



FEEDBACK STATEMENT

Consultatie Eumedion concept position paper

‘Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met controlerend aandeelhouder’

1. Inleiding

Op 15 oktober 2015 publiceerde Eumedion het concept position paper ‘Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder’. Eumedion nodigde belanghebbenden uit om commentaar te geven op het concept position paper. Dit kon tot en met 12 februari 2016. Verschillende partijen maakten hiervan gebruik door schriftelijk of mondeling commentaar te geven. Daarnaast ging een aantal sprekers tijdens het Eumedion-symposium van 18 november 2015 over het vestigings- en beleggingsklimaat van Nederland in op het concept position paper. Datzelfde gold voor het ‘Van der Heijden Congres’ over het thema ‘Nederland als Delaware van Europa’, dat op 20 en 21 november 2015 plaatsvond. In oktober 2015 zijn over het concept position paper Kamervragen gesteld, die op 20 november 2015 door de Minister van Veiligheid en Justitie zijn beantwoord. Eumedion organiseerde op 12 februari 2016 nog een afsluitende rondetafelbijeenkomst waar afgevaardigden van beleggers, de beurs, de grote advocatenkantoren, de wetgevende macht, de rechterlijke macht en de wetenschap discussieerden over de conceptvoorstellen van Eumedion.

De belangrijkste opmerkingen die tijdens deze bijeenkomsten zijn gemaakt, alsmede die zijn gemaakt in de 32 schriftelijke en mondelinge commentaren, zijn in dit feedback document samengevat. Bovendien zijn de conclusies van Eumedion met betrekking tot de commentaren weergegeven. Deze conclusies zijn verwerkt in de definitieve versie van het position paper.

2. Proces

Eumedion kreeg van verschillende kanten lof voor het proces om eerst belanghebbenden te laten reageren op een concept, voordat het position paper door het Eumedion-bestuur definitief wordt vastgesteld. De Minister van Veiligheid en Justitie vond het bijvoorbeeld “prijzenswaardig” dat Eumedion

actief inspringt op recente ontwikkelingen en eerst een discussie met belanghebbenden over haar voorstellen wilde voeren.

Naar aanleiding van de positieve ervaringen zal Eumedion in de toekomst vaker eerst een concept position publiceren, voordat zij haar positie definitief vaststelt. Wel zij benadrukt dat een Eumedion position paper altijd een reflectie is van de opvattingen van Eumedion-deelnemers; zijnde institutionele beleggers.

3. Ontwikkelingen in de periode tussen publicatie van concept position paper en vaststelling conclusies consultatie

Ten minste twee ontwikkelingen zijn relevant bij het trekken van conclusies uit de consultatieperiode:

1. De Minister van Veiligheid en Justitie heeft in de antwoorden d.d. 20 november 2015 op Kamervragen over het concept position paper aangegeven “terughoudend te zijn om nieuwe procedurevoorschriften” ten aanzien van de bescherming van minderheidsaandeelhouders te introduceren. Hij schrijft in de antwoorden verder dat het position paper een goede aanleiding vormt om een vervolg te geven aan de eerder gedane toezegging van de Minister om een aantal aspecten rond een openbaar bod “nader te bezien”.
2. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code refereert in haar in februari 2016 gepubliceerde voorstellen tot wijziging van de Nederlandse corporate governance code ook aan het concept position paper en grijpt dit – tezamen met een aantal andere ontwikkelingen – aan om te concluderen dat het nog “te vroeg” is om bij de herzieningsvoorstellen “ingrijpende inhoudelijke wijzigingen” aan te brengen in de huidige Code ten aanzien van de verhouding van de vennootschap met de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Pas als de huidige discussies en ontwikkelingen (meer) zijn uitgekristalliseerd, kunnen naar de mening van de Commissie, concrete voorstellen voor principes en best practice bepalingen worden uitgewerkt.

4. Reacties op en voorgestelde conclusies ten aanzien van de voorstellen om de *checks and balances* bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder te versterken

4.1 Transparantie

Eumedion stelde als eerste voor om van beursvennootschappen te verlangen dat zij de belangrijkste elementen uit de *relationship agreements* tussen de vennootschap en grootaandeelhouders te openbaren.

