

Beschermingsconstructies bij IPO's anno 2015

*Mr. M.M. van den Berg**

Inleiding

Tot omstreeks begin jaren negentig van de vorige eeuw werden vrijwel alle in Nederland genoteerde beursvennootschappen beschermd tegen onwelgevallige partijen door middel van één of meer beschermingsconstructies.¹ Een rechtvaardiging van dit bestuurlijk instrumentarium was veelal het beschermen van het vennootschappelijk belang. Sinds ongeveer begin deze eeuw boette de positie van het bestuur in aan belang omdat aandeelhouderswaarde en de (kortetermijn)belangen van aandeelhouders meer aandacht kregen.² Deze belangen verdragen zich moeilijk met beschermingsconstructies, getuige de voortdurende weerstand tegen het gebruik en de afname in het aantal hiervan.

Het pleit tegen een actieve rol van het bestuur en voor passiviteit komt voor een groot deel voort uit het streven om de *agency costs* te beheersen.³ Vanuit deze benaderingswijze worden de aandeelhouders beschouwd als de *principals, residual/ultimate claimants* en *owners* van de vennootschap en het bestuur als hun *agents* (hierna: *agency theory*). Zo kan het bestuur beslissen de aandelen in de vennootschap bij openbaar bod te verkopen. Teneinde de hieruit voortvloeiende *agency costs* te beheersen, moet het bestuur worden gecontroleerd.⁴

Deze scheiding tussen *ownership* en *control* levert bij beursvennootschappen potentieel problemen op. Bij beursvennootschappen met een wijdverspreid aandelenkapitaal kan sprake zijn van coördinatieproblemen (*collective action* en *free ridergedrag*), ten gevolge waarvan de aandeelhouders het bestuur niet effectief kunnen controleren. Dit leidt tot hoge *agency costs* bij beursvennootschappen.⁵ Het *principal-agent*-probleem heeft in beginsel een waardedrukkend effect op de vennootschap. Desondanks kunnen de aandeelhouders het bestuur soms nodig hebben om de hoogste prijs te verkrijgen. Wijdverspreide zeggenschap en daarmee coördinatieproble-

men kunnen er in een biedingssituatie toe leiden dat de aandeelhouders zich eenvoudig uit elkaar laten spelen, ten gevolge waarvan aan hen een minimale prijs kan worden geboden. Zij missen in een dergelijke situatie de onderhandelingskracht, die een beschermd bestuur in potentie wel heeft. Een actief bestuur, dat een overname kan beïnvloeden door het gebruiken van beschermingsconstructies, kan voor de aandeelhouders positief uitpakken.

Dit zijn redenen voor het bestuur om voor een *Initial Public Offering* (IPO) de introductie van beschermingsconstructies te overwegen. Introductie op een later moment is vrijwel onmogelijk. Bij een IPO bestaat er voor de vennootschap onmiskenbaar een stimulans om de corporate governance zo vorm te geven dat deze werkt in het voordeel van de aandeelhouders.⁶ Het succes van de IPO, het hoogst haalbare rendement, vaart immers op de belangstelling van potentiële kapitaalverschaffers. Indien beschermingsconstructies gelet op het aandeelhoudersperspectief ongewenst zouden zijn, dan zouden deze bij IPO's zo min mogelijk worden geïntroduceerd. Veel vennootschappen introduceren bij een IPO echter een vorm van bescherming, waaruit naar mijn opvatting volgt dat beschermingsconstructies ook vanuit het aandeelhouderperspectief kunnen behoren tot de optimale inrichting van corporate governance.

Doel van beschermingsconstructies

Door middel van een beschermingsconstructie kan de zeggenschap van aandeelhouders in geval van een dreigende vijandige overname of indien een aandeelhoudersmeerderheid een wijziging van de strategie wenst die strijdt met het vennootschappelijk belang (hierna: aandeelhoudersactivisme), tijdelijk worden beperkt.⁷ In de opvatting van Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme stellen beschermingsconstructies het bestuur in staat om, onder toezien oog van de raad van commissarissen (RvC), in een overvalsituatie op zorgvuldige en evenwichtige wijze het vennootschappelijk belang, het belang van de aan hem verbonden onderneming en dat van de betrokken stakeholders tegen elkaar af te wegen.⁸

In de praktijk dienen beschermingsconstructies ertoe om onder meer dwingende en oneerlijke overnametactieken, zoals

* Mr. M.M. van den Berg is advocaat bij Allen & Overly te Amsterdam.
1. A.B.M. Kohn, Beschermingsconstructies nader bezien, TvOB 2010, afl. 5, p. 125.
2. M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden, Ondernemingsrecht 2006, p. 211.
3. M.J. van Ginneken, De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten, Deventer: Kluwer 2010, p. 361.
4. P.A. van der Schee, Regulation of Issuers and Investor Protection in the US and EU, TvOB 2012, afl. 3, p. 73.
5. Van Ginneken 2010, p. 361.

