aandeelhouder die ook gelieerd is aan het bestuur en/of raad van commissarissen.

## Bijlage 1: overzicht recente openbare biedingen

Doelvennootschap	Bieder	Minimumgestanddoeningspercentage (zonder goedkeuring doelvennootschap)
Eriks (2009)	SHV	66,67%
Océ (2010)	Canon	50%+1
Smit (2010)	Boskalis	75%
Crucell (2010)	Johnson & Johnson	80%
Draka (2011)	Prysmian	66,67%
Gamma (2011)	Gilde	Geen minimum
TNT Express (2012)	UPS	50%+1 (bod is later ingetrokken)
HITT (2012)	SAAB	75%
LBi (2012)	Publicis	75%
Octoplus (2012)	Dr. Reddy	Geen minimum
Mediq (2012)	Advent	66,67%
Wavin (2012)	Mexichem	66,67%
DE Master Blenders (2013)	JAB	80%
UNIT4 (2013)	Advent	75%
Ziggo (2014)	Liberty	65%
HES (2014)	Hestya	75%
Corio (2014)	Klepierre	80% (als grensoverschrijdende fusie is goedgekeurd door AVA)
Nutreco (2014)	SHV	66,67%
Exact (2014)	Apax	85% (als activa-verkoop is goedgekeurd door AVA)
Crown Van Gelder (2015)	Andlinger	80%
Grontmij (2015)	Sweco	80% (als grensoverschrijdende fusie is goedgekeurd door AVA)
TNT Express (2015)	FedEx	80%
Ten Cate (2015)	Gilde c.s.	66,67%
Ballast Nedam (2015)	Renaissance Construction	50%+1

## Bijlage 2: regelingen in aantal andere landen

### ***Bescherming minderheidsaandeelhouders bij beursvennootschappen met controlerend aandeelhouder***

In het Verenigd Koninkrijk traden op 16 mei 2014 nieuwe noteringsregels in werking voor een vennootschap met een notering aan de Londense effectenbeurs die een controlerend aandeelhouder kent.<sup>12</sup> Vanaf die datum moet de benoeming van de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders worden goedgekeurd door zowel de 'gewone' algemene vergadering als door de groep van 'onafhankelijke' aandeelhouders (dus zonder de invloed van de controlerend aandeelhouder). Bij de definitie van 'controle' wordt aangesloten bij de Britse 'verplicht boddrempel', namelijk het houden van een aandelenbelang van ten minste 30% in een beursvennootschap. In een dergelijk geval zal de vennootschap ook verplicht zijn om met de controlerend aandeelhouder een overeenkomst op te stellen die onder andere bepaalt dat de controlerend aandeelhouder geen invloed mag uitoefenen op de gang van zaken van de vennootschap en dat alle transacties tussen de onderneming en de controlerend aandeelhouder onder in de branche gebruikelijke condities worden overeengekomen. De onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders hebben daarbij vetorecht. De overeenkomst moet publiek worden gemaakt. Verder behoeft een besluit tot eventuele beëindiging van de beursnotering de goedkeuring van driekwart van de in een algemene vergadering uitgebrachte stemmen, alsmede van de meerderheid van stemmen van de 'onafhankelijke' aandeelhouders.<sup>13</sup>

In Delaware, waar de meeste (grote) Amerikaanse beursvennootschappen zetelen, wordt aangenomen dat wanneer een vennootschap een controlerend aandeelhouder kent en de vennootschap voornemens is een transactie met deze aandeelhouder aan te gaan, het risico op claims door minderheidsaandeelhouders wordt verkleind, wanneer de betreffende transactie is onderhandeld en goedgekeurd door een speciale commissie van onafhankelijke bestuurders en een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders hiermee heeft ingestemd.<sup>14</sup>

Voor een wereldwijd overzicht naar de bescherming van minderheidsaandeelhouders bij beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder zij verwezen naar het uitgebreide rapport van de International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers*, juni 2009.

---

<sup>12</sup> Financial Conduct Authority, 'Enhancing the effectiveness of the Listing Regime', april 2014.

<sup>13</sup> Voor overnamesituaties bevatten de noteringsregels een afwijkende regeling. Indien eenieder 80% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap heeft verworven, hoeft niet te worden voldaan aan het vereiste van de meerderheid van de stemmen van de 'onafhankelijke' aandeelhouders. Onlangs is een consultatiedocument gepubliceerd waarin wordt voorgesteld om deze uitzondering te laten vervallen.