Dit voorstel wordt door alle respondenten ondersteund. Het zou goed zijn als alle vennootschappen die een controlerend aandeelhouder kennen een *relationship agreement* opstellen. In de *relationship agreement* worden de rechten, plichten en verwachtingen over en weer zijn opgenomen, zoals eventuele representatie in de RvC of *one-tier* bestuur, dat transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder tegen op de markt gebruikelijke condities worden afgesloten en waarborgen tegen handel met voorwetenschap. Het is al gebruik dat alle belangrijke elementen uit de *relationship agreement* openbaar worden gemaakt. Sommige beursvennootschappen, zoals ABN AMRO, ASR Nederland en Philips Lighting, maken zelfs de gehele overeenkomst openbaar. Wij achten dit *best practice*.

Conclusie

Voorgesteld wordt om dit voorstel te handhaven. Idealiter zou dit voorstel zich lenen voor een *best practice* bepaling in de Code. Tot die tijd zal Eumedion dit als 'eigen' *best practice* propageren.

4.2 Voldoende onafhankelijke commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders

Eumedion deed in het concept position paper het voorstel dat ook een raad van commissarissen (RvC) van een vennootschap met controlerend aandeelhouder voor ten minste de meerderheid uit onafhankelijke personen bestaat dan wel dat als de controlerend aandeelhouder dat niet wenselijk acht, de minderheid van onafhankelijke commissarissen vetorecht heeft ten aanzien van alle zaken die de positie van minderheidsaandeelhouders kunnen schaden. Eumedion vond verder dat de desbetreffende onafhankelijke personen zouden moeten worden benoemd door zowel de plenaire aandeelhoudersvergadering (AVA) als door de AVA die alleen uit onafhankelijke, niet aan de controlerend aandeelhouder verbonden, aandeelhouders bestaat.

Veel respondenten zagen deze voorstellen niet zitten. Zij voerden onder meer aan dat alle commissarissen de wettelijke plicht hebben zich bij de vervulling van hun taken te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; een commissaris mag derhalve niet uitsluitend het belang van de controlerend aandeelhouder of van de minderheidsaandeelhouder dienen. Eén respondent stelde dat een commissaris geen 'Chef Minderheidszaken' is; een commissaris moet niet als "joker" worden ingezet om een corporate governance dilemma op te lossen. Voorts wees een aantal respondenten erop dat een commissaris met een vetorecht een moeilijke positie heeft, omdat een dergelijke constructie de collegialiteit van de besluitvorming ondermijnt. Er wordt binnen een RvC altijd gestreefd naar consensus. Een vetorecht voor een commissaris werd door sommigen aangeduid als "een gedrocht". Tot slot werd gewezen op de bepaling in de Nederlandse corporate governance code waarin staat dat slechts één afhankelijke commissaris plaats mag nemen in een RvC. De onafhankelijkheid van de meerderheid van de commissarissen is derhalve al gewaarborgd. Verder zouden er in de wetgeving

en in de jurisprudentie al voldoende waarborgen ter bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders zijn opgenomen.

Conclusie

Eumedion heeft het commentaar ter harte genomen en is overtuigd geraakt door deze argumentatie. Eumedion zal daarom in de definitieve versie van het position paper niet voorstellen om in 'normale omstandigheden'¹ commissarissen met specifieke vetorechten te benoemen die letten op de belangen van minderheidsaandeelhouders. Dat betekent uiteraard ook dat vennootschappen die nu al vetorechten aan de afgevaardigden van controlerend aandeelhouders hebben toegekend, deze zouden moeten laten vallen. Eumedion zal met deze vier vennootschappen een dialoog opstarten en hen verzoeken om de bestaande vetorechten te evalueren. Eumedion heeft verder kanttekeningen gemaakt bij het voorstel van de Monitoring Commissie om juist te stimuleren dat meer (afgevaardigden van) grootaandeelhouders zitting nemen in de RvC. Eumedion vraagt zich namelijk af of de *checks and balances* binnen de RvC door dat voorstel nog wel goed functioneren.