6. Van Ginneken 2010, p. 382.
7. Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, JOR 2001/55 (Gucci V).
8. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/631.

Tabel 1 Beschermingsconstructies op de Nederlandse beurs 2014 (bron: onderzoek Vereniging van Effectenbezitters (VEB) in 2014*)

Index	Aantal beursvennootschappen	Prefs	Prioriteits aandelen	Certificering van aandelen
AEX	22	13	1	3
AMX	22	12	4	2
AScX	22	9	2	4
Totaal**	66	34	7	9
Percentage (%)***		52	11	14

* www.veb.net/content/HoofdMenu/Kennisbank/Kennisbank/beschermingsconstructies.aspx.

** Bestanddeelvennootschappen naar buitenlands recht zijn niet in het onderzoek betrokken.

*** Percentages kloppen niet, omdat vennootschappen verschillende beschermingsconstructies kunnen combineren.

een partieel en *two-tier front-end loaded* bod, te voorkomen. De laatste overnametactiek is een methode bestaande uit twee stappen. Stap één betreft een openbaar bod tegen een hoge of redelijke vergoeding dat zich richt op verwerving van slechts een zodanig gedeelte van het aandelenkapitaal (bijvoorbeeld 30%) dat benodigd is om controlerend aandeelhouder te worden. Nadien worden de resterende aandelen tegen een veel lagere prijs (*'mop up price'*) verkregen, al dan niet door middel van een openbaar bod.⁹ Andere overnametactieken waartegen beschermd kan worden, zijn *creeping control transactions*. Dit zijn transacties waarbij de overnemer zich door één of meer onderhandse transacties die kort op elkaar volgen een positie verschafft in de doelvennootschap, waarna de overnemer overgaat tot het uitbrengen van een openbaar bod op de rest van de aandelen.¹⁰ Ook in geval van een *'sneak attack'* verwerft de overnemer langzamerhand (en veelal ongemerkt) controle.

Belangrijkste beschermingsconstructies in Nederland

Beschermingspreferente aandelen

In de regel worden de aandelen uitgegeven aan een stichting die daartoe speciaal wordt opgericht (hierna: stichting continuïteit). Op basis van artikel 2:80 lid 1 van het Burgerlijk Wetboek (BW) hoeven deze aandelen enkel voor 25% te worden volgestort. Beschermingspreferente aandelen (hierna: prefs) kunnen worden gebruikt als beschermingsconstructie, indien en voor zover het bestuur daartoe door de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) (tijdelijk) is aangewezen. Daarnaast kan, door middel van een optieovereenkomst, aan de stichting continuïteit een call-optie worden verleend op het nemen van prefs.¹¹ Prefs kunnen worden genomen in geval van (de dreiging van) een vijandig openbaar bod of aan-

deelhoudersactivisme en mogen enkel worden uitgegeven voor een gelimiteerde tijdsperiode (twee jaar).

Prioriteits aandelen

In de statuten kan worden neergelegd dat aan een klein aantal aandelen superieure zeggenschapsrechten zijn verbonden. Prioriteits aandelen kennen geen officiële wettelijke grondslag. Uit artikel 2:92 lid 3 BW volgt echter dat de statuten kunnen bepalen dat aan bepaalde aandelen bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden. Hiertoe behoren onder meer rechten inzake de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen, de bevoegdheid tot uitgifte en inkoop van aandelen, het voorstellen van het dividendbeleid en het goedkeuren van statutenwijzigingen.

Dwingendrechtelijke bevoegdheden van de AVA kunnen niet aan de prioriteitsaandeelhouders (hierna: prioriteit) worden toegekend. Wel kan worden bepaald dat voor deze besluiten voorafgaande goedkeuring van de prioriteit is vereist of dat een besluit enkel op voordracht van de prioriteit kan worden genomen.¹² Een dergelijke constructie biedt de prioriteit in feite een vetorecht. Prioriteits aandelen concentreren de zeggenschap, als gevolg waarvan deze aandelen de beursvennootschappen kunnen beschermen tegen ongewenste aandeelhouderszeggenschap. Prioriteits aandelen worden voor onbepaalde tijd uitgegeven aan een 'bevriende' stichting of onderneming.

