

C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, 1.084 p.

Harold Koster, datum 31-12-2018

Datum

31-12-2018

Auteur

Harold Koster^[1]

Folio weergave

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

Vakgebied(en)

Ondernemingsrecht / Algemeen

1. Inleiding

De Brauw's imposante juridische handboek bestrijkt het volledige terrein van overnames van beursvennootschappen en telt meer dan duizend pagina's. De Brauw, M&A advocaat te Amsterdam, schrijft in zijn voorwoord dat dit handboek het resultaat is van een bundeling van zijn praktijkervaringen bij het begeleiden van openbare biedingen in allerlei vormen en rollen.

Overnames van beursvennootschappen betreft een uiterst actueel en belangrijk onderwerp. De uitspraak van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam van 29 mei 2017 (*Elliott International L.P. c.s./AkzoNobel NV*)^[2] over de klacht van activistische aandeelhouders en hedgefonds Elliott c.s. dat AkzoNobel niet wil onderhandelen over de voorwaarden om een PPG-bod te steunen, illustreert dat fraai. De Brauw bespreekt in zijn boek op heldere en boeiende wijze mede aan de hand van vele praktijksituaties talloze aspecten van overnames van beursvennootschappen.

Het boek gaat qua indeling uit van vier belangrijke deelonderwerpen die relevant zijn voor openbare biedingen. Dit zijn: (i) het perspectief van toezicht, biedingsregels en het gereguleerde biedingsproces; (ii) het perspectief van vennootschapsrechtelijke aangelegenheden zoals de taken van het bestuur en de RvC van de doelvennootschap; (iii) de relevante contractuele regelingen, in het bijzonder ten aanzien van het *merger* protocol tussen de bieder en de doelvennootschap bij een vriendschappelijk bod en *irrevocables* tussen bieder en grootaandeelhouders; en (iv) de praktische aspecten die spelen bij het toepassen van de biedingsregels, het vennootschapsrecht en relevante contractuele regelingen. De Brauw heeft bij de opbouw van zijn boek voor zover mogelijk de chronologie van een typisch biedingsproces gevolgd. Het handboek kent drieëntwintig hoofdstukken. De talloze onderwerpen die De Brauw in zijn boek behandelt, geven blijk van een grondige en uitgebreide studie van het gekozen onderwerp. Hij besteedt ruimschoots aandacht aan de jurisprudentie en aan in de literatuur levende opvattingen en vraagpunten en deelt voorts veel waardevolle inzichten. Ik zal hierna ingaan op enkele punten die in het boek aan de orde komen.

2. Doelvennootschap

In paragraaf 4.2.1 gaat De Brauw in op de definitie in art. 1:1 Wft van de doelvennootschap. De doelvennootschap is in dat artikel omschreven als de instelling die de effecten heeft uitgegeven waarop het openbaar bod betrekking heeft. Deze omschrijving is ruimer dan de definitie van doelvennootschap in art. 2 lid 1 onder b Overnamerichtlijn. Daar wordt de doelvennootschap omschreven als 'de vennootschap op de effecten waarvan een bod wordt uitgebracht'. De Nederlandse definitie omvat niet slechts vennootschappen, maar elke instelling, ongeacht de rechtsvorm. De Nederlandse biedingsregels kunnen derhalve in beginsel ook van toepassing zijn op door stichtingen, coöperaties, personenvennootschappen of andere Nederlandse of buitenlandse (rechts)personen uitgegeven effecten. De Brauw wijst erop dat op basis van de Nederlandse wettekst bij een openbaar bod op door een stichting administratiekantoor uitgegeven certificaten, het administratiekantoor als 'doelvennootschap' zou kunnen worden aangemerkt. Zou het bod uitsluitend op dergelijke certificaten zijn gericht, dan zou op basis van de tekst van wet de beursgenoteerde instelling waarvan effecten zijn gecertificeerd niet als doelvennootschap gelden. Dit omdat het bod dan niet gericht is op de door de beursgenoteerde instelling uitgegeven effecten. De consequentie zou zijn dat in dat geval de desbetreffende beursgenoteerde instelling niet gebonden is aan de verplichtingen die op grond van de biedingsregels op de doelvennootschap rusten. De Brauw is evenwel van mening, mijns inziens terecht, dat de beursgenoteerde instelling waarvan de effecten zijn gecertificeerd en waarop het bod betrekking

heeft, als doelvennootschap kan worden aangemerkt. Dit gelet op het feit dat de definitie in art. 1:1 Wft de definitie van doelvennootschap uit de Overnamerichtlijn en de in die richtlijn opgenomen verplichtingen van doelvennootschappen dient te implementeren, alsmede gelet op de strekking en uitwerking van de verplichtingen van de doelvennootschap in hoofdstuk 5.5 Wft en het Besluit openbare biedingen. Ik ben het voorts ook graag met De Brauw eens dat binnen een redelijke wetsuitleg past dat het administratiekantoor niet naast de beursgenoteerde instelling ook als doelvennootschap aan de biedingsregels is gebonden, ook al valt het administratiekantoor formeel gezien binnen het bereik van de definitie.^[3]

