



Schriftelijke inbreng voor het rondetafelgesprek over de bescherming van Nederlandse bedrijven tegen overnames, 1 juni 2017.

Paul Koster, directeur van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB)

In dit position paper geeft de VEB haar visie op twee vraagstukken die in het publieke debat met elkaar verweven zijn geraakt, maar om een verschillende benadering en ook verschillende antwoorden vragen. Eerst gaat de VEB in op de rol van de Nederlandse overheid waar het vitale sectoren betreft. Vervolgens komt het overnameproces rond beursgenoteerde ondernemingen aan de orde en zal worden aangetoond dat Nederlandse beursvennootschappen reeds over afdoende beschermingsconstructies beschikken om een onwelgevallige overname af te wenden. Met als uitgangspunt het willen bevorderen van de-escalatie, formuleert de VEB tot slot een voorstel om overnames in Nederland efficiënter en transparanter te doen verlopen met oog voor de belangen van de bidder, de doelvennootschap, aandeelhouders en overige stakeholders.

Vitale sectoren en vestigingsklimaat

De VEB ziet geen grote(re) rol voor de overheid bij overnames, tenzij de nationale veiligheid of het functioneren van de samenleving in gevaar komt. De VEB pleit niet voor een sectorbrede wet, maar voor wetgevend maatwerk in zorgvuldig gekozen vitale sectoren waarin op basis van consensus aanvullende bescherming tegen een grensoverschrijdende overname (door een buitenlandse partij) wellicht gewenst is¹. Dit kan aan de hand van een toetsing vooraf door de Minister van Economische Zaken die al dan niet resulteert in een verklaring van geen bezwaar. De wenselijkheid van een mogelijke overname wordt getoetst op basis van publieke beschikbare, en vooraf gedefinieerde, strikte criteria die glashelder maken (i) welke bedrijven binnen een bepaalde vitale sector onder de (toetsings)wet vallen en (ii) op welke gronden een verklaring van geen bezwaar kan worden geweigerd. Daarmee is het voor verschaffers van risicodragend eigen vermogen (aandeelhouders/beleggers) op voorhand duidelijk wanneer zij hun kapitaal ter beschikking stellen aan een onderneming waarvan een overname kan worden geblokkeerd. Bovendien ontstaat helderheid voor de ondernemingen zelf alsmede voor buitenlandse partijen die een overnamepoging overwegen.

De VEB ziet daarentegen wel een belangrijke taak voor de overheid in het bevorderen van een excellent vestigingsklimaat. Het volgende kabinet kan de ambities opschroeven door een consistent klimaatbeleid te ontvouwen, hoogwaardig onderwijs te faciliteren, in de (digitale) infrastructuur te investeren en een optimale omgeving voor R&D en toegepast onderzoek in te richten. Dit maakt het voor ondernemingen aantrekkelijker om hun productiefaciliteiten en onderzoekscentra, en dus kennis en werkgelegenheid, in Nederland te behouden. Ook trekt Nederland zo ondernemingen aan met een beperktere kwetsbaarheid voor overnames.

¹ Momenteel zijn twaalf sectoren als vitaal aangemerkt: energie; telecom/ICT; drinkwater; voedsel; gezondheid (incl. medicijnen); financieel; kerens & beheren oppervlaktewater; openbare orde en veiligheid; rechtsorde; openbaar bestuur; transport; chemische en nucleaire industrie.



Overnameprocessen in Nederland

1) De VEB benadrukt het belang van een afgewogen discussie

De huidige wereldeconomie, gekenmerkt door globalisering, consolidatie en (disruptieve) innovatie biedt Nederland grote kansen, maar brengt uitdagingen en gevoelens van onzekerheid met zich. De VEB heeft begrip voor de emoties die in het debat naar voren komen, maar benadrukt dat Nederland met haar open economie behoedzaam moet opereren. De VEB wil waken voor overhaaste maatregelen die het vestigingsklimaat schaden, buitenlandse investeringen ontmoedigen, als boemerang kunnen terugkomen op Nederlandse multinationals die in het buitenland overnames plegen, en nadelige gevolgen hebben voor het functioneren van kapitaalmarkten.

2) Voldoende beschermingsmogelijkheden voor Nederlandse bedrijven

Het mag zo lijken dat Nederland wordt overspoeld door vijandige overnames. In de praktijk komen deze echter zelden voor. De enige aanvankelijke vijandige poging was die van América Movil (AMX) in 2013. KPN wist deze poging echter af te wenden door gebruik te maken van een beschermingsconstructie met preferente aandelen. Bij de buitenlandse interesse voor AkzoNobel, PostNL en Unilever is in het geheel geen sprake van een vijandige poging (dat wil zeggen: de bidder tracht, ondanks afwijzingen door het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap, controle te verkrijgen over de doelvennootschap, ofwel door middel van een openbaar bod ofwel door aandelen op te kopen)².