Aan prioriteits aandelen kan een zodanige invulling worden gegeven dat het structuurregime wordt nagebootst. Opge-merkt zij dat een gekwalificeerde meerderheid van 'gewone' aandeelhouders de prioriteit kan dwingen om een nieuwe bindende voordracht te doen (art. 2:133 lid 2 jo. art. 2:142 lid 2 BW). Best practice-bepaling IV.1.1 bepaalt overigens dat de drempel reeds ligt op een 'volstreekte meerderheid' van de stemmen die een derde van het kapitaal vertegenwoordigt.

9. M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht openbaar bod, Deventer: Kluwer 2004, p. 20.

10. Van Ginneken 2010, p. 167-168.

11. R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2014, Ondernemingsrecht 2014, p. 615.

12. J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie, O&F 2010, afl. 4, p. 67.

Certificering van aandelen

Certificering van aandelen in de zin van Boek 2 BW houdt in dat de zeggenschapsrechten (onder andere vergaderrechten, recht op inlichtingen en stemrecht) en de financieel-economische rechten (zijnde onder meer rechten bij verdeling van het saldo bij vereffening, rechten bij winstverdeling, reflectierecht bij blokkeringsregelingen en voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen) van elkaar zijn gescheiden. Het betreft geen strikte scheiding, omdat de wet bij beursvennootschappen de mogelijkheid biedt om aan houders van bewilligde certificaten, zijnde certificaten die met 'medewerking van de vennootschap' zijn uitgegeven en 'toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt', stemrechten toe te kennen (art. 2:118a lid 1 BW).¹³

In de regel worden de aandelen uitgegeven aan het administratiekantoor (hierna: AK), dat certificaten uitgeeft aan de kapitaalverschaffers. De certificaathouders zijn 'economisch eigenaar' van de aandelen. Het AK blijft 'juridisch eigenaar' omdat het eigendom ten titel van beheer door het AK wordt behouden. Het voornaamste gevolg van deze constructie is dat het stemrecht blijft berusten bij het AK.

Analyse beschermingsconstructies bij IPO

Beschermingsprefente aandelen

In Nederland was in 2014 de uitgifte van prefs de meest gebruikte beschermingsconstructie bij beursvennootschappen.¹⁴ Prefs kunnen enkel worden genomen in vijandige situaties. Anderszins interfereren prefs niet met het *one-share-one-vote*-principe dan wel de aandeelhoudersinvloed. De overnamestrijd rondom KPN bewijst de verdienste van prefs in lage-premie *creeping control*-situaties. Een nadelig kenmerk van prefs is dat de beursvennootschap de stichting continuïteit drijvende moet houden, met haar bestuur, financiering, enzovoort. Een ander nadelig kenmerk is dat prefs buitenstaanders (het stichtingsbestuur) significante invloed geven op de toekomst van de vennootschap. Ook in geval van aandeelhoudersactivisme kunnen prefs uitkomst bieden. De bieder komt niet boven de 30% van het aandelenkapitaal, dus kan de beursvennootschap tot 30% van het aandelenkapitaal onderbrengen bij de stichting continuïteit.

Prioriteitsaandelen

Prioriteitsaandelen vereisen geen specifieke actie van het bestuur in geval van een vijandige situatie. De bijzondere zeggenschapsrechten die (vooraf) zijn verbonden aan prioriteitsaandelen kunnen bepaalde besluiten permanent blokkeren. De uitgifte van prioriteitsaandelen is een structurele maatregel die macht wegneemt bij de aandeelhouders, ook buiten biedingsituaties. Ten aanzien van prioriteitsaandelen kan de vraag worden gesteld of de uitgifte ervan adequaat en proportioneel is en met inachtneming van de belangen van alle stake-

holders.¹⁵ Aandeelhouders hebben over bepaalde onderwerpen nooit iets te zeggen. Het is de vraag of dit gerechtvaardigd is. Uit de Rodamco North America-beschikking (RNA-beschikking) zijn immers twee potentiële dreigingen te destilleren waartegen de beursvennootschap zich mag beschermen: de bedreiging van (de continuïteit van) het beleid en de bedreiging van de belangen van de vennootschap en de stakeholders. Bedreiging van het beleid kan voorkomen in de vorm van een openbaar bod, maar ook in de vorm van aandeelhoudersactivisme, in welke situatie één of meer kapitaalverschaffers voor ogen hebben de strategie en het beleid van de beursvennootschap (uiteindelijk) te wijzigen. Buiten voornoemde situatie is het moeilijk uit te leggen aan potentiële aandeelhouders dat de aandeelhoudersmacht is beperkt en waarom deze macht is ondergebracht bij een (externe) stichting. Dit geldt te meer voor buitenlandse investeerders. Ten slotte is deze beschermingsconstructie ongewoon bij IPO's.