3. Aandeelhouders en stakeholders

In paragraaf 5.1.4.2.4 besteedt de auteur aandacht aan het belang van aandeelhouders en andere *stakeholders* bij overnames. Hij stipt daar aan dat voor de *Cancun* uitspraak van de Hoge Raad in de praktijk en ook in de literatuur vaak toch van een zeker primaat van het aandeelhoudersbelang werd uitgegaan. Zoals De Brauw evenwel terecht opmerkt, kennen we in Nederland niet een regel, zoals de Amerikaanse *Revlon rule*, op grond waarvan het bestuur van de doelvennootschap zich in een overnamesituatie (vrijwel) uitsluitend hoeft te focussen op het maximaliseren van de verkoopopbrengst voor haar aandeelhouders en dat de normale bevoegdheidsverdeling opzij zou worden gezet ten voordele van de aandeelhouders. In de *Corporate Governance Code 2008* werd het belang van langetermijnaandeelhouderswaarde weliswaar nog benadrukt, in de huidige 2016 Code ligt de nadruk inmiddels op langetermijnwaardecreatie. In de preambule van de 2016 Code is in dat kader vastgelegd dat de vennootschap een samenwerkingsverband voor de lange termijn is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders en dat bestuur en RvC van de vennootschap verantwoordelijk zijn voor de belangen van de stakeholders. De Brauw merkt evenwel op dat als onderdeel van de afweging in de praktijk ook na *Cancun* in de meeste gevallen het aandeelhoudersbelang nog steeds wel prominent aan bod zal komen. Dat neemt volgens de Brauw niet weg dat het uitgangspunt voor de invulling van de bestuurlijke taakvervulling in *Cancun* is het belang van de vennootschap en haar onderneming, waarbij belangen van een bepaalde categorie stakeholders – vanuit de juridische normering – niet op voorhand prevaleren. Dit past volgens hem goed bij een zuiver stakeholdermodel en maakt zoals gezegd ook meer betekenisvolle verantwoording – vooral gebaseerd op de gekozen strategie – door bestuur en RvC mogelijk. Dit sluit ook goed aan bij de *AkzoNobel* uitspraak van de Ondernemingskamer. Hierin overwoog de Ondernemingskamer onder meer dat denkbaar is dat de doelvennootschap een voorstel van een potentiële bidder niet steunt, ook indien de meerderheid van haar aandeelhouders dat wel zou willen aanvaarden of zelfs indien aannemelijk is dat een stand-alone scenario “minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn)”. Niettemin geldt volgens De Brauw dat in de praktijk bij langdurige impasses het functioneren van de vennootschapsleiding aanzienlijk bemoeilijkt kan worden door (publieke) druk en onvrede en de uitoefening van aandeelhoudersrechten, bijvoorbeeld indien reguliere herbenoemingen worden afgekeurd en decharge wordt geweigerd. Aandeelhouders zijn nu eenmaal, zo stipt De Brauw terecht aan, de enige categorie stakeholders met directe rechten en bevoegdheden die van belang zijn voor de positie van bestuur en RvC. Aldus is sprake van een zeker spanningsveld tussen aan de ene kant de stakeholdersgedachte en aan de andere kant de realiteit dat de aandeelhouders feitelijk als enige stakeholdersgroep bepaalde (machts) bevoegdheden bezitten. De Brauw werkt dit punt niet verder uit, maar gelet op dit spanningsveld zou, meen ik, nader nagedacht kunnen worden over de precieze invulling van deze rechten, en of dit wellicht (enige) aanpassing behoeft. In dat kader zou ook verder nagedacht kunnen worden – dit betreft een meer fundamenteel punt – of de toedeling van bevoegdheden aan aandeelhouders niet (enige) heroverweging verdient. Zouden de (andere) stakeholders niet meer betrokken kunnen of moeten worden, ook in het kader van bepaalde besluitvorming?^[4]