4.3 Verzwaarde stem- en quorumvereisten

Eumedion stelde in het concept position paper voor om de drempels voor besluiten van de AVA die de vennootschap fundamenteel doen veranderen of de positie van de aandeelhouder doen aantasten, ten minste gelijk te trekken. Voor de zogenoemde 2:107a BW-besluiten, besluiten tot juridische fusie, ontbinding, statutenwijziging en het ontnemen van een voorkeursrecht zou ten minste een twee-derde stemmeerderheid benodigd zijn 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, zou de 2/3 stemmeerderheid ten minste 50% van het geplaatste kapitaal moeten representeren.

Vooraf juristen reageerden op het voorstel in de eerste zin. Zij vonden over het algemeen dat de wet niet zou moeten voorschrijven welke stem- en quorumvereisten er zouden moeten gelden. "*One size fits all* past niet in ons vennootschapsrecht", aldus één respondent. Het meeste commentaar werd geleverd op de laatste zin van dit voorstel. Commentatoren stelden dat een voorstel, dat is goedgekeurd door het bestuur en de raad van commissarissen – die beiden het belang van de vennootschap moeten dienen – kan worden 'gegijzeld' door relatief een gering aantal aandeelhouders dat het korte termijnbelang voorop stelt boven het lange termijn belang van de vennootschap.

Conclusie

¹ Zie paragraaf 5.2 voor bepaalde situaties na gestanddoening van een openbaar bod.

Eumedion houdt vast aan het gelijk trekken van de AVA-drempels ten aanzien van de besluitvorming inzake de zogenoemde 2:107a BW-besluiten met de AVA-drempels die gelden ten aanzien van besluiten tot een juridische fusie. Er zijn geen overtuigende argumenten ingebracht om ten aanzien van deze belangrijke besluiten verschillende drempels te hanteren. Bovendien stimuleert een gelijktrekking van de drempels dat het bestuur van een beursvennootschap zijn best zal doen om de participatiegraad van aandeelhouders aan de besluitvorming op de AVA zo hoog mogelijk te laten zijn. Eumedion zou graag zien dat dit onderwerp geregeld wordt in boek 2 BW.

Eumedion is wel gevoelig voor het argument dat bij een verdere optrekking van de drempels, ook wanneer de participatiegraad van aandeelhouders aan de AVA-besluitvorming hoog is, de vennootschap gevoelig wordt voor 'event-driven' hedgefondsen die in een korte periode een groot belang opbouwen met het oog op blokkering van de transactie als niet aan hun eisen wordt voldaan. Eumedion ziet daarom af van opname van dit voorstel in de definitieve versie van het position paper.

4.4 Waarborgen voor zuivere besluitvorming inzake transacties met gelieerde partijen

Eumedion stelde verder voor dat in het geval een vennootschap een controlerend aandeelhouder kent, de art. 2:107a BW-transacties waarbij de controlerend aandeelhouder een direct of indirect financieel belang heeft niet alleen een 2/3 meerderheid van de ter vergadering uitgebrachte stemmen behoeven, maar ook een meerderheid van stemmen die op het aandelenkapitaal wordt uitgebracht dat niet is gelieerd aan de controlerend aandeelhouder. Dat zou ook moeten gelden voor voorstellen tot wijziging van de statuten om de controlerend aandeelhouder bijzondere of extra rechten toe te kennen.

Ook bij dit voorstel wees een aantal commentatoren erop dat de art. 2:107a BW-transacties alleen door het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, kunnen worden geïnitieerd. Het voorstel is dan al in het belang van de vennootschap. Mocht een bestuurder of commissaris bij de transactie of bij het conceptbesluit een tegenstrijdig belang hebben, dan is deze op grond van de wet² uitgesloten van de discussie en besluitvorming over een dergelijke transactie. Bovendien bevatten statuten van beursvennootschappen in de meeste gevallen de bepaling dat de statuten alleen op voorstel van het bestuur en de RvC kunnen worden gewijzigd. Andere commentatoren verwezen daarentegen naar het voorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten. Hierin is de bepaling opgenomen dat majeure transacties met verbonden partijen aan de AVA ter goedkeuring moeten worden voorgelegd. Indien bij de transactie met een verbonden partij een aandeelhouder is betrokken, wordt deze van de stemming uitgesloten.

