

ARTIKELEN

WETENSCHAP

De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod*

W.B. Kuipers & A. van der Krans

1 Inleiding

Het gezelschap van vennootschappen waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op de Amsterdamse gereguleerde markt slinkt allengs. Belangrijke oorzaak hiervan is dat het aantal beursvennootschappen dat na een geslaagd openbaar bod de gereguleerde markt verlaat al een reeks van jaren aanmerkelijk hoger is dan het aantal vennootschappen dat na een *initial public offering* (IPO) toegang krijgt tot die markt. Het voorbije kalenderjaar 2013 trokken vooral het geslaagde openbaar overnamebod op aandelen van DE Master Blenders 1753 N.V. (hierna: DE Master Blenders) en het aangekondigde maar niet-uitgebrachte bod op Koninklijke KPN N.V. (hierna: KPN) veel aandacht. Daar bleef het echter niet bij. Er werden ook openbare overnamebiedingen uitgebracht op de aandelen Dockwise Ltd, UNIT 4 N.V., Simac N.V. en Xeikon N.V. Verder werden de in 2012 uitgebrachte openbare biedingen op Mediq N.V. en Octoplus N.V. in 2013 gestand gedaan. Kortom, het openbaar bod speelt een belangrijke rol in de praktijk van Nederlandse beursvennootschappen. In dit artikel zullen we belichten wat het openbaar bod meebrengt voor degenen aan wie het is gericht: de aandeelhouders van de Nederlandse beursvennootschappen. Wij beperken ons in deze bijdrage tot het volledige bod. Het partiële bod en het tenderbod, die in de praktijk slechts sporadisch voorkomen, laten we buiten beschouwing.¹

2 De minderheidsaandeelhouders van beursvennootschappen

Het openbaar bod betreft een (uitnodiging tot het doen van een) aanbod gericht tot in beginsel alle houders van de aandelen (of certificaten daarvan) van een uitgevende instelling, die zijn toegelaten tot de handel op de Nederlandse gereguleerde markt.² Het overgrote deel van die aandelen wordt gehouden door institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsfondsen. Bij AEX-ondernemingen gaat het om zo'n 80% van de aandelen. Veel institu-

* Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel en is geen weergave van het standpunt van Eumedion of haar deelnemers, dan wel van MN of haar opdrachtgevers.

1 Art. 1 sub b-d Bob.

2 Art. 1 Wft jo. art. 3 Bob.

tionele beleggers hebben een langetermijnbeleggingshorizon. Voor deze beleggers, waaronder pensioenfondsen, betekent dit dat zij *over hun hele portefeuille* bezien een langetermijnrendement dienen te behalen om aan hun langdurige verplichtingen te voldoen. Deze langetermijnbeleggingshorizon betekent niet automatisch dat *individuele* deelnemingen in beursvennootschappen ook per se lang dienen te worden vastgehouden.³ Indien bijvoorbeeld de marktwaardering van een beursvennootschap veel hoger is dan de waardering die de institutionele belegger aan de vennootschap toekent, kan zijn langetermijnbeleggingshorizon vergen dat hij zijn belang in de desbetreffende vennootschap verkoopt.⁴ Echter, institutionele beleggers staan onder een zekere maatschappelijke druk om individuele beleggingen voor een langere duur aan te houden.⁵ Daarnaast worden institutionele beleggers aangespoord om in plaats van een aandeel simpelweg te verkopen op het moment dat de vooruitzichten van een beursvennootschap minder gunstig lijken, op constructieve wijze dialoog aan te gaan met de vennootschap en zo bij te dragen aan de langetermijnwaardecreeatie van de onderneming (*shareholder engagement*).⁶

3 Keuzestress?

Of een minderheidsaandeelhouder nu wel of niet voor de lange termijn aandelen in een beursvennootschap houdt, er ontstaat een bijzondere situatie wanneer op die aandelen een openbaar bod wordt uitgebracht. Aangezien een openbaar bod meestal is gericht op een fusie of een overname, lijkt aan het perspectief van een zelfstandige beursvennootschap, gericht op langetermijnwaardecreeatie, een einde te komen. De minderheidsaandeelhouder staat voor de keuze: *wel* ingaan op het bod en de aandelen tegen de geboden vergoeding aanbieden *of niet* ingaan op het bod en de aandelen aanhouden. Aanvaarding van het bod, mits het gestand wordt gedaan uiteraard, biedt de zekerheid van een bepaalde vergoeding en stelt de aandeelhouder niet langer bloot aan het risico dat het aandeel in de toekomst minder aantrekkelijk zal worden.⁷

Er kunnen echter goede redenen zijn voor minderheidsaandeelhouders om juist niet (of nog niet) in te gaan op het uitgebrachte openbaar bod. Een aandeelhouder