4. Werknemers

Een ander belangrijk spanningsveld waar De Brauw in zijn boek terecht op wijst, doet zich voor in het kader van het overleg met de ondernemingsraad en de vakbonden (paragraaf 8.1.2 en 8.1.3). Op basis van de Fusiegedragsregels 2015 dienen vakbonden van een fusie in principe op de hoogte te worden gesteld voordat hierover een openbare mededeling wordt gedaan. Art. 5 lid 1 Besluit openbare biedingen bepaalt dat een bidder en een doelvennootschap een openbaar bod aankondigen uiterlijk zodra tussen bidder en doelvennootschap al dan niet voorwaardelijk overeenstemming is bereikt over het uit te brengen openbaar bod. Terecht wijst De Brauw erop dat de fusiepartijen de betrokken vakbonden derhalve tijdig in kennis dienen te stellen van een voorgenomen fusie, informatie daarover verstrekken en hen de gelegenheid bieden hun oordeel te geven vanuit het gezichtspunt van het belang van de in de onderneming werkzame personen. De Brauw merkt daarover op dat in de praktijk in een dergelijke situatie de zin en invloed van de consultatie van de vakbonden niet moet worden overschat. Hoewel de voorwaardelijke overeenstemming de ruimte zou moeten laten om in het vervolg nog serieus met de opvatting van de vakbonden rekening te houden, is dit in de praktijk volgens hem ingewikkeld. In dat kader is ook relevant dat de vraag of een openbaar bod slaagt uiteindelijk een zaak is van de bidder en de aandeelhouders, terwijl de aspecten die voor de vakbonden van belang zijn, zoals behoud van werkgelegenheid, veelal vaak pas na afronding van de

fusie aan de orde komen. Voor wat betreft de ondernemingsraad geldt dat de gangbare opvatting is dat het ervoor moet worden gehouden dat met het besluit tot het aanbevelen van het bod, het besluit tot overdracht van de zeggenschap mede wordt genomen door de doelwit-ondernemer. Dit vormt een zelfstandige grond om de ondernemingsraad van de doelvennootschap een adviesrecht toe te kennen op grond van art. 25 lid 1 onder a WOR.^[5] Het advies moet op basis van art. 25 lid 2 WOR op een zodanig tijdstip worden gevraagd dat het nog van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit. Bij een openbaar bod zal in veel gevallen evenwel geen sprake meer zijn van een situatie waarop een advies van de ondernemingsraad nog van wezenlijke invloed kan zijn. Niet besproken door de Brauw in dit kader, maar zeker relevant in deze, is de vraag of het voorschrift van art. 25 lid 2 WOR dan zwaarder weegt dan het bepaalde in art. 5 lid 1 Besluit openbare biedingen.^[6]

5. Duur beschermingsmaatregelen

Over de duur van beschermingsmaatregelen is De Brauw^[7] van mening dat bescherming (langdurig) moet kunnen voortduren indien dat noodzakelijk is totdat de relevante dreiging is opgeheven. Hij wijst erop dat de RNA-beschikking^[8] en de casus van RNA in perspectief moeten worden gezien en dat er ruimte is voor herijking in het huidig tijdsgewricht en de thans bestaande opvattingen over bescherming, net zoals de RNA-beschikking zelf expliciet verwijst naar de destijds gangbare opvattingen die op belangrijke onderdelen kritischer waren ten opzichte van bescherming dan nu het geval is. Voorts stipt De Brauw aan dat dit ook past in een geloofwaardig stakeholdermodel. Dit omdat als de bescherming bijvoorbeeld na ommekeer van twee jaar moet worden opgegeven, het Nederlandse stakeholdermodel dan dus ook in feite na twee jaar zou wijken voor aandeelhoudersmacht. Ik ben dit graag met De Brauw eens. Overigens meen ik dat de RNA beschikking al ruimte laat voor deze invulling. De belangrijkste overwegingen uit r.o. 3.7 van de Hoge Raad in de RNA-beschikking ter zake zijn:

“dat als uitgangspunt [dient] te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn”.

Door gebruik van de woorden ‘in het algemeen’ lijkt de Hoge Raad immers de mogelijkheid open te houden dat dit in uitzonderlijke gevallen anders – dus wel voor onbepaalde tijd – kan zijn.^[9]

6. Toezicht op overnames

In paragraaf 14.14.7.2.1 behandelt De Brauw het AFM standpunt over het verhogen en wijzigen van het bod.^[10] Zo is volgens de AFM sprake van een ontoelaatbare wijziging van het bod als aan een cash-bod een ruilelement wordt toegevoegd, waarbij tegelijkertijd het oorspronkelijke cash-gedeelte wordt verlaagd. Andersom geldt hetzelfde. Hoewel economisch gezien sprake kan zijn van een verhoging van het bod, is dit volgens de AFM niet toegestaan. De Brauw werpt mijns inziens terecht de vraag op waarom het bij een gemengd bod niet toelaatbaar zou mogen zijn een duidelijke economische verhoging te realiseren door bijvoorbeeld de cash-component sterk te verhogen en de ruilcomponent te verlagen.^[11]

