

Mevrouw drs. E. Schippers
Informateur
p/a Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA DEN HAAG

Den Haag, 11 april 2017

Ref: B17.14

Betreft: Bescherming Nederlandse beursvennootschappen

Geachte mevrouw Schippers,

Naar aanleiding van recente pogingen tot overname van een aantal Nederlandse beursvennootschappen en het huidige 'lage renteklimaat' waardoor het goedkoper is om overnames te financieren, is de vraag opgekomen of Nederlandse vennootschappen wel voldoende in staat zijn om tot een gedegen afweging over een overname te komen en of zij wel adequaat zijn beschermd tegen een zogenoemd vijandig overnamebod. Sommige partijen hebben in dat kader gepleit voor wetgeving. Parallel hieraan wordt er discussie gevoerd over een mogelijke rol voor de overheid bij bepaalde overnames. Graag wil Eumedion de visie van de bij haar aangesloten Nederlandse en niet-Nederlandse institutionele beleggers, die gezamenlijk ongeveer 25 procent van de Nederlandse beursgenoteerde aandelen houden, over deze onderwerpen met u delen. Deze institutionele beleggers hebben, mede gelet op hun achterliggende begunstigers en cliënten, belang bij een sterke Nederlandse economie. Daarnaast hebben deze beleggers een lange termijn beleggingshorizon, zijn betrokken en verantwoordelijke aandeelhouders in de vennootschappen waarin zij beleggen en hebben vanuit die rol belang bij een goede mate van informatievoorziening én bescherming van hun positie, (juist) ook in overnamesituaties¹.

¹ Zie hierover nader Eumedion's position paper van 28 juni 2016, 'Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder' (bijlage bij *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9).

1. Zijn Nederlandse beursvennootschappen voldoende beschermd tegen vijandige overnames?

Een overnamepoging is voor de 'doelvennootschap' in kwestie een ingrijpende gebeurtenis. Immers: de zelfstandigheid, de continuïteit van de bedrijfsactiviteiten en de voortzetting van het beleid staan op het spel. Het bestuur en de raad van commissarissen mogen bij de besluitvorming over een overname niet over één nacht ijs gaan. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben de wettelijke taak om (juist) ook in overnamesituaties datgene te doen dat in het belang is van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en).² Dit vennootschappelijk belang waarnaar het bestuur en de raad van commissarissen zich moet richten, is dus breder dan alleen het aandeelhoudersbelang.³ Eumedion onderstreept dit uitgangspunt: in een overnamesituatie gaat het om meer dan alleen het aandeelhoudersbelang.

Eumedion wil benadrukken dat het van groot belang is dat met name in het geval van een ongewenst overnamebod het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap geen overhaaste besluiten nemen. Zij dienen daarom voldoende tijd en ruimte te hebben om alle opties te onderzoeken, waaronder:

- De plannen van de (vijandige) bidder;
- De mogelijkheden om op zelfstandige basis door te gaan op een manier waarbij voor alle bij de vennootschap betrokkenen waarde op korte én lange termijn wordt gecreëerd;
- Het uitlokken van een alternatief bod van een partij die beter bij de waarden, het beleid en de doelstellingen van de vennootschap past.

Uiteindelijk zouden het bestuur en de raad van commissarissen die optie moeten kiezen die in het lange termijn belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen is. Nederlandse beursvennootschappen hebben over het algemeen voldoende effectieve juridische dan wel economische beschermingsmogelijkheden om het bestuur en de raad van commissarissen in een vijandige overnamesituatie die noodzakelijke rust en ruimte ook te gunnen, zoals beschermingsaandelen, prioriteitsaandelen en certificaten van aandelen (een overzicht van de beschermingsconstructies van de grootste Nederlandse beursvennootschappen – de zogenoemde AEX- en AMX-vennootschappen – is opgenomen in de bijlage bij deze brief). Dit wordt bovendien ondersteund door in de loop der jaren

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

³ Vgl. ook principe 1.1 van de herziene Nederlandse corporate governance code. Hieruit volgt dat het bestuur zich dient te richten op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders* dient af te wegen. Vgl. ook de invulling die de Hoge Raad aan het begrip vennootschappelijk belang heeft gegeven: "het bevorderen van het bestendige succes van de door de vennootschap gedreven onderneming" (HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancon*), r.o. 4.2.1).

ontwikkelde jurisprudentie en door praktijkervaring: zie bijvoorbeeld het succesvol afwenden van de vijandige biedingen op de aandelen KPN (2013) en Mylan (2015) en van het ongewenste aandeelhoudersactivisme bij ASM International (2008). Wetgeving die erin voorziet om van 'hogerhand' en zonder bemoeienis van de aandeelhoudersvergadering het bestuur en de raad van commissarissen die rust en ruimte te geven, is niet nodig en zou bovendien ook stuiten op de grenzen van Europees recht (specifiek de richtlijn openbaar overnamebod⁴ en de richtlijn kapitaalbescherming⁵).