² Art. 2:129 lid 6, BW en art. 2:140, lid 5, BW.

Conclusie

Eumedion is niet geheel overtuigd door de commentaren. Het bestuur en/of de RvC kan toch de druk van de controlerend aandeelhouder voelen – bijvoorbeeld via de mogelijkheid van het ontslag op initiatief van de controlerend aandeelhouder – om een transactie met deze controlerend aandeelhouder aan te gaan of om de controlerend aandeelhouder extra voordelen toe te kennen, ook al heeft de controlerend aandeelhouder geen directe invloed op de besluitvorming binnen het bestuur en de RvC. Eumedion wil nog een stap verder gaan dan haar eerder voorstel. Indien de vennootschap een art. 2:107a BW-transactie wil aangaan met de controlerend aandeelhouder dan wel de vennootschap een voorstel tot statutenwijziging wil doen dat erin voorziet om de controlerend aandeelhouder bijzondere of extra rechten toe te kennen (bijvoorbeeld de toekenning van extra stemrechten of een vetorecht), dan zou de controlerend aandeelhouder hierover niet mogen meestemmen in de AVA. Een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders zou in dat geval akkoord moeten gaan met het voorstel. Een stemming uitsluitend door onafhankelijke aandeelhouders³ is in Nederland ook niet vreemd: een controlerend aandeelhouder mag niet meedoen aan de stemming in een AVA waarin wordt besloten hem vrij te stellen van de biedplicht.⁴ Daarnaast mogen bestuurders en andere medewerkers van banken niet meestemmen in een AVA waarin wordt besloten om deze personen een hogere bonus toe te kennen dan 100% van het vaste salaris.⁵ Bovendien wordt de mogelijkheid om geconflicteerde aandeelhouders uit te sluiten van de stemming expliciet aan lidstaten geboden in het compromisvoorstel van de Europese Raad betreffende het voorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten (ontwerpartikel 9c, lid 2).

4.5 Beperking bijzonder stemrechaandelen

Eumedion stelde in het concept position paper ook voor om het aantal extra stemrechten voor één aandeelhouder uit hoofde van high voting stock bij dual-class aandelen of van loyaliteitsaandelen te beperken tot maximaal 5% van alle stemrechten.

Dit voorstel leverde veel gemengde reacties op. Veel adviseurs van beursvennootschappen willen de huidige situatie van veel flexibiliteit ongewijzigd handhaven, terwijl veel beleggers een totaalverbod op dit soort aandelen willen dan wel dat vennootschappen die dual-class aandelen of loyaliteitsaandelen uitgeven niet mogen worden opgenomen in een 'leading' index van een aandelenmarkt. Een aantal respondenten bracht alternatieve suggesties naar voren, zoals het tijdelijk toestaan van dual-class

³ Aandeelhouders die niet gelieerd zijn aan de controlerend aandeelhouder en/of daarmee niet in onderling overleg handelen.

⁴ Art. 2 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft.

⁵ Art. 1:121, lid 4, Wft jo. art. 94, eerste lid, onderdeel g, onder ii, CRD IV.

aandelen of loyaliteitsaandelen, dus met een horizonbepaling van bijvoorbeeld vijf jaar of dat de introductie van dergelijke aandelen een expliciet stempunt op de AVA moet zijn en niet verpakt in een allesomvattend fusievoorstel dat aan de AVA wordt voorgelegd. Eventueel kan dan de aandeelhouder die profijt heeft van de betreffende loyaliteitsaandelen of hoogstemrechaandelen worden uitgesloten van stemrecht bij een dergelijk besluit.