Het Nederlands recht biedt meer dan voldoende bescherming voor beursgenoteerde ondernemingen tegen vijandige biedingen. Allereerst hebben bestuur en commissarissen onder het Nederlandse vennootschapsrecht een grote mate van vrijheid bij het beoordelen van (indicatieve) overnamevoorstellen. Bovendien hebben nagenoeg alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen de beschikking over één of meerdere beschermingsmaatregelen.³ De VEB ziet derhalve geen noodzaak om het scala aan beschermingsconstructies uit te breiden. De recente praktijk laat zien dat het bestuur van een onderneming vijandige biedingen effectief kan ontmoedigen. Het bestaan en de mogelijke inzet van beschermingsconstructies blijkt voldoende om (potentiële) bidders ervan te doordringen dat een overname in Nederland pas mogelijk is als de vennootschap met het bod instemt. Bovendien beschikt een overgrote meerderheid van Nederlandse beursvennootschappen over een (statutaire) beschermingsconstructie die bij een vijandige overname kan worden geëffectueerd.

² Sterker, bij zowel PostNL als Unilever was het nooit de intentie van de geïnteresseerde partij (bpost respectievelijk KraftHeinz) om ook maar een vijandige overnamepoging te overwegen.

³Tot deze instrumenten behoren onder andere de mogelijkheid tot het uitgeven van preferente aandelen, prioriteitsaandelen, en certificering van aandelen. Prioriteitsaandelen zijn speciale aandelen die door een aan de vennootschap gelieerde stichting worden gehouden en waaraan bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden. Die bijzondere rechten maken het voor potentiële bidders op voorhand onaantrekkelijk een overname te overwegen zonder vooraf goedkeuring van bestuur en commissarissen te hebben.



Vereniging VEB NCVB

Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag

T: +31 (0)70 313 00 00
F: +31 (0)70 313 00 99

I: www.veb.net
E: info@veb.net

Rek: ABN-AMRO 51.70.19.485
K.v.K: 40408053

Van de 25 AEX-fondsen hebben alleen Gemalto, RELX en Unilever (de laatste twee vanwege het Britse recht) geen beschermingsconstructie.⁴

3) Bedenktijd van een jaar zet ondernemingen juist onder druk

Een aantal belangrijke beursgenoteerde ondernemingen in Nederland opereren anno 2017 in traditionele en consoliderende markten waarin schaalgrootte en kostenbesparingen een belangrijke rol spelen en autonome groei beperkt is, wat hen kwetsbaar maakt voor overnames. Stakeholders mogen verwachten dat het bestuur op regelmatige basis de *stand-alone* strategie van de onderneming toetst aan marktontwikkelingen, met het oog op lange termijn waardecreatie. In de traditionele industrieën zijn overnames een belangrijk strategisch middel en voorwaarde om de schaalgrootte te bereiken die lange termijn continuïteit waarborgt. Recente voorbeelden van intense overname-interesse bevestigen deze realiteit. In dat licht is de discussie in Nederland over bedenktijd bij ongewenste overnames ontstaan.

Ongewenste interesse kan ontaarden in een vijandige overnamepoging indien de doelvennootschap niet in discussie wil treden met de bidder. In deze situatie ontberen de stakeholders de benodigde transparantie om een afweging te maken tussen de *stand-alone* strategie van de doelvennootschap en het voorstel van de bidder. De VEB is daarom voorstander van de in het Nederlands recht onderkende verplichting tot overleg tussen doelvennootschap en bidder (ook als de interesse ongewenst is).

De VEB is in principe geen voorstander van vijandige overnames. Dit vanwege de lage slagingskans en het veelal onzorgvuldige verloop doordat geen sprake kan zijn van gedegen *due diligence*. De *business case* wordt onvoldoende getoetst, er kan onzekerheid bestaan over de mededingingsrechtelijke aspecten en de bidder loopt het risico een te hoge prijs te betalen die vervolgens door kostenbesparingen moet worden terugverdiend met alle mogelijke gevolgen van dien voor de werkgelegenheid. Bovendien heeft een vijandige bidder veelal ook met eigen aandeelhouders te maken die een vijandige overname waarschijnlijk niet accepteren. Ook financiering door banken is in de praktijk nauwelijks te arrangeren.

