Schriftelijke inbreng

B.T.M. Steins Bisschop

Beschermingsmaatregelen strekken ertoe een vijandige bieder of een (te) activistische aandeelhouder te ontmoedigen om door middel een overname of beleidsbeïnvloeding controle over (de onderneming van) de doelvennootschap te verkrijgen. Het gaat in de regel om juridisch *geldige* maatregelen, waarvan echter onder de omstandigheden de *houdbaarheid* kan worden getoetst.

Een premie bij een vijandig overnamebod impliceert dat de bieder de ondernemingswaarde aanzienlijk hoger taxeert dan de beurswaarde.

Daardoor rijzen de volgende vragen:

1. Betekent dit dat het management tekort is geschoten?
2. Is het aannemelijk dat de waarde van de onderneming zal stijgen door het nieuwe beleid ná een geslaagde overname?
3. Wat moet worden verstaan onder “waarde” van de onderneming?

*Vraag 1* Taak van het bestuur:

De belangrijkste taak van het bestuur is het nemen van verantwoordelijkheid voor de strategie. Deze moet zijn gericht op langetermijn waardecreatie. Ter boordeling van de effectiviteit van de gekozen strategie is de beurskoers een van de indicaties, maar niet de doorslaggevende. Bij het bepalen en uitvoeren van de strategie dient het bestuur rekening te houden met de belangen van alle stakeholders.

* Een premie impliceert niet dat het bestuur tekort is geschoten.
* De beoordeling van het bestuurshandelen dient te geschieden door weging van alle stakeholders belangen.
* Het bestuur bepaalt onder toezicht van de RvC de strategie, waaronder het aangaan – of weigeren – van samenwerkingsverbanden.
* De disciplinerende werking van aandeelhoudersinvloed komt met name tot uitdrukking in de bevoegdheid tot benoemen en ontslaan van bestuurders en commissarissen (evt. beperkt door statutaire bepalingen, wettelijke regelingen en/of juridische beschermingsmaatregelen zoals preferente aandelen en certificering) en het “stemmen met de voeten”.

*Vraag 2* Beleidsvoornemens bieder:

Regulering op nationaal en Europees niveau schrijft voor dat de bieder in het verplichte biedingsbericht omschrijft welke maatregelen na aanvaarding van het bod genomen worden en op welke wijze het overnamebod wordt gefinancierd.

Uit het biedingsbericht moet ten minste kunnen worden afgeleid:

* Wordt gefinancierd door middel van reorganisatie van de doelwitvennootschap (waaronder het afstoten van deelnemingen)?
* Wordt een kortetermijn koerswinst beoogd?
* Hoe waarschijnlijk is de uitvoering van de maatregelen zoals uiteengezet in het biedingsbericht/soortgelijk document?
* Welke garanties worden gegeven?

Aan de hand van de antwoorden op deze vragen kan worden vastgesteld of en in hoeverre de beoogde maatregelen bijdragen aan ‘goed ondernemerschap’ waaronder langetermijn waardecreatie, bijdrage aan duurzaamheid en andere aspecten in het belang van alle stakeholders, en niet alleen in het belang van de aandeelhouders.

In het algemeen geldt:

* Reorganisatie van de orderneming (aantoonbaar) gericht op financiering van de overnamesom en/of kortetermijn financiële doelstellingen, kunnen gelden als rechtvaardiging van de inzet van bescherming.
* Beleidsvoornemens (aantoonbaar) gericht op goed of verbeterd ondernemerschap na de overname staan in de weg aan beschermingsmaatregelen.

*Vraag 3* Kernvraag: wanneer is sprake van te beschermen “waarde van de onderneming”?

De volgende noties dienen in aanmerking te worden genomen:

* “Beschermen” is *common practice* in de meeste continentaal-Europese jurisdicties, zoals Duitsland, Italië, Spanje en Frankrijk. In deze landen is sprake van *structurele* bescherming door overheidsdeelnemingen, aandelen met bijzonder stemrecht, intermediairs, pyramide-structuren en cross holdings. Dergelijke maatregelen ontbreken (alleen) in het Verenigd Koninkrijk. Gegeven de aanmerkelijke verschillen tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is het onjuist te spreken van Angelsaksische praktijken.
* In Nederland is sprake van *juridische* bescherming door beschermingsmaatregelen zoals preferente aandelen en certificering. De Nederlandse beschermingspraktijk wijkt – effectief – niet af van wat in continentaal-Europa gebruikelijk is.
* Bescherming kan ook uit bestaan uit *economische* maatregelen, zoals bankconvenanten en andere contractuele arrangementen tussen de doelvennootschap en derden welke in het belang van de onderneming zijn, maar ook de aantrekkelijkheid van de onderneming voor een vijandige bieder verminderen.

Goed ondernemingsbestuur kan bescherming vergen van de kerndoelstelling van de onderneming, langetermijn waardecreatie.

* Deze doelstelling wordt per onderneming, en in vergelijking met de betreffende sector, nader geconcretiseerd.
* Gegeven de vrijwel exclusieve directe verantwoordelijkheid van het bestuur voor de ondernemingsstrategie behoort het tot de bestuursplicht te zorgen voor bescherming.
* Wanneer op aandeelhoudersniveau geen maatregelen zijn getroffen, kan of dient het bestuur over te gaan tot het treffen van economische beschermingsmaatregelen.

In overeenstemming met de uitgangspunten van de Nederlandse Corporate Governance Code dient de ondernemingsstrategie gericht te zijn op het behartigen van de belangen van alle stakeholders, risicomanagement, cultuur en beloningsbeleid.

* Het is denkbaar dat de beoordeling van de noodzaak of wenselijkheid van bescherming wordt gefaciliteerd door het invoeren van een wettelijke mogelijkheid voor het bestuur van de doelvennootschap van een bedenktijd van ten hoogste 180 dagen.
* Een wettelijke bedenktijd zou naast *juridische* en *economische* bescherming ook *wettelijke* bescherming introduceren. Aanpassing aan de semi-wettelijke (respons)termijn uit de Nederlandse Corporate Governance Code van *maximaal* 180 dagen laat voldoende ruimte voor marginale toetsing van het hanteren ervan. De voorgestelde termijn van 1 jaar lijkt te lang en niet gepast in de internationale verhoudingen.

De beoordeling van concrete situaties waarin zich de beschermingsvraag voordoet, kan niet plaatsvinden zonder beoordeling van de door de onderneming gevoerde strategisch beleid. Deze beoordeling dient marginaal plaats te vinden. Het is de vraag of de zg. RNA-norm daarbij een rol speelt. De beoordeling moet per casus en gegeven de omstandigheden van het geval plaatsvinden.

Een uitzondering hierop wordt gevormd wanneer zich situaties voordoen bij ondernemingen die betrokken zijn bij nationale belangen, bijv. op het terrein van cruciale maatschappelijke infrastructuur.

* Dergelijke belangen moeten of kunnen worden beschermd door regulering, vergelijkbaar met regelingen in de Verenigde Staten en enige andere Europese landen.