Conclusie

Eumedion stelt voor om dit voorstel te schrappen en haar bestaande beleid inzake beschermingsconstructies te handhaven, namelijk het toestaan van maximaal één beschermingsconstructie voor een beursvennootschap, die een tijdelijke werking heeft. Permanente vormen van bescherming, zoals de toekenning van extra stemrechten en/of aandelen voor oprichters/grotaandeelhouders of de introductie van aandelen met hoog en laag stemrecht passen hier niet bij. In het onverhoopte geval dat een beursvennootschap toch een constructie met permanente werking wil introduceren, stelt Eumedion voor dat de vennootschap een dergelijk voorstel altijd separaat in stemming brengt, dus los van de overige statutenwijzigingen die bijvoorbeeld het gevolg zijn van een juridische of grensoverschrijdende fusie of juridische splitsing.⁶ Wordt bij beursintroductie (IPO) een beschermingsconstructie die permanente werking heeft in de statuten opgenomen, dan zou het gebruik jaarlijks door de RvC moeten worden geëvalueerd en van de uitkomsten verslag moeten doen in het RvC-verslag. Verder zouden de statuten een horizonbepaling moeten bevatten, die erin voorziet dat de desbetreffende beschermingsconstructie na een bepaalde, afzienbare termijn (na drie tot vijf jaar) automatisch vervalt.

5. Reacties op en voorgestelde conclusies ten aanzien van de specifieke voorstellen inzake overnames

5.1 Onafhankelijke besluitvorming

Eumedion verkende onder meer de mogelijkheid om het een bidder te verbieden na aankondiging van een openbaar of ondershands bod een belang in de doelvennootschap op te bouwen (*stakebuilding*) dan wel dat de bidder zich in de algemene vergadering ex art. 18 Besluit openbare biedingen, ex art. 2:107a BW of ex art. 2:330 BW onthoudt van stemmen.

De reacties op dit voorstel waren gemengd. Een enkeling toonde zich voorstander van een verbod op *stakebuilding* vanaf het moment dat de koper zelf heeft besloten om een vennootschap over te nemen.

⁶ Zie in dezelfde zin de interpretatie van de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC d.d. 27 oktober 2015 inzake Exchange Act Rule 14a-4(a)(3) (<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchange-act-rule-14a-4a3.htm>).

Een andere respondent was alleen voorstander van een verbod op *stakebuilding* als het minimumgestanddoeningspercentage lager is gesteld dan 80%. Anderen toonden zich niet enthousiast over een verbod op *stakebuilding*. Ook het uitsluiten van de bieder van stemrecht (als deze reeds aandeelhouder is geworden) in de desbetreffende AVA kon op weinig steun rekenen. Sommigen vonden dit principieel onjuist en in strijd met het 'one share, one vote'-principe, anderen stelden dat dit een open uitnodiging oplevert aan 'event-driven' hedgefondsen om minderheidsbelangen op te bouwen en vervolgens te dreigen de transactie te zullen blokkeren indien niet aan hun wensen wordt voldaan.

Sommigen stelden als alternatief voor om een speciale commissie te benoemen in het geval de vennootschap onderwerp is van een transactie waarbij de controlerend aandeelhouder of een meerderheid van bestuurders is betrokken. De leden van een dergelijke commissie zouden niet geconfronteerd mogen zijn. Anderen wilden waarborgen voor de onafhankelijkheid van commissarissen en bestuurders zonder belangenverstrengeling.

Conclusie

Eumedion heeft kennis genomen van het voorstel van de Monitoring Commissie om een speciale commissie in te stellen bij een (voorgenomen) overnamebod op aandelen en bij een openbaar bod op een belangrijk bedrijfsonderdeel of een belangrijke deelneming (ontwerpbeplanning 2.7.4). Deze speciale commissie moet bestaan uit bestuurders en commissarissen. Indien één of meer afhankelijke commissarissen zitting hebben in de RvC of in de speciale commissie, dan moet de RvC-voorzitter een zorgvuldige afweging maken van de betrokkenheid van deze afhankelijke commissarissen bij het besluitvormingsproces over het bod (ontwerpbeplanning 2.7.5). Eumedion stelt voor om dit voorstel van de Monitoring Commissie te steunen, onder de voorwaarde dat – naast de bestuurders – uitsluitend onafhankelijke commissarissen zitting mogen nemen in de speciale overname- of transactiecommissie. Daarnaast vindt Eumedion dat een bestuurder of commissaris die besluit om in juridische zin onderdeel te worden van het biedingsconsortium zich onverwijld uit de overname- of transactiecommissie moet terugtrekken en dat zou ook moeten gelden indien er speciale regelingen voor bestuurders en commissarissen worden afgesproken die samenhangen met het welslagen van de overname.⁷ Dit standpunt is opgenomen in het Eumedion-commentaar op de voorstellen van de Monitoring Commissie.