Certificering van aandelen

Certificering van aandelen is de sterkst beschikbare beschermingsconstructie. Zij schrikt aandelenaccumulatie af en biedt tevens tegenwicht zonder dat enige actie van het bestuur nodig is. Een neveneffect is dat in de praktijk het AK stemt op alle aandelen waarvoor geen stemvolmacht is gevraagd door investeerders. Het is de vraag hoe dit zich verhoudt met good governance. Het AK beïnvloedt de besluitvorming immers ook buiten 'oorlogstijd'. Op basis van artikel 2:118a lid 2 BW kan in 'oorlogstijd' een stemvolmacht echter worden beperkt, uitgesloten of herroepen. 'Oorlogstijd' omvat de situatie waarin een openbaar bod is aangekondigd ofwel uitgebracht (sub a), één of meer certificaathouders gezamenlijk meer dan 25% van het kapitaal verschaffen (sub b), of uitoefening van het stemrecht door een certificaathouder strijdt met het vennootschappelijk belang en het belang van de daaraan verbonden onderneming (sub c). Principebepaling IV.2 van de Corporate Governance Code (hierna: Code) bepaalt echter: 'Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel.' Het gevolg hiervan is dat het AK te allen tijde en onbeperkt alle verzoeken van certificaathouders om stemvolmachten moet honoreren. Desondanks is het lastig te rechtvaardigen waarom het AK mag stemmen 'voor' kapitaalverschaffers die niet verschijnen. Bovendien is de certificering van aandelen hoogst ongebruikelijk bij IPO's.

Gerechtvaardigde en toelaatbare bescherming

De beslissing om een onderneming op de beurs te introduceren heeft verstrekkende gevolgen voor de zeggenschapsverhoudingen binnen de betrokken onderneming. Met de beursintroductie wordt de besloten groep van grootaandeelhouders uitgebreid met een grotere groep publieke, kleine aandeelhouders. Waar het bestuur voorheen rekenschap aflegde aan een begrensde groep van kapitaalverschaffers, waartoe het bestuur

13. De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 69.

14. Eumedion, Evaluatie AvA-seizoen 2014, p. 11, www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2014-ava-evaluatie.pdf.

15. HR 18 april 2002, NJ 2003/286 m.nt. Maeijer (RNA/Westfield).

veelal ook zelf behoorde, legt het na beursgang verantwoording af aan een grote groep onbekende beleggers.¹⁶

In potentie kan binnen een beursvennootschap een spanningsveld ontstaan indien kortetermijnbelangen van aandeelhouders conflicteren met de belangen van de betrokken stakeholders of de continuïteit, ontwikkeling en identiteit van het beleid van de vennootschap. Dit spanningsveld ontwikkelt zich voornamelijk in geval van een vijandig openbaar bod of een ongewenste strategiewijziging waarop door een aandeelhoudersmeerderheid wordt aangedrongen.¹⁷ Beschermingsconstructies kunnen hiervoor een oplossing bieden, omdat zij het bestuur de benodigde middelen kunnen verschaffen om in 'oorlogstijd' de onderhandelingspositie vis-à-vis de overnemer te versterken en in staat stellen het gewenste gewicht toe te kennen aan het vennootschappelijk belang.

Een belangrijke reden waarom beschermingsconstructies volgens kapitaalverschaffers niet gerechtvaardigd zijn, is dat het nog maar de vraag is of het bestuur zijn bevoegdheid werkelijk ten behoeve van bescherming zal aanwenden. Met andere woorden, het oplossen van het coördinatieprobleem biedt geen garantie dat bescherming wordt gebruikt in het voordeel van de aandeelhouders. Er zijn meer belangen. Het bestuur hoeft niet enkel naar aandeelhoudersbelangen te kijken. Het bestuur is geen goede *agent* voor de aandeelhouders, wordt geredeneerd. Zij willen het liefst dat het bestuur geen plaats neemt aan de onderhandelingsstafel, omdat zij de kapitaalverstrekkers zijn. Daarbij kunnen kanttekeningen worden geplaatst.