- 3 W.B. Kuijpers, Onderzoek korte termijngedrag Nederlandse institutionele beleggers, Ondernemingsrecht 2013/106; Consultation Paper UK Law Commission on fiduciary duties of investment intermediaries, par. 10.74.
 - 4 Eumedion position paper inzake betrokken aandeelhouderschap, 2010, p. 2 (<www.eumedion.nl/public/kennisbank/position_papers/position_paper_betrokken_aandeelhouderschap_def.pdf>).
 - 5 Groenboek van de Europese Commissie van 25 maart 2013 inzake langetermijnfinanciering van de Europese Economie, p. 10-12 (COM(2013)150 final).
 - 6 D. Bartman & M. Wiseman, Focusing on the long term, Harvard Business Review 2014, p. 48-49.
 - 7 Actieplan van de Europese Commissie van 12 december 2012: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen (COM(2012)740 final), p. 9.
- 7 Deze voordelen gelden in mindere mate wanneer het bod geheel of gedeeltelijk in effecten luidt ('ruilbod').

kan de opvatting hebben dat de beursvennootschap per aandeel potentieel meer waarde kan genereren dan in de biedprijs tot uitdrukking wordt gebracht. Gedurende de gestanddoeningstermijn kunnen dan de eventuele bereidheid van de bieder om de prijs te verhogen en de mogelijkheid dat een derde partij een concurrerend bod zal uitbrengen (zoals bij ABN AMRO en Draka het geval is geweest) een reden zijn het uitgebrachte bod vooralsnog niet te aanvaarden.⁸ Maar ook wanneer er zich voor het einde van de gestanddoeningstermijn geen beter of ander bod aandient, kan een aandeelhouder argumenten hebben het bod niet te aanvaarden. Een aandeelhouder kan er ook van overtuigd zijn dat de beursvennootschap in een 'stand alone' scenario een goede toekomst voor zich heeft. Tevens kan een aandeelhouder bij een ruilbod twijfels hebben bij de nieuwe combinatie die ontstaat als het openbaar bod zou slagen, evenals over de intenties van de bieder die alle aandelen wil verwerven, maar overweegt te blijven steken op controlerend meerderheidsbelang, zoals het geval leek bij het aangekondigde bod van América Móvil S.A.B. (hierna: AMX) op KPN.⁹

Door zijn aandelen niet aan te bieden houdt de aandeelhouder de kans het grootst dat het bod niet gestand zal worden gedaan en dat er ruimte zal zijn voor alternatieven voor de vennootschap. Afwijzing van een uitgebracht bod door een individuele aandeelhouder zal echter in de regel nog geen enkele garantie geven dat het bod ook niet gestand wordt gedaan.

Wanneer een aandeelhouder met een gering belang een openbaar bod afwijst, terwijl andere aandeelhouders het uitgebrachte bod massaal accepteren, zal het bod waarschijnlijk – tegen de voorkeur van de individuele aandeelhouder in – wel gestand worden gedaan. Pas wanneer die aandeelhouder andere aandeelhouders weet te mobiliseren om het bod niet te aanvaarden, al dan niet in samenwerking met de vennootschap of een stichting continuïteit, kan dit anders komen te liggen.¹⁰

3.1 Raad van commissarissen

Bij de keuze om een bod al dan niet te aanvaarden, staat de minderheidsaandeelhouder er niet alleen voor. Het bestuur en de raad van commissarissen zullen zich een standpunt moeten vormen over het bod.¹¹ Daarbij staat vennootschappelijk belang voorop, waarbij het bestuur en de raad van commissarissen alle betrokken belangen dienen mee te wegen, waaronder nadrukkelijk ook de belangen van de minderheidsaandeelhouders. Aan de raad van commissarissen wordt in dat verband een bijzondere rol toegedicht.¹² Bieders achten het doorgaans van groot

8 Art. 15 lid 4 en 5 Bob.

9 Aankondiging openbaar bod AMX op Koninklijke KPN N.V. van 9 augustus 2013 (<www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/11929.pdf>).

10 Een dergelijke samenwerking kan wel kwalificeren als 'personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld', hetgeen meebrengt dat bij een gezamenlijk belang van $\geq 30\%$ van de stemrechten 'overwegende zeggenschap' ontstaat, met als gevolg dat in beginsel de verplichting ontstaat om een verplicht bod uit te brengen (art. 1:1 jo. art. 5:70 Wft).

11 Art. 18 en bijlage G, onder 1, Bob; best practice bepaling II.10 van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: Code).

12 Best practice bepalingen II.1.10 en II.1.11 van de Code.

belang dat zij de steun hebben van de vennootschap en dat het bod als 'vriendelijk' wordt beschouwd. Dit maakt de weg van het bod door het bestuur en de raad van commissarissen, waaronder de gevolgen van het bod voor de belangen van minderheidsaandeelhouders, wezenlijk. Ook een stichting continuïteit kan zich het belang van minderheidsaandeelhouders aantrekken, zoals nadrukkelijk tot uitdrukking kwam in het persbericht van de Stichting Preferente Aandelen B KPN bij de uitoefening van de calloptie tot het nemen van preferente aandelen B in KPN.¹³

4 Blijven zitten; wat nu?

Wanneer een aandeelhouder het openbaar bod om hem moverende redenen niet heeft aanvaard, staat één ding vast. Hij blijft aandeelhouder, althans vooralsnog. Maar dat betekent niet dat zijn situatie niet ingrijpend zal veranderen. Wanneer het bod, ondanks zijn afwijzing, door de bieder toch gestand wordt gedaan, zullen de resterende aandeelhouders met veranderingen worden geconfronteerd die voor hen behoorlijk nadelig kunnen uitpakken. Hieronder zullen we de belangrijkste nadelige effecten uiteenzetten.