Voorts zou Eumedion als best practice zien dat wanneer de bieder bij de doelvennootschap uitgebreid due diligence onderzoek heeft gedaan, hij afziet van het opkopen van aandelen in de doelvennootschap. Het ligt in de rede dat na een uitgebreid due diligence onderzoek de bieder over meer – en in ieder geval concurrentiegevoelige – informatie over de doelvennootschap beschikt dan een 'gewone' aandeelhouder.

⁷ Dit geldt dus niet voor het 'doorrollen' van de gebruikelijke aandelen(optie)regelingen naar de 'nieuwe' vennootschap.

Als hij op dat moment alvast aandelen in de doelvennootschap ter beurse opkoopt, ligt de schijn van handel met voorwetenschap voor de hand. Bovendien creëert de doelvennootschap dan een situatie van informatie-asymmetrie tussen aandeelhouders die ongewenst is. Eumedion zou daarom willen zien dat zich een Nederlandse *market practice* ontwikkelt dat de doelvennootschap de (potentiële) bieder slechts due diligence laat verrichten onder de voorwaarde dat hij daarna geen aandelen van de doelvennootschap ter beurse opkoopt.

5.2 Waarborgen voor het treffen van herstructureringsmaatregelen

Eumedion deed verder het voorstel dat in het geval een bieder de mogelijkheid heeft 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, dergelijke voorstellen al ter besluitvorming moeten worden voorgelegd aan de AVA ex art. 18 Besluit openbare biedingen, opdat de oorspronkelijke aandeelhouders de mogelijkheid hebben te stemmen over de voorgenomen uitstotingsmaatregelen.

Respondenten stelden dat dergelijk voorstel geen doel zou treffen. In het geval er weinig weerstand tegen een bod zou zijn, dan zou een dergelijk voorstel met een ruime stemmeerderheid worden aangenomen. Als er juist veel weerstand is, dan zou een dergelijk voorstel het niet halen. Met name verschillende aandeelhouders stelden voor dat er meer waarborgen moeten komen om aandeelhouders te beschermen die niet willen aanmelden. Er zou grote terughoudendheid moeten worden betracht bij het inzetten van “dwangmiddelen” als een activa-passivatransactie. Zij zouden de huidige praktijk bestendigd willen zien dat één of meerdere onafhankelijke commissarissen vetorecht hebben bij de besluitvorming van de RvC om herstructureringsmaatregelen ter stemming aan de AVA voor te leggen.

Conclusie

Eumedion wil voorstellen dat het bestuur en de RvC van de doelvennootschap alleen meewerken aan het agenderen van een herstructureringsmaatregel voor besluitvorming op een (buitengewone) AVA wanneer de bieder ten minste 80% van de aandelen in handen heeft gekregen dan wel – als de doelvennootschap ervoor kiest om een herstructureringsmaatregel al te agenderen voor de AVA ex art. 18 Besluit openbare biedingen Wft – dit als voorwaarde op te nemen voor het uiteindelijk doorvoeren van de herstructureringsmaatregel. Eumedion gaat er vooralsnog vanuit dat deze regel zich tot Nederlandse marktpraktijk zal ontwikkelen.⁸ Eumedion zal haar standpunt ook onder de aandacht van de belangrijkste

⁸ Dit biedt ook flexibiliteit voor uitzonderlijke omstandigheden, bijvoorbeeld voor een doelvennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert (zie paragraaf 5.3). In dergelijke omstandigheden dienen de redenen om af te wijken van de ‘80%-voorwaarde’ transparant te worden gemaakt.

stemadviesbureaus brengen. Mocht dat na een jaar of twee blijken dat de '80%-voorwaarde' zich niet tot marktpraktijk heeft ontwikkeld, dan zal Eumedion de wetgever of de Monitoring Commissie Corporate Governance Code vragen dit in de overnameregels of in de corporate governance code op te nemen.