Kortom: wetgeving op het terrein van beschermingsconstructies is niet per sé nodig en de door de heer Hommen en werkgeversorganisatie VNO-NCW geuite voorstellen staan bovendien op gespannen voet met de Europese regelgeving.

Eventuele alternatieven

Als het nieuwe kabinet ondanks het bovenstaande toch overweegt om de wetgeving op dit terrein aan te passen, dan zouden wij een aanpassing van de biedingsregels het minst kwalijk achten. Wij zouden ons de wettelijke regel kunnen voorstellen dat een openbaar bod alleen gestand mag worden gedaan als 95% van de aandelen is aangemeld, *tenzij* het bestuur van de doelvennootschap instemt met een lager gestanddoeningspercentage dat op ten minste de helft van het geplaatste aandelenkapitaal⁶ moet liggen. In het geval van een vijandig bod zal het voor de bieder vrijwel onmogelijk zijn om een dergelijk hoog aanmeldpercentage te halen. Het is in dat geval namelijk zeer waarschijnlijk dat ten minste 5% van het geplaatste aandelenkapitaal om welke reden dan ook niet zal aanbieden, bijvoorbeeld omdat het bestuur van de doelvennootschap gebruik maakt (of heeft gemaakt) van zijn 'standaardemissiebevoegdheid' om 10% nieuwe aandelen bij een bevriende partij te plaatsen.⁷ Een dergelijke regel heeft verder als voordeel dat hij in de pas loopt met het huidige beginsel in het ondernemingsrecht dat pas na verwerving van 95%

⁴ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU 2004, L 142, art. 3 lid 1 onderdeel d en art. 6 lid 2.

⁵ Richtlijn 2012/30/EU van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2012 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 54, tweede alinea, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken, PbEU 2012, L 315, art. 29.

⁶ Dit is het huidige, wettelijke minimumgestanddoeningspercentage (art. 5:71 lid 1, onderdeel b, Wft). Denkbaar is om deze ondergrens te verhogen naar bijvoorbeeld 66,67% of 80% (de gebruikelijke minimumgestanddoeningspercentages bij openbare biedingen).

⁷ De bevoegdheid tot emissie ligt bij de algemene vergadering, maar in de praktijk wordt deze bevoegdheid vaak gedelegeerd aan het bestuur (art. 2:96 BW). In Nederland is het *market practice* om het bestuur voor een periode van 18 maanden te machtigen om 10% aan nieuwe aandelen uit te geven.

van de aandelen de rest van de aandeelhouders mag worden uitgekocht⁸, dat het bestuur van de doelvennootschap de 'controle' over het biedingsproces houdt (immers om toestemming te krijgen voor een lager gestanddoeningspercentage dan 95% zal de bieder het bestuur van de doelvennootschap moeten overtuigen dat het bod in het belang is van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen) en dat hij niet strijdig is met het Europees recht.

Daarnaast zouden wij Nederlandse beursvennootschappen die hun lange termijn, maatschappelijke en/of sociale waarden graag willen benadrukken, willen aanmoedigen om deze rechtstreeks op te nemen in hun statutaire doelomschrijving.⁹ Hierdoor is het voor aandeelhouders op voorhand duidelijk dat dergelijke vennootschappen een ander profiel en karakter kennen dan andere beursvennootschappen. Aandeelhouders worden op deze manier ook 'gebonden' aan die doelomschrijving. Dit maakt het voor de desbetreffende vennootschappen gemakkelijker om bijvoorbeeld in vijandige overnamesituaties maatregelen te treffen om de eigen in de statuten verankerde waarden te beschermen. Ook stelt deze uitgebreidere statutaire doelomschrijving een eventuele beschermingsstichting eerder in staat om beschermingspreferente aandelen te nemen.

Verder zouden wij de Nederlandse beursvennootschappen willen aanmoedigen om in de verslaggeving veel beter dan nu te beschrijven hoe zij op lange termijn waarde denken te creëren, wat de strategie, het verdienmodel en de onderscheidende waardegenererende middelen zijn om dit te realiseren en op welke wijze in het afgelopen boekjaar daaraan is bijgedragen.¹⁰ Dit zal het voor aandeelhouders gemakkelijker maken om tot het oordeel te komen dat de strategie en het verdienmodel van de vennootschap zowel op korte als op lange termijn waarde genereren.

2. Moet de overheid een rol hebben bij overnames van Nederlandse vennootschappen?

Gelet op het voorgaande verwacht Eumedion een terughoudende rol van de overheid bij overnames van Nederlandse vennootschappen. Alleen als een bod wordt gedaan op een vennootschap die van evident vitaal belang is voor het goed functioneren van de Nederlandse samenleving zou de overheid de mogelijkheid moeten hebben om die overname te blokkeren of aan nadere voorwaarden te onderwerpen. Concreet vindt Eumedion dat overheidsingrijpen alleen mogelijk zou moeten zijn in het geval van een overnamepoging van een vennootschap die i) actief is in één van de twaalf door de overheid

⁸ Art. 2:92a BW.