4.1 De komst van een meerderheidsaandeelhouder

Een openbaar bod kan door de bieder gestand worden gedaan wanneer het totaal aantal onder het bod aangemelde aandelen ten minste 50% van de stemrechten in de aandeelhoudersvergaderingen omvat.¹⁴ Een resterende minderheidsaandeelhouder wordt dus na gestanddoening per definitie geconfronteerd met een meerderheidsaandeelhouder. Deze meerderheidsaandeelhouder zal de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering in beginsel naar zijn hand kunnen zetten, en hem ongewillige voorkeuren van de resterende minderheidsaandeelhouders kunnen negeren.¹⁵ Wel kan de minderheidsaandeelhouder enig houvast ontlenen aan de jurisprudentie van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer, waaruit – kort gezegd – volgt dat de vennootschap en de meerderheidsaandeelhouder op grond van art. 2:8 van het Burgerlijk Wetboek (BW) zorgvuldigheid dienen te betrachten jegens minderheidsaandeelhouders.¹⁶

Bij een Nederlandse vennootschap lijkt het risico dat een minderheidsaandeelhouder na een voor hem onacceptabel openbaar bod geconfronteerd wordt met een meerderheidsaandeelhouder, relatief groot te zijn. Anders dan in verschillende andere lidstaten heeft een minderheidsaandeelhouder onder de Neder-

13 Persbericht van 29 augustus 2013.

14 Art. 5:70 lid 1 onder b Wft.

15 Dit is alleen anders voor die besluiten waarbij statutair is bepaald dat een kwalificerende meerderheid en/of een quorumvereiste benodigd is.

16 HR 12 juli 2013, JOR 2013/301 (KLM N.V./VEB); HR 1 maart 2002, JOR 2002/79 (Zwagerman); Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, JOR 2010/153 (Océ/Canon); Hof Amsterdam (OK) 28 februari 2007, JOR 2007/141 (Dialog ID Holdings B.V.); Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2002, JOR 2002/112 (European Telecommunications Holdings NV); Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/677.

landse financiële wetgeving niet de bescherming dat een vrijwillig bod ten minste tegen een billijke prijs moet worden uitgebracht.¹⁷ Eenieder kan dus, gebruik makend van marktomstandigheden of de toestand waarin de onderneming verkeert, voor een relatief lage (onbillijke) prijs een (gering) meerderheidsbelang verwerven.

4.2 *Afhankelijke commissarissen*

Een ander nadeel is dat resterende minderheidsaandeelhouders geconfronteerd kunnen worden met benoeming van commissarissen die *niet* onafhankelijk zijn van deieder. Op grond van de Nederlandse Corporate Governance Code dienen op één na alle commissarissen onafhankelijk te zijn, onder meer van rechtspersonen die ten minste 10% van de aandelen houden.¹⁸ In de praktijk echter worden reeds in de informatieve aandeelhoudersvergadering, bedoeld in art. 18 van het Besluit openbare biedingen Wft (Bob), commissarissen benoemd die gelieerd zijn aan deieder onder opschortende voorwaarde van gestanddoening van het bod. Dit is bijvoorbeeld het geval geweest bij de overname van Océ door Canon.¹⁹ De grenzen van benoeming van afhankelijke commissarissen in dergelijke situaties zijn door de Hoge Raad in de zaak Versatel aangegeven. De benoeming van één bestuurder en vier commissarissen, allen functionarissen van overnemende Tele2 AB, werd onvoldoende geacht voor het bieden van waarborgen voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders in geval zich tegenstrijdige situaties zouden voordoen tussen enerzijds de vennootschap en anderzijds de minderheidsaandeelhouders.²⁰ Sinds dit arrest lijkt een vaste praktijk te zijn ontwikkeld dat na gestanddoening van het bod één of meer commissarissen of, in geval van een *one-tier*-model, niet-dagelijkse bestuurders onafhankelijk blijven. Daarbij is het gebruik tevens te bepalen dat dit smaldeel van de raad van commissarissen of de *one-tier board* een vetorecht krijgt ten aanzien van belangrijke (herstructureerings)besluiten, zoals recentelijk nog bij de openbare biedingen op UNIT4 en DE Master Blenders het geval was.²¹

4.3 *Waardedaling en afname liquiditeit*

Een ander risico voor de resterende minderheidsaandeelhouder is ook dat na gestanddoening van het bod de beursvennootschap een juridische (drie-hoeks)fusie aangaat met een meerderheidsaandeelhouder of een daaraan gelieerde niet-beursvennootschap. De resterende minderheidsaandeelhouders van NV Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij die waren ingegaan op

17 Het gaat onder meer om Duitsland, Spanje, Roemenië en Griekenland. European Commission, Report of 28 June 2012, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012)347 final).