Daarnaast zou verzekerd moeten worden dat zolang de aandelen van de doelvennootschap nog beursgenoteerd zijn – en er dus nog minderheidsaandeelhouders zijn – er nog ten minste één of twee onafhankelijke commissarissen dienen te zijn die voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria uit de Nederlandse corporate governance code, geen aandelen in de 'gecombineerde' vennootschap houden en geen tegenstrijdig belang mag hebben met de doelvennootschap. Deze commissarissen dienen expliciet goedkeuring te geven aan transacties met aan de vennootschap verbonden partijen en herstructureringsmaatregelen, toezicht te houden op de naleving van de niet-financiële convenanten (waaronder de maatregelen ter bescherming van de eventueel achterblijvende minderheidsaandeelhouders) en toezicht te houden op een evenwichtige verdeling van de synergievoordelen over de bidder en de doelvennootschap wanneer een samenwerkingsovereenkomst is gesloten. Eumedion sluit daarmee aan bij de huidige marktpraktijk die ook in jurisprudentie is verankerd.

5.3 Verhoging minimumgestanddoeningsdrempel

Eumedion deed in het concept position paper het voorstel om de wettelijke minimumgestanddoeningsdrempel te verhogen van een gewone meerderheid naar 2/3 van het aandelenkapitaal (exclusief het eventuele belang van de bidder zelf).

De reacties op dit voorstel waren erg verdeeld. Een groot aantal respondenten, vooral adviseurs van beursvennootschappen, verwierp dit idee. Een enkele respondent zou de 2/3 meerderheid niet wenselijk vinden als de 'eigen' aandelen van de bidder niet zouden mogen meetellen. Beleggers die op het voorstel reageerden vonden in het algemeen de voorgestelde drempel van 2/3 van het aandelenkapitaal niet hoog genoeg. Zij dachten eerder aan een percentage van 80%.

Sommige respondenten stelden voor om een verbod te introduceren op partiële biedingen: openbare biedingen op een substantieel deel van de aandelen, maar minder dan 30% van de stemrechten. Indien een partieel bod slaagt, heeft de biedende partij significante invloed op de besluitvorming in de AVA, terwijl geen controlepremie wordt betaald. Deze respondenten achten dit geen wenselijke situatie en zouden voorstander zijn van een verbod hierop, zodat alleen volledig bod is toegestaan.

Conclusie

Eumedion ziet af van het voorstel om de wettelijke minimumgestanddoeningsdrempel te verhogen naar 66,67% van het geplaatste kapitaal. Tegelijkertijd vindt Eumedion dat onder normale omstandigheden de

minimumgestanddoeningsdrempel voor een openbaar bod hoger moet liggen dan het wettelijke minimum van 50%+1. Eumedion denkt dat in normale omstandigheden een minimumgestanddoeningsdrempel van 80% gerechtvaardigd is, maar dit hoeft niet wettelijk te worden gereguleerd. Met een verhoging van de wettelijke drempel naar 80% zou Nederland internationaal uit de pas lopen, geen maatwerk bieden voor een overname die de continuïteit van de bedrijfsactiviteiten kan garanderen van een vennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert (zie recentelijk Ballast Nedam) en kunnen uitlokken dat meer overnames via een juridische of grensoverschrijdende fusie dan wel activatransactie worden gerealiseerd, zeker zo lang de AVA-besluitvormingsdrempels voor dit soort transacties nog laag zijn en uiteenlopen (zie paragraaf 4.3). Bovendien kunnen potentiële bidders worden afgeschrikt als de wettelijke gestanddoeningsdrempel 80% is; dit komt de dynamiek van de Nederlandse overnamemarkt niet ten goede. Wanneer het voorstel onder paragraaf 5.2 zich tot Nederlandse marktpraktijk ontwikkelt – geen medewerking vanuit de doelvennootschap aan de bidder voor het doorvoeren van een herstructureringsmaatregel bij een aanmeldpercentage van lager dan 80% – dan is een verhoging van de wettelijke gestanddoeningsdrempel ook niet noodzakelijk.