De slagkracht van een onderneming moet geenszins ontkracht worden door een bedenktijd, zeker niet in een consoliderende industrie. Met de invoering van een bedenktijd - zonder enige verplichting tot het aangaan van gesprek - ontstaat een onwenselijke situatie waarin onnodig een jaar lang onduidelijkheid bestaat over de toekomst van de vennootschap, bij de onderneming zelf en bij de stakeholders, en de koers geen reflectie vormt de reële marktwaarde. Het gebrek aan transparantie tijdens de bedenktijd leidt tot onzekerheid op financiële markten en verhoogt het risico op allerlei vormen van marktmisbruik.

Het brengt geen rust, maar zorgt juist voor meer spanning. Het bestuur voelt wellicht druk om maatregelen te nemen die niet het lange termijn belang van de vennootschap dienen.

⁴ De statutaire beschermingsconstructie van Ahold/Delhaize loopt in 2018 af. Het bestuur is momenteel in overleg met aandeelhouders over de vraag hoe de beschermingsconstructie in de toekomst kan worden gecontinueerd.



Vereniging VEB NCVB

Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag

T: +31 (0)70 313 00 00
F: +31 (0)70 313 00 99

I: www.veb.net
E: info@veb.net

Rek: ABN-AMRO 51.70.19.485
K.v.K: 40408053

Het voorstel tot een bedenktijd tast aandeelhoudersrechten in de kern aan⁵. Aandeelhouders wordt de mogelijkheid ontzegd om het bestuur (dat feitelijk een jaar lang onaantastbaar is) ter verantwoording te roepen. Het Nederlandse corporate governance model rust op checks and balances. De vennootschap, de met haar verbonden onderneming en stakeholders zijn er niet bij gebaat wanneer aandeelhouders hun controlefunctie jegens het bestuur niet kunnen uitoefenen. Juist in een overnamesituatie, waarin ook persoonlijke belangen spelen, is deze controlefunctie van eminent belang.

Bovendien biedt de bedenktijd geen bescherming aan de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, maar mogelijk alleen aan falend bestuur (bijvoorbeeld een bestuur dat niet heeft ingespeeld op marktonwikkelingen en groeikansen heeft gemist).

Het voorstel is ook niet noodzakelijk: de indruk wordt namelijk gewekt dat de algemene vergadering van aandeelhouders al vaak het vertrouwen in de raad commissarissen heeft opgezegd. Dit is echter nog nooit gebeurd. AkzoNobel kon het verzoek van Elliott gemakkelijk terzijde schuiven en ASMI heeft de rechtszaak tegen beleggers gewonnen.

Tot slot bemoeilijkt de bedenktijd, net als andere verregaande voorstellen tot bescherming uit het verleden, het functioneren van de (internationale) fusie- en overnamemarkt waarop juist ook Nederlandse bedrijven zich geregeld begeven.

4) Pleidooi voor constructieve dialoog en transparantie

Overnameprocessen dienen transparant, afgewogen en gestroomlijnd te verlopen op basis van een constructieve dialoog tussen bidder en doelvennootschap waarbij de informatiepositie van de markt(partijen) bovendien wordt versterkt. Dit kan door een extra dialoogfase van 12 weken te introduceren. Na afloop hiervan publiceert de doelvennootschap een verantwoordingsrapport en gaat de reguliere biedingstermijn in. Met dit voorstel sluit de VEB zo veel mogelijk aan op bestaande Europese regelgeving. Hieronder werken wij dit uit.

⁵ De algemene vergadering heeft als kernbevoegdheid om alle bestuurders en ten minste twee derden van het totale aantal commissarissen te benoemen, alsmede hen te allen tijde te ontslaan. Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/319. Een of meer houders van aandelen, of houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten, die gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of een zoveel geringer bedrag als bij de statuten is bepaald, kunnen door de voorzieningenrechter van de rechtbank op hun verzoek worden gemachtigd tot de bijeenroeping van een algemene vergadering. Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/335. Op grond van art. 2:111/221 lid 1 BW verleent de voorzieningenrechter van de rechtbank, na de vennootschap te hebben gehoord, de verzochte machtiging, indien de verzoekers summierlijk hebben doen blijken dat de in art. 2:110/220 BW gestelde voorwaarden zijn vervuld, en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van de vergadering. Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/336. Dit recht om een buitengewone vergadering bijeen te doen roepen is eveneens een kernbevoegdheid die aandeelhouders toekomt. Met de wetwijziging uit 2004 komt de algemene vergadering bij een structuurvennootschap de bevoegdheid toe om bij volstrekte meerderheid van stemmen vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatst kapitaal het vertrouwen in de raad van commissarissen opzeggen (art. 2:161a/271a BW). Dit besluit heeft het onmiddellijk ontslag van de commissarissen tot gevolg.