18 Best practice bepaling III 2.2 sub f van de Code.

19 Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, JOR 2010/153 (inzake Océ).

20 HR 14 september 2007, JOR 2007/239 m.nt. Bartman, Ondernemingsrecht 2006/36 m.nt. R.M. Hermans.

21 Zie het biedingsbericht van 19 juni 2013 (DE Master Blenders) en het biedingsbericht van 20 december 2013 (UNIT 4).

het ruilbod van Royal Dutch Shell werden hiermee geconfronteerd.²² Hetzelfde geldt voor de resterende aandeelhouders in Versatel na gestanddoening van het openbaar bod door Tele2. Het risico bestaat dan dat de minderheidsaandeelhouders met sterk verwaterde en/of nauwelijks te verhandelen aandelen komen te zitten in een niet-beursgenoteerde vennootschap. Dit kan overigens ook het gevolg zijn van de beëindiging van de beursnotering nadat het openbaar bod gestand is gedaan op de doelvennootschap.²³

4.4 *Alsnog verlies van aandelen*

De hierboven bestaande nadelen ten spijt is het meest ingrijpende risico dat de resterende minderheidsaandeelhouder loopt, dat hij ondanks dat hij het openbaar bod niet aanvaardt, alsnog zijn aandelen verliest. Wanneer de bieder als gevolg van het geslaagde openbaar bod immers ten minste 95% van het geplaatst kapitaal en de stemrechten in handen heeft gekregen, heeft hij het recht om via een gerechtelijke procedure de minderheidsaandeelhouder tegen een billijke prijs uit te kopen (art. 2:92a BW) of uit te stoten (art. 2:359c BW).

Deze bijzondere onteigeningsprocedures nemen echter in de praktijk veel tijd in beslag en vergen hoge proceskosten. Mede daarom zijn bidders in de praktijk wel eens genegen alternatieve wegen te bewandelen. Zo kunnen minderheidsaandeelhouders, óók wanneer het minderheidsbelang na gestanddoening groter blijft dan 5% van het geplaatst kapitaal, toch gelegitimeerd worden uitgerookt door via een juridische fusie of splitsing een gedaantewisseling van de vennootschap te laten plaatsvinden. Toepassing van een dergelijke constructie kan, zoals in de Versatel-zaak, tot gevolg hebben dat het belang van de minderheidsaandeelhouders tot onder de uitkoopgrens van 5% daalt, waardoor de meerderheidsaandeelhouder alsnog gerechtigd wordt een uitkoop- of uitstootprocedure op te starten. Bij het openbaar bod op DE Master Blenders was voorzien in een juridische driehoeksfusie na gestanddoening van het bod tussen de beursvennootschap en groepsmaatschappijen van de meerderheidsaandeelhouder, waarna liquidatie volgt en voormalige minderheidsaandeelhouders de liquidatiewaarde (die gesteld was op de biedprijs) als tegemoetkoming krijgen.²⁴ Na de gestanddoening van het openbaar bod op de aandelen EVC International door Ineos vond er een activa-passivatransactie tussen de beursvennootschap en de meerderheidsaandeelhouder plaats, waarna liquidatie volgde.²⁵

In de Versatel-zaak hebben de Ondernemingskamer en de Hoge Raad bepaald dat een minderheidsaandeelhouder met die mogelijkheid van uitroken rekening dient

22 Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, JOR 2008/36.

23 Ingevolge Euronext Amsterdam Maatregel 2004-41 kan dat wanneer 95% van de aandelen in 'vaste handen' is.

24 Zie het biedingsbericht van Oak Leaf B.V. op de aandelen DE Master Blenders van 19 juni 2013 (<www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/11735.pdf>).

25 Overname EVC International door Ineos (Hof Amsterdam (OK) 21 december 2005, JOR 2006/8).

te houden wanneer hij een minderheidsbelang blijft aanhouden.²⁶ Of een uitrookconstructie in een concreet geval van (een) minderheidsaandeelhouder(s) met een (gezamenlijk) belang van >5% geplaatst kapitaal rechtmatig is, hangt volgens de Hoge Raad af van de omstandigheden van het geval, waarbij dient te worden meegewogen of de minderheidsaandeelhouders daardoor onevenredig worden benadeeld.²⁷ Vindt een fusie alleen plaats met het oogmerk de minderheidsaandeelhouder uit te stoten, dan kan deze dus in elk geval met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in strijd zijn. Dit is in lijn met de uitspraak van de Ondernemingskamer inzake Shell/Trafalger.²⁸ Daarin oordeelde de Ondernemingskamer ook dat de vergoeding die de minderheidsaandeelhouder bij uitstoting voor zijn aandelen ontvangt door een onafhankelijke derde (rechter) dient te worden vastgesteld.²⁹ De vraag is of de bij DE Master Blenders gehanteerde constructie zich verdraagt met dit laatste principe.³⁰