Een ander aspect waar De Brauw in paragraaf 16.15.1.1. e.v. terecht aandacht voor vraagt, is de vraag of de beslissing van de wetgever om het toezicht op de biedplicht aan de Ondernemingskamer op te dragen en niet aan de AFM, geen heroverweging verdient. De Brauw stipt aan dat de wetgever destijds van oordeel was dat de Ondernemingskamer over de nodige specifieke expertise beschikt met betrekking tot openbare biedingen, het opleggen van civielrechtelijke sancties en relevante vennootschapsrechtelijke aangelegenheden waaronder het bepalen van de billijke prijs. Ook werd van belang geacht dat minderheidsaandeelhouders en de doelvennootschap, die het meest in hun belang kunnen worden getroffen, zelf in rechte moesten kunnen optreden. De Brauw meent dat deze argumenten weinig overtuigend zijn. Een belangrijk nadeel van deze invulling is zijns inziens het verlamme effect van *free rider*-gedrag in negatieve zin. Dit betreft het risico dat individuele belanghebbenden ieder voor zich onvoldoende belang hebben om in een procedure naleving te vorderen waardoor geen enkele belanghebbende actie onderneemt. Ook zal het voor belanghebbenden in de regel zeer lastig zijn voldoende bewijs te verzamelen om het bestaan van bijvoorbeeld het ‘in onderling overleg handelen’ aannemelijk te maken. In de praktijk heeft de Ondernemingskamer in elk geval tot dusverre nauwelijks een rol van betekenis gehad bij handhaving van de biedplicht en het ontwikkelen van richtinggevende rechtspraak. De Brauw wijst er voorts terecht op dat het toezicht door de lijdelijke Ondernemingskamer niet lijkt te voldoen aan het vereiste actieve toezicht dat de lidstaten op basis van overweging 5 en art. 4 van de Overnamerichtlijn gehouden zijn in te stellen. De Brauw verdedigt daarom mijns inziens terecht dat het de voorkeur zou verdienen om de AFM alsnog (hoofd)toezichthouder te maken.

7. Closing

Ik sluit af. De Brauw heeft een uitstekend handboek geschreven waarin de materie van overnames van beursvennootschappen helder en gedetailleerd wordt beschreven. Het boek bevat veel nuttige suggesties en

aandachtspunten voor de praktijk. Iedereen in de praktijk of wetenschap die iets over overnames van beursvennootschappen wil weten, adviseer ik dit boek te raadplegen. Ik heb het met genoeg gelezen.

Voetnoten

[1]

Harold Koster is verbonden aan de Erasmus School of Law en aan de Universiteit van Dubai.

[2]

ECLI:NL:GHAMS:2017:1965.

[3]

Zie voor een deels afwijkende mening G. van Solinge, 'Het openbaar bod in Wte 1995 en Bte 1995', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 503 (afl. 17).

[4]

Hier valt veel meer over te zeggen. In een andere, toekomstige bijdrage over dit onderwerp zal ik daar meer in detail op ingaan.

[5]

Zie P.H. Burger & L.C.J. Sprengers, 'Zoals heurt, is niet zoals het gebeurt', *Ondernemingsrecht* 2018/31.

[6]

Zie hierover ook P.H. Burger & L.C.J. Sprengers, 'Zoals heurt, is niet zoals het gebeurt', *Ondernemingsrecht* 2018/31.

[7]

Zie daarover paragraaf 12.4.5.8.2.5.

[8]

HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA).

[9]

Zie ook de conclusie van A-G Timmerman bij ASMI: "3.7.12 (...) *De bescherming zal in het algemeen langer geoorloofd zijn naarmate het bestuur meer concessies doet aan de aandeelhouder(s), zonder dat hier concessies van de aandeelhouder(s) tegenover staan. Omgekeerd zal de bescherming in beginsel minder lang geoorloofd zijn naarmate de aandeelhouder meer concessies doet, zonder dat het bestuur beweegt. Daarnaast kan de opstelling van de ondernemingsraad, van overige aandeelhouders, in het bijzonder die van lange termijn-aandeelhouders, en andere direct belanghebbenden van invloed zijn op de vraag of een bescherming kan worden gehandhaafd en hoe veel concessies van de ene of andere partij kunnen worden gegeven. Naarmate andere bij de vennootschap betrokken belanghebbenden meer steun uitspreken voor een van partijen, zal wellicht gegeven kunnen worden dat de andere partij meer beweegt teneinde tot een oplossing te komen. Ook de reactie van partijen op de standpuntbepaling van de andere belanghebbenden kan op die manier invloed hebben op de vraag hoe lang de bescherming mag voortbestaan.*"

[10]

Zie www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/interpretaties-openbare-biedingen.

[11]

Zie hierover ook B.W. Roelvink, 'De nieuwe biedingsregels – een overzicht', *Ondernemingsrecht* 2012/67.