Stap 1: Melding van serieuze interesse bij de AFM

Eenieder heeft serieuze interesse in de doelvennootschap, dat wil zeggen: er is een voldoende gedetailleerd potentieel voorstel tot het uitbrengen van een openbaar bod. Er is nog geen openbare informatie beschikbaar omtrent dit voornemen. Bieder en/of doelvennootschap melden dit bij de AFM. Na een marginale toetsing stelt de AFM vast of er inderdaad sprake is van serieuze interesse. Bij groen licht van de AFM vangt de eerste periode van 12 weken aan.

Stap 2: Eerste periode van (maximaal) twaalf weken – constructieve dialoog

Doelvennootschap en bieder treden in constructief overleg. Zodra de geheimhouding niet meer kan worden geborgd, moeten zij conform de Verordening Marktmisbruik de markt onverwijld hiervan op de hoogte stellen door middel van een openbare mededeling. Ligt het tijdstip waarop openbaar wordt dat beide partijen constructief overleg voeren minder dan 8 weken ná aanvang van het overleg, dan hebben partijen 4 weken om overeenstemming te bereiken over het door de potentiële bieder uit te brengen openbaar bod⁶. De eerste periode duurt in dat geval minder dan 12 weken.

Stap 3: Openbare mededeling en verantwoording naar de markt

Uiterlijk 12 weken na aanvang van het constructief overleg wordt verantwoording afgelegd aan de markt en de overige stakeholders.

Er zijn twee mogelijkheden: (i) beide partijen doen gezamenlijk een openbare mededeling waarin zij het openbaar bod aankondigen waarover zij, al dan niet voorwaardelijk, overeenstemming hebben bereikt⁷. Of (ii) de doelvennootschap kondigt aan in een verantwoordingsrapport dat en waarom het constructief overleg niet tot overeenstemming heeft geleid. In dit verantwoordingsrapport maakt het bestuur van de doelvennootschap de zorgvuldige afweging duidelijk en geeft zij de redenen aan waarom het overleg niet tot een akkoord heeft geleid. Kortom er wordt verslag gedaan van het besluitvormingsproces binnen de doelvennootschap opdat aandeelhouders en stakeholders weten op welke gronden (en met cijfermatige onderbouwing) de plannen van de bieder tegen het *stand-alone* scenario zijn afgewogen en waarom de eigen strategie het vennootschapsbelang beter dient en op de langere termijn meer waarde zou creëren⁸.

Stap 4: Tweede periode van twaalf weken tot aan het biedingsbericht.

Beide partijen onderhandelen óf verder (max. 12 weken) óf de bieder beraadt zich over een vijandig bod. In dit laatste geval kan de doelvennootschap besluiten om een *white knight* te zoeken of eventueel een tijdelijke beschermingsconstructie te gebruiken.

⁶ Dit voorstel voldoet aan de verplichting uit de Overnamerichtlijn dat de markt tijdig moet worden geïnformeerd over een op handen zijnde bieding.

⁷ Dit gebeurt aan de hand van de in het Besluit openbare biedingen (Bob)Wft bedoelde aankondiging.

⁸ De mededelingsplichten van de bieder staan beschreven in het Bob Wft.



Voordelen dialoofase en rapportageverplichting:

- i. Geen overbodige beschermingsmaatregel die schadelijk is voor het vestigingsklimaat, falend management beschermt en aandeelhoudersrechten aantast.
- ii. Het voorstel sluit aan bij bestaande wet- en regelgeving en daarin geldende termijnen.
- iii. Het voorkomt een weigering van constructief overleg. Dit brengt daarmee rust, structuur en transparantie in het overnameproces en houdt de markt aantrekkelijk voor internationale aandeelhouders.
- iv. Niet alleen aandeelhouders, maar ook de overige stakeholders worden beter geïnformeerd en kunnen een afgewogen besluit nemen. In het bijzonder moeten werknemers moeten kunnen afwegen welk scenario het beste de lange termijn doelstellingen waarborgt.
- v. Het vermindert de kans op een vijandige overname. Goed geïnformeerde aandeelhouders worden sneller overtuigd van een *stand-alone* strategie en zullen deze ook eerder steunen.
- vi. In het Nederlands ondernemingsrecht hangt de toelaatbaarheid van tijdelijke beschermingsconstructies mede af van de wijze waarop de doelvennootschap heeft gereageerd op de toenadering van de bidder. In redelijkheid het gesprek aangaan geldt hierbij als ondergrens.

Verhoging gestandsdoeningspercentage

Mocht de wetgever het desalniettemin noodzakelijk vinden om een extra beschermingsmaatregel in te voeren door middel van een verhoging van het gestandsdoeningspercentage, pleit de VEB voor een verhoging tot maximaal 66,6%. Een verhoging tot 95% biedt de onderneming de mogelijkheid om, via de inkoop van eigen aandelen of een emissie, een permanente beschermingsconstructie te creëren.