5 Voorstellen ter verdere bescherming positie minderheidsaandeelhouder

De voornoemde veranderingen kunnen (bijzonder) negatief uitwerken voor de resterende minderheidsaandeelhouder(s). Wij zijn van mening dat de bescherming van de positie van de minderheidsaandeelhouder rondom gestanddoening van een openbaar bod nader dient te worden vormgegeven. Bij het overwegen van voorstellen ter verdere borging van de bescherming van de minderheidsaandeelhouder willen we er wel voor waken dat het uitbrengen van openbare biedingen niet (te veel) wordt ontmoedigd. De werking van de Nederlandse overnamemarkt en daarmee het investeringsklimaat mogen niet onevenredig worden verstoord. Hier hoort ook bij dat de meerderheidsaandeelhouder en de doelvennootschap redelijke mogelijkheden hebben om na de gestanddoening de overname te ‘voltoeien’. Wij willen de volgende voorstellen bespreken:

1. meer informatie bij keuze wel of niet ingaan op bod;
2. vrijwillig bod eveneens tegen een billijke prijs;
3. verhoging wettelijke drempel voor gestanddoening openbaar bod;
4. rol raad van commissarissen/governancestructuur; en
5. *appraisal*-procedure.

Ad 1. Meer informatie bij keuze wel of niet ingaan op bod

Om te beginnen dient aan minderheidsaandeelhouders op sommige aspecten meer informatie te worden verschaft in het biedingsbericht, zodat zij beter wor-

26 HR 14 september 2007, JOR 2007/237, r.o. 4.3; Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, JOR 2005/272; NV II, Kamerstukken II 2005/06, 30419, 8, p. 17.

27 Bij de toepassing van de uitkoop- of uitstootregeling bij een belang van minder dan 5% dient de rechter de rechtmatigheid in beginsel aan te nemen. Zie HR 16 januari 2004, JOR 2004/35 m.nt. Josephus Jitta (Goglio Luigi Milano/Goglio), r.o. 3.4 e.v. en de conclusie van A-G Timmerman bij Versatel, onder punt 4.11 (HR 14 september 2007, JOR 2007/237).

28 Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, JOR 2008/36, r.o. 3.25.

29 R.o. 3.27.

30 Zie M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2010, p. 268 e.v.

den geïnformeerd en daarmee zorgvuldiger kunnen besluiten wel of niet in te gaan op het bod. De Overnamerichtlijn vereist dat ook: lidstaten dienen ervoor te zorgen dat het biedingsbericht 'alle informatie bevat die nodig is om de houders van effecten van de doelvennootschap in staat te stellen met kennis van zaken over het bod te beslissen'. Een zo volledig mogelijke informatievervalsing is niet alleen belangrijk voor minderheidsaandeelhouders, maar ook in het belang van de bieder en de doelvennootschap, omdat kan worden voorkomen dat aandeelhouders vanwege onjuiste of onvolledige indrukken niet op het bod ingaan.

Concreet achten wij het wenselijk als:

de bieder wordt verplicht in het biedingsbericht volledige transparantie te geven (lieft nog eerder) over het concrete stappenplan na gestanddoening van het openbaar bod en over de mogelijke gevolgen van elke stap voor de minderheidsaandeelhouder na gestanddoening van het openbaar bod beneden de 95% van het geplaatst kapitaal. Daarbij wordt in elk geval ingegaan op (a) de meest waarschijnlijk toe te passen juridische constructie, (b) de te treffen waarborgen ter bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders en andere stakeholders en (c) de wijze van vaststelling van een faire vergoeding bij aantasting, verwatering of beëindiging van het aandeelhouder-schap;

naast het bestuur ook de raad van commissarissen verplicht zou worden een afzonderlijk en gemotiveerd standpunt te openbaren over de wenselijkheid van het bod.³¹ Dit sluit ook aan bij het algemeen uitgangspunt dat raden van commissarissen een specifieke rol dienen te spelen bij het overnameproces;³²

het bestuur of de raad van commissarissen verplicht wordt alle afgegeven *fairness opinions* te openbaren.³³

Ad 2. Vrijwillig bod dient eveneens billijk te zijn

Een essentieel onderdeel van de regeling betreffende het verplicht openbaar bod is de prijs waartegen het verplicht bod wordt uitgebracht. De ratio achter de verplichtbodregeling is immers het beschermen van de belangen van minderheidsaandeelhouders.³⁴ Die bescherming bestaat uit de verplichting voor de verkrijger van overwegende zeggenschap om een bod uit te brengen tegen een billijke prijs. In het streven naar bescherming van minderheidsaandeelhouders ligt impliciet besloten dat de nieuwe grootaandeelhouder zijn positie zou kunnen misbruiken en dat de minderheid hiertegen via een verplichtbodregeling preventief bescher-

31 Zie in dit verband ook de reactie van Eumedion op consultatiedocument aanpassing biedingsregels van 26 juli 2010 (<www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2010-07-minfin-aanpassing-biedingsregels.pdf>).