Eumedion voelt niet voor een verbod op een partieel bod. De facto zou Eumedion dan voorstander zijn van een verlaging van de huidige verplicht bodgrens van 30%. Wettelijk is al bepaald dat een partieel bod strekt tot verwerving van minder dan 30 procent van de stemrechten in de AVA van de doelvennootschap.⁹ Een verbod op een partieel bod zou er dan op kunnen duiden dat al bij een lager percentage dan 30 sprake zou zijn van controle. Nederland zou daarmee uit de pas lopen met het buitenland. Bovendien is het vanuit aandeelhoudersperspectief aantrekkelijker om in te gaan op een partieel openbaar bod dan dat een partij via aankopen op de beurs een belang opbouwt tot net onder de 30% van het geplaatste kapitaal.

5.4 Informatieverstrekking

Eumedion deed twee voorstellen op het terrein van informatieverstrekking:

1. In het geval de overname de vorm heeft van een activatransactie, dan verschaft de bidder alle materiële informatie over de rationale van deze transactie en publiceren het bestuur en de RvC 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.

⁹ Art. 1, onderdeel c, Besluit openbare biedingen Wft.

2. De in het vorige punt 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.

Op deze voorstellen kwam een aantal reacties binnen. Eén respondent deed het voorstel dat aandeelhouders bij de beoordeling van een bod niet alleen de *fairness* van de biedprijs moeten kunnen beoordelen, maar ook de *fairness* van het overnameproces sec. Een andere respondent toonde zijn teleurstelling over de inhoud van *fairness opinies* van zakenbanken. Deze respondent pleitte voor meer substantie van *fairness opinies*.

Conclusie

Naar aanleiding van deze reacties zou Eumedion het tweede hierboven genoemde voorstel willen aanscherpen door van de ondernemingsleiding van de doelvennootschap te vragen om uiterlijk bij publicatie van het *position statement* eventuele *fairness opinies* te openbaren, alsmede de financiële analyses – inclusief uitgangspunten en lange termijn prognoses – op basis waarvan het bestuur of de transactiecommissie tot de conclusie is gekomen dat het voorgenomen bod (tevens) in het belang van de aandeelhouders van de doelvennootschap is.

5.5 Reële mogelijkheid op concurrerend bod

Eumedion stelde voor dat de overeenkomsten tussen de doelvennootschap en de bieder niet dusdanig prohibitief mogen 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.

Dit voorstel kon over het algemeen op bijval rekenen. Sommige respondenten vonden dat de break fee zou moeten worden gemaximeerd, anderen waren daar juist op tegen. Sommigen stelden voor dat een doelvennootschap in een overnamesituatie alleen een break fee mag overeenkomen indien deze wederkerig is. Eén respondent zou dit voorstel willen aanvullen door een bestuur de verplichting op te leggen om een gesprek aan te gaan met potentiële concurrerende bidders. Een andere respondent vond dat vennootschappen in het geval van een openbaar bod een “beperkte dataroom” zouden moeten openstellen voor mogelijke partijen die een tegenbod zouden overwegen. Dezelfde respondent vond dat zodra definitief was dat een bestuurder van een doelvennootschap zou participeren in het bod of als een bestuurder aanblijft na gestanddoening van het bod, de besluitvorming over de aanbeveling van het bod bij de aandeelhouders naar de RvC zou moeten gaan.

Conclusie

Eumedion houdt vast aan het voorgestelde principe, met daarbij de toevoeging dat een break fee wederkerig dient te zijn en dat niet alleen de hoogte van de break fee niet prohibitief mag zijn, maar ook de drempel voor een concurrerende biedprijs. Eumedion is terughoudend om vennootschappen te dwingen om heel snel potentiële bidders een 'kijkje in de keuken' te laten bieden. Een eventuele concurrent kan dan snel inzicht krijgen in commercieel-gevoelige informatie, zonder dat hij uiteindelijk een bod op de aandelen van de doelvennootschap uitbrengt. Eumedion wil ook vasthouden aan het *principle-based* karakter van de hoogte van de break fee. In de praktijk wordt al een maximale hoogte van 1% van de transactiesom gehanteerd.