In vergelijking tot de aandeelhouders is het bestuur beter geëquipeerd om gewichtige beslissingen te nemen. Voornamelijk beursvennootschappen met een wijdverspreid aandelenkapitaal zijn niet bij machte om de vennootschap te besturen. Voor een gecentraliseerd bestuur zijn goede redenen. In geval van een openbaar bod kan het bijvoorbeeld voor de kapitaalverschaffers moeilijk zijn om het bod juist te waarderen. Het bestuur is beter in staat om op basis van de meest volledige en accurate informatie complexe afwegingen te maken. Deze afwegingen kunnen niet enkel aan de kapitaalverschaffers worden overgelaten.

Tot slot

Langzamerhand is er een zekere afkeer ontstaan van te grote kwetsbaarheid van beursvennootschappen voor de grillen van de kapitaalmarkt. Dit hangt onder meer samen met het heersende economische gedachtegoed van de *market for corporate control*.

Destillateur Lucas Bols werd onlangs op de beurs geïntroduceerd, gebruikmakend van de beschermingsconstructie van bindende voordracht. Bij de IPO op 2 juli 2014 werd verzeke-

raar NN Group naar de beurs gebracht door ING Groep. Zij houdt door middel van de RvC en verscheidene overeenkomsten een stevige vinger in de pap bij haar dochter. Zo lang ING Groep in ieder geval 35% van het aandelenkapitaal houdt, heeft zij het recht om drie van de zeven commissarissen voor te dragen. Ten aanzien van sommige besluiten heeft de RvC tevens een vetorecht. ING Groep moet haar aandelen ultimo 2016 hebben verkocht. Ook nadien zal NN Group goed beschermd blijven. Zo zal het volledige structuurregime van toepassing zijn, waarbij bevoegdheden van de AVA bij de RvC worden ondergebracht. Ten slotte is er een beschermingsstichting opgericht, die in vijandige situaties een beschermingsmaatregel kan nemen. IMCD, het voormalige chemische zusje van Imtech, werd op 26 juni 2014 naar de beurs gebracht. De private-equitymaatschappij Bain Capital, die IMCD op de beurs introduceerde, heeft het recht om een meerderheid van de RvC voor te dragen (drie van de vijf commissarissen), zolang zij meer dan 30% van het aandelenkapitaal van IMCD houdt. Na de IPO had Bain Capital nog een belang van circa 50%. Beursbedrijf Euronext, dat op 20 juni 2014 werd geïntroduceerd, gaf zijn kernaandeelhouders het recht om gezamenlijk voordrachten te doen voor een derde van de RvC. De groep van kernaandeelhouders behoudt dit recht indien de groep ten minste 25% van de aandelen houdt. Heden houdt de groep ruim 33% van het aandelenkapitaal.¹⁸

Beschermingsconstructies bieden het bestuur tijd en onderhandelingsmacht om de alternatieven te bezien en om te streven naar het best mogelijke resultaat voor de aandeelhouders en stakeholders. Beschermingsconstructies mogen niet worden ontworpen om permanent wijzigingen in de controle van de vennootschap te voorkomen. Voorts zouden beschermingsconstructies niet mogen interfereren met het *one-share-one-vote*-principe. Kortom, beschermingsconstructies mogen niet worden gebruikt om het bestuur af te schermen van controle door de aandeelhouders.

Beschermingsconstructies bieden geen absolute bescherming. In geval van een biedingssituatie waarin het er heftig aan toe gaat, zullen beschermingsconstructies niet hét redmiddel zijn. Desalniettemin bieden zij het bestuur een belangrijk machtsinstrument. De bevoegdheid om met goede kaarten plaats te nemen aan de onderhandelingsstafel, versterkt de positie van het bestuur en biedt het de instrumenten om zich waar nodig te verzetten tegen de overnemer. Dit blijkt veelal ook voordelig voor de kapitaalverschaffers.

16. L.R.T. van der Goot & P.G.J. Roosenboom, *Corporate Governance en de waardering van beursintroductions*, MAB 2001, p. 91.

17. De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 61.

18. Prospectus NN Group 17 juni 2014; Prospectus IMCD 16 juni 2014; Prospectus Euronext 16 juni 2014.