32 Best practice bepalingen II.10 en II.11 van de Code.

33 Dit is een duidelijke verbetering ten opzichte van Vزر. Rb. Rotterdam 27 augustus 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BB2327, waarin minderheidsaandeelhouders tevergeefs in kort geding (onder andere) openbaarmaking eisten van de *fairness opinion* in het kader van de voorgenomen (grensoverschrijdende) fusie Arcelor/Mittal.

34 Considerans 2 en 9, alsmede art. 3 lid 1 sub a van de dertiende EG-richtlijn.

ming verdient.³⁵ De billijke prijs is in principe de hoogste prijs die door de bieder in het jaar voorafgaand aan de aankondiging van het verplicht bod is betaald. Zeker in een dalende markt kan het dus zo zijn dat de billijke prijs hoger is dan een openbaar bod, al dan niet voorzien van een overnamepremie. Immers, de billijke prijs gaat uit van daadwerkelijke transacties in het jaar voorafgaand aan de aankondiging van het verplicht bod. Waar de Europese wetgever de minderheidsaandeelhouders qua biedprijs expliciet heeft willen beschermen bij een verplichtbodsituatie ontbreken deze prijswaarborgen bij een vrijwillig openbaar bod. Wij zijn van mening dat minderheidsaandeelhouders bij zowel een verplicht bod als een vrijwillig openbaar bod altijd een reële exit geboden dient te worden. Nederland zou met een koppeling van een billijke prijs aan het vrijwillig openbaar bod niet uniek zijn. Ook Duitsland, Spanje, Roemenië en Griekenland kennen een koppeling tussen het vrijwillig openbaar bod en de billijke prijs. Daarnaast lijkt ook de Europese Commissie, in haar rapport van juni 2012 over de evaluatie van de Overnamerichtlijn, haar voorkeur uit te spreken voor koppeling van het vrijwillig openbaar bod aan de billijke prijs. De Europese Commissie is zelfs een onderzoek begonnen naar gevallen waarin dit niet het geval is.³⁶

Ad 3. Verhoging wettelijke drempel voor gestanddoening openbaar bod

Situaties waarin minderheidsaandeelhouders geconfronteerd worden met een aandeelhouder die bij een relatief laag percentage van de stemrechten een bod gestand doet, lijken niet ondenkbaar meer. Zo heeft AMX aangegeven bereid te zijn bij een percentage vanaf 50%+1 van de stemrechten haar bod op Koninklijke KPN N.V. gestand te willen doen. Om minderheidsaandeelhouders verder te beschermen kan worden overwogen de wettelijke drempel voor gestanddoening van een vrijwillig openbaar bod te verhogen van 50% (art. 5:71 lid 1 sub b van de Wet op het financieel toezicht; Wft) naar 60% of twee derde. Nader onderzoek zal moeten uitwijzen in hoeverre een eventuele verhoging van de wettelijke drempel daadwerkelijk de positie van minderheidsaandeelhouders verbetert en de werking van de Nederlandse overnamemarkt niet onnodig belemmert.

35 A. Doorman, Het verplicht bod, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 485-539.

36 'It has come to the attention of the Commission that this exemption can be used by offerors to avoid having to launch a mandatory bid for an equitable price. The advantage for the offeror is that the Directive does not regulate the price of a voluntary bid. The exemption for situations where control has been acquired following a voluntary bid assumes that the offer price was high enough to persuade a significant part of the shareholders to accept the offer, otherwise the offeror would not have acquired control through the bid. However, if the offeror already holds an interest very close to the control threshold, only a few shareholders need to offer their shares for the offeror to cross the control threshold. Therefore, even if the offeror offers a very low price, he is likely to acquire control through the voluntary bid and thus is able to make use of the exemption to the mandatory bid rule. In this case, minority shareholders are unable to share in the control premium. However, in a number of Member States this route is unavailable because national law provides that the offer must be subject to the condition that the offeror acquires a minimum percentage of the shares or subsequent acquisitions of shares will trigger a mandatory bid', European Commission, Report of 28 June 2012, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012)347 final).

Ad 4. Rol raad van commissarissen/governancestructuur

Na gestanddoening van het openbaar bod kunnen (resterende) minderheidsaandeelhouders weinig invloed uitoefenen op het door de nieuwe moeder bepaalde beleid van de vennootschap. In andere omstandigheden heeft een aandeelhouder ook weinig invloed op het beleid van de vennootschap, maar in post-openbaarbodsituaties is het aannemelijk dat er besluitvorming plaatsvindt die economische consequenties kan hebben voor het aandeelhouderschap en zelfs het aandeelhouderschap kan doen beëindigen. Ten behoeve van de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders is het daarom van groot belang dat zowel vóór als ná beëindiging van de beursnotering de raad van commissarissen voldoende onafhankelijk blijft functioneren.