<sup>14</sup> L.E. Strine jr., 'The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face', *Delaware Journal of Corporate Law*, 2005/ 3, p. 673-696.

### ***Uitgifte van verschillende soorten aandelen met verschillend stemrecht ('dual-class aandelen')***

De uitgifte van dergelijke aandelen is wettelijk verboden in: Frankrijk, Duitsland, Italië, Spanje, China en Zuid-Korea. Wel is het in Frankrijk en Italië mogelijk om loyaliteitsaandelen toe te kennen voor langetermijnaandeelhouders. Ook Singapore kent een wettelijk verbod, waarbij voor krantenbedrijven een uitzondering geldt.<sup>15</sup> De Zweedse wet staat de uitgifte van *dual-class* aandelen toe, waarbij wel geldt dat de aandelen met hoog stemrecht maximaal 10 maal zoveel stemrecht mogen hebben dan andere aandelen. 122 van de 262 Zweedse beursvennootschappen hebben *dual-class* aandelen uitgegeven. Het fenomeen komt steeds minder vaak voor bij beursintroductions. Ook het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Canada en Australië kennen geen wettelijk verbod.

In sommige landen is de uitgifte van *dual-class* aandelen gereguleerd via de noteringsregels. De Japanse effectenbeurs (Tokio Stock Exchange) verbiedt de uitgifte van *dual-class* aandelen. De Australische beursregels bepalen dat een vennootschap slechts één klasse aandelen mag hebben, tenzij de Australische effectenbeurs de voorwaarden van een additionele klasse goedkeurt.

De belangrijkste Amerikaanse beurzen (NYSE, NASDAQ) staan de introductie van *dual-class* aandelen toe, maar alleen bij beursgang. Na beursgang mag dit niet meer.

In de NYSE Listed Company Manual (Rule 313(A)) staat:

*Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Exchange Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of time phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer.*

NASDAQ Stock Market Rule 5640 bepaalt:

*Under the voting rights rules, a Company cannot create a new class of security that votes at a higher rate than an existing class of securities or take any other action that has the effect of restricting or reducing the voting rights of an existing class of securities.*

Ook in het Verenigd Koninkrijk is de uitgifte van *dual-class* aandelen via de noteringsregels gereguleerd. De noteringsregels van de UK Listing Authority (UKLA; onderdeel van de Financial Conduct Authority) schrijven voor *premium listed shares* voor:

---

<sup>15</sup> In Singapore wordt momenteel wel een discussie gevoerd over het opheffen van het wettelijk verbod.



*Principle 4: Where a listed company has more than one class of equity shares admitted to premium listing, the aggregate voting rights of the shares in each class should be broadly proportionate to the relative interests of those classes in the equity of the listed company.*

De UKLA kijkt naar verschillende criteria om te beoordelen of het stemrecht “broadly proportionate” is met de kapitaalbreng:

*(a) the extent to which the rights of the classes differ other than their voting rights, for example with regard to dividend rights or entitlement to any surplus capital on winding up;*

*(b) the extent of dispersion and relative liquidity of the classes; and/or*

*(c) the commercial rationale for the difference in the rights.*

De noteringsregels van de effectenbeurs van Hong Kong bepalen dat alleen in “uitzonderlijke omstandigheden” de beurs de aldaar genoteerde vennootschappen kan toestaan om af te wijken van het principe dat het stemrecht op een aandeel in lijn moet zijn met de kapitaalbreng. Geen enkele aan de beurs van Hong Kong genoteerde vennootschap maakt gebruik van deze mogelijkheid. Naar aanleiding van een in 2014 gehouden consultatie over een versoepeling van het regime, concludeerde de beurs van Hong Kong in juni 2015: “We are considering proposing that, generally, “one share, one vote” should prevail but that WVR structures should be allowed *for certain companies in certain circumstances and with certain safeguards*”. De beurstoezichthouder heeft zich kritisch uitgelaten over de plannen van de Hongkongse beurs. De beurs heeft, mede in dat licht, recentelijk besloten de plannen voor een versoepeling van de noteringsregels niet door te zetten.