⁹ Zie in dezelfde zin advocaat-generaal Timmerman in L. Timmerman, 'De breedte van het vennootschapsrecht, enkele inleidende opmerkingen', *WPNR* 2015/7048, p. 93-94.

¹⁰ Ook wel *integrated reporting* genoemd; in lijn met principe 1.1 en *best practice* bepaling 1.1.4 van de herziene Nederlandse corporate governance code.

aangewezen vitale sectoren én ii) waarbij het maatschappelijk belang van (een deel van) de ondernemingsactiviteiten voldoende duidelijk, specifiek en substantieel is. Als aan deze criteria wordt voldaan, zou een interdepartementale commissie moeten kunnen toetsen of bij de overname de nationale veiligheid of de openbare orde in het geding is.¹¹ In het uiterste geval zou de overheid de overname moeten kunnen blokkeren. Bij alle andere overnames ziet Eumedion geen toetsende rol voor de overheid weggelegd.¹²

Eumedion pleit daarom voor een sectorbreed wetsvoorstel waarin de overheid de mogelijkheid krijgt om overnames van vennootschappen die van evident belang zijn voor het goed functioneren van de Nederlandse samenleving te toetsen op de gevolgen voor de nationale veiligheid en de openbare orde.

Een gelijklopende brief is vandaag ook verzonden aan de Minister van Economische Zaken, de Minister van Veiligheid en Justitie en de Minister van Financiën.

Hoogachtend,



Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

¹¹ Aangesloten zou kunnen worden bij het model van het Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS). De term 'nationale veiligheid' wordt in de Verenigde Staten ruim opgevat: daaronder vallen onder meer infrastructuur, technologie en energie.

¹² Eumedion's positie wordt verder toegelicht in haar reactie van 23 maart 2017 op het ontwerp-wetsvoorstel ongewenste zeggenschap telecommunicatie (<http://bit.ly/2mXiOjA>).

Bijlage: overzicht juridische en economische beschermingsconstructies Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen (situatie per april 2017)

AEX	Preferente beschermings-aandelen	Prioriteitsaandelen	Certificaten van aandelen als bescherming	Bevriende controlerend aandeelhouder
Aalberts		√		
ABN AMRO (***)			√	
Aegon (***)	√			
Ahold Delhaize (*)	√			
AkzoNobel		√		
Altice				√
ASML	√			
Boskalis	√			
DSM	√			
Gemalto				
Heineken				√
ING Groep (***)	√			
KPN	√			
NN Group (***)	√			
Philips	√			
Randstad				√
RELX (**)				
SBM Offshore	√			
Unilever (**)				
Vopak	√			
Wolters Kluwer	√			

* De calloptie van de beschermingsstichting van Ahold Delhaize loopt in december 2018 af; Ahold Delhaize is nog in overleg met haar aandeelhouders over de toekomstige vormgeving van haar beschermingsconstructie.

** Op RELX en Unilever is niet alleen het Nederlandse recht, maar ook het Britse recht van toepassing (zij zijn namelijk in Nederland én in het Verenigd Koninkrijk gevestigd). Deze vennootschappen zijn onbeschermd, vanwege de daar geldende 'no frustration rule' bij het uitbrengen van een openbaar bod (regel 21 uit de Britse *Takeover Code*).

*** Een overname van ABN AMRO, Aegon, ING Groep en NN Group vergt de goedkeuring van de prudentiële toezichthouder (de Europese Centrale Bank dan wel De Nederlandsche Bank).

AMX	Preferente beschermings-aandelen	Prioriteitsaandelen	Certificaten van aandelen als bescherming	Beviende controlerend aandeelhouder
Arcadis	√	√		
ASM International	√			
ASR Nederland (*)	√			
BAM Groep	√			
BESI	√			
Corbion (**)				
Eurocommercial		√		
Flow Traders (*)				
Fugro	√		√	
GrandVision				√
IMCD (**)				
Intertrust (*)				√
OCI				√
Philips Lighting	√			
PostNL	√			
Refresco (**)				
Sligro				√
TKH Group	√	√	√	
TomTom	√			
Vastned (**)				
Wereldhave	√			

* Een overname van ASR Nederland, Flow Traders en Intertrust vergt goedkeuring van De Nederlandsche Bank.

**Corbion, IMCD, Refresco en Vastned hebben weloverwogen hun beschermingsconstructies in de afgelopen tien jaar afgebroken dan wel bij beursgang uitdrukkelijk gekozen voor geen juridische bescherming. Corbion kent overigens nog een stevige Nederlandse aandeelhoudersbasis: NN Group en ASR Nederland houden gezamenlijk ongeveer 25% van het geplaatste kapitaal.