Concreet betekent dit dat minimaal twee leden van de raad van commissarissen na gestanddoening van het openbaar bod onafhankelijk dienen te zijn van de meerderheidsaandeelhouders.³⁷ Deze commissarissen dienen bijzondere (veto)rechten te hebben bij belangrijke beslissingen, zoals herstructureringsmaatregelen, afwijkingen van de Nederlandse Corporate Governance Code, wijzigingen in de strategie en het dividendbeleid.³⁸ Deze governancewaarborgen dienen te worden neergelegd in de statuten van de doelvennootschap en in elk geval te blijven bestaan zolang de vennootschap minderheidsaandeelhouders kent.³⁹

Verder achten wij het goed dat wanneer de bieder na gestanddoening van het openbaar bod een meerderheidsbelang heeft verworven, ten minste de goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten (art. 2:107a BW), statutenwijzigingen en benoemingen van bestuurders en commissarissen slechts genomen kunnen worden door een gekwalificeerde stemmeerderheid, waarbij (in ieder geval in de eerste vergadering) ook een quorumeis geldt, zolang bij de doelvennootschap of haar rechtsopvolger meer dan 20% van de aandelen in handen van minderheidsaandeelhouders is. Deze vereisten zouden ook moeten gelden voor voorstellen die de meerderheidsaandeelhouder zelf heeft geagendeerd voor een algemene vergadering. Dit biedt waarborgen voor minderheidsaandeelhouders, zodat zij een zekere invloed kunnen houden, zij het niet doorslaggevend, op de belangrijkste besluiten binnen de onderneming.

Ad 5. *Appraisal*-procedure

Een minderheidsaandeelhouder die zich bekneld voelt door de gevolgen van een fusie, overname of herkapitalisatie heeft naar Amerikaans recht de mogelijkheid om de rechter te verzoeken de 'fair value' vast te stellen van zijn aandelen.⁴⁰ Deze

37 Wellicht kan het aantal onafhankelijke commissarissen getraptd worden vastgesteld: bijv. tussen 50% en 80% dient de meerderheid van de commissarissen onafhankelijk te zijn, tussen 80% en 95% minimaal een derde.

38 Een recent voorbeeld hiervan is de voorgestelde constructie in het biedingsbericht van Mexichem S.A.B. de C.V. van 9 maart 2012 inzake het bod op de aandelen van Wavin N.V.

39 Voornemens tot wijziging van de statuten dienen in het biedingsbericht openbaar te worden gemaakt. Dit volgt uit het Bob, bijlage B, par. 2, onder 3.

40 Zie zowel de Model Business Corporation Act als Section 262 van de General Delaware Corporation Law.

procedure wordt een 'appraisal action' genoemd. In een *appraisal*-procedure is het niet noodzakelijk dat het bestuur een verwijt kan worden gemaakt, hoewel wordt gekeken of de bestuurders zich voldoende hebben ingespannen om de beste prijs te bedingen ten behoeve van de aandeelhouders. *Appraisal* moet worden beschouwd als een waarderingskwestie bedoeld voor een aandeelhouder die twijfelt of de geboden prijs een juiste weerspiegeling vormt van de waarde van de vennootschap respectievelijk de aandelen die hij daarin houdt. Het doel van een *appraisal* is erin te voorzien dat de aandeelhouder een 'fair value' ontvangt voor zijn aandelen, gebaseerd op de intrinsieke waarde van de onderneming op 'going concern' basis. Daarbij worden alle relevante feiten en omstandigheden meegewogen, waaronder marktwaarde, intrinsieke waarde, omzet, cashflow, dividend en toekomstperspectief van de onderneming.⁴¹

Samen met Raaijmakers en Van der Schee⁴² en Rebers en Maatman⁴³ zijn wij van mening dat de invoering van een *appraisal*-procedure in Nederland toegevoegde waarde kan hebben. De belangrijkste reden van een aandeelhouder om niet in te gaan op het openbaar bod is dat het bod naar zijn mening geen juiste afspiegeling is van de waarde van de vennootschap dan wel haar aandelen. Er is een gerede kans dat die situatie zich voordoet, bijvoorbeeld indien het bestuur van de vennootschap (1) vanwege de wettelijk vereiste brede belangenafweging impliciet financiële offers vraagt van aandeelhouders ten gunste van andere belanghebbenden bij de vennootschap, of (2) vanwege eigen financiële belangen onvoldoende gemotiveerd is zich in te spannen voor de aandeelhouders. Deze laatste omstandigheid is door de afroomregeling⁴⁴ nog waarschijnlijker geworden: de *alignment* van bestuurders met aandeelhouders in overnamesituaties om tot een zo hoog mogelijk overnamebod te komen is hierdoor immers sterk beperkt.

Alhoewel aandeelhouders bescherming zouden kunnen zoeken in het enquête-recht, is die algemene procedure daar niet specifiek voor bedoeld. Een minderheidsaandeelhouder ontleent daarnaast enige bescherming aan de *squeeze-out*-regeling van art. 2:359d BW, maar die bescherming is beslist niet altijd toereikend. Art. 2:2359d BW gaat te sterk uit van de billijkheid van de geboden prijs en biedt voorts geen bescherming aan minderheidsaandeelhouders die te

41 J. Eisenhofer & M. Barry, *Shareholder activism handbook*, New York: Aspen Publishers (losbl.), hoofdstuk 11.

42 M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, *Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief*, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod (Serie Onderneming en Recht, deel 46)*, Kluwer: Deventer 2008.

43 E.H. Rebers en R.H. Maatman, *De rol van aandeelhouders bij een openbaar bod*, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod (Serie Onderneming en Recht, deel 46)*, Kluwer: Deventer 2008.

44 De recent ingevoerde regeling van lid 7 van art. 2:135 BW strekt ertoe om de waardevermeerdering van aan bestuurders van beursvennootschappen toegekende aandelen af te romen na een geslaagd openbaar overnamebod of in geval van een (grensoverschrijdende) juridische fusie of splitsing. Daarmee wordt beoogd te voorkomen dat een bestuurder die (rechten op) aandelen in de 'eigen' vennootschap houdt zijn persoonlijke en financiële belang laat meewegen bij het wel of niet doorgaan van een fusie, splitsing of overname.

maken krijgen met een controlerende aandeelhouder die een 50-95%-belang heeft.

Een meer adequate bescherming van minderheidsaandeelhouders is beperkt te realiseren door aanpassing van art. 2:359d BW. Zo zou aan minderheidsaandeelhouders het verkooprecht kunnen worden toegekend zodra zij te maken krijgen met een controlerende aandeelhouder die ten minste 90% houdt (in plaats van de huidige 95%).⁴⁵ Daarnaast zou, om bewijsrechtelijke achterstand te voorkomen, het weerlegbaar vermoeden van de billijke prijs niet moeten gelden. Het recht op waardering zou onvoorwaardelijk moeten zijn, waarbij de geboden prijs hooguit geldt als indicatie.

Een *appraisal*-procedure kent mogelijk ook nadelen en zou kunnen leiden tot een lagere slagingskans van het originele bod. Minderheidsaandeelhouders die wel bereid zijn een openbaar bod te accepteren en hun aandelen aan te bieden lopen een groter risico dat de bieder het bod niet gestand zal doen omdat er te veel aandeelhouders niet ingaan op het openbaar bod, omdat zij speculeren op de *appraisal*-procedure. Hiertegen is echter in te brengen dat het in het belang van geen enkele stakeholder (behalve de verkrijger) is dat een vennootschap te goedkoop overgenomen wordt.

Voorts kan de vraag worden gesteld of een *appraisal*-procedure wel past binnen de context van het vennootschappelijk belang en stakeholdersmodel. In de *appraisal*-procedure worden alle relevante feiten en omstandigheden meegewogen om te komen tot een waardering van een onderneming. De *appraisal*-procedure lijkt dus juist meer rekening te houden met alle belangen dan een openbaar bod, dat grotendeels gebaseerd is op de beurskoers vermeerderd met een premie om voldoende aandeelhouders over te halen hun stukken aan te bieden. Het risico dat het bestuur zich ter voorkoming van een succesvolle *appraisal*-procedure (te veel) richt op het aandeelhoudersbelang, lijkt ons gezien de afroomregeling zeer beperkt. Hoewel wij erkennen dat dit onderdeel meer onderzoek vergt, zijn wij van mening dat een *appraisal*-procedure in beginsel past binnen het stakeholdersmodel. Wij achten derhalve een *appraisal*-procedure een interessante toevoeging aan de huidige beperkte bescherming van aandeelhouders na een openbaar bod.

6 Slot

Indien een aandeelhouder om hem moverende redenen niet ingaat op een uitgebracht openbaar bod verandert zijn situatie verstrekkend. De resterende aandeelhouder kan onder andere worden geconfronteerd met de komst van een meerderheidsaandeelhouder, afhankelijke commissarissen, een waardedaling of afname van liquiditeit en veelal uiteindelijk alsnog verlies van zijn aandelen. Al deze veranderingen kunnen behoorlijk nadelig uitpakken. Recente overnamebiedingen hebben de noodzaak voor extra bescherming van de positie van minderheidsaan-

⁴⁵ De *squeeze-out*-regeling vloeit voort uit de Europese Overnamerichtlijn; deze richtlijn biedt ruimte om een percentage tussen de 90% en 95% vast te leggen. Art. 16 jo. art. 15 lid 2 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

deelhouders onderstreept. Hiertoe hebben we vijf voorstellen besproken die alle kunnen bijdragen aan een betere bescherming van minderheidsaandeelhouders rondom een openbaar bod. Ook in onderlinge samenhang achten wij deze vijf voorstellen mogelijk een adequate verbetering en beslist het onderzoeken waard. Nader onderzoek zal moeten uitwijzen of de voorgestelde maatregelen het uitbrengen van openbare biedingen niet (te veel) ontmoedigen. Er zal een hernieuwde balans moeten worden gevonden tussen de diverse en sterk uiteenlopende belangen. We hopen dat we hiertoe een bruikbare aanzet hebben gegeven.