

**Inventarisatie werking van de regeling tot afroaming  
koerswinst op aandelen  
(artikel 2:135 lid 7 BW)**

**Zuidas Instituut voor Financieel recht en  
Ondernemingsrecht (ZIFO)**

**Vrije Universiteit Amsterdam**

**Amsterdam, 27 oktober 2016**

**Prof. mr. J.B. Huizink  
Prof. mr. A.F. Verdam  
Mr. dr. B.H.A. van Leeuwen  
Mr. K.H.M. de Roo**



## Voorwoord

Dit onderzoek betreft de evaluatie van de afroomregeling die is vastgelegd in art. 2:135 lid 7 BW. Deze bepaling heeft een zogenaamde horizon meegekregen: zij geldt tot 1 juli 2017. De minister heeft de Kamer beloofd de bepaling voor die tijd te evalueren. Deze evaluatie ligt thans voor u.

Vanaf haar invoering is deze regeling onderwerp van discussie geweest, zowel vanwege de principes die eraan ten grondslag liggen als vanwege de gekozen formulering. De regeling vindt haar oorsprong in de discussies over beloningsexcessen en de aanpassing en terugvordering van bonussen. Daaraan is tijdens het parlementaire totstandkomingstraject het beteugelen van soms forse koerswinsten op aandelen, die door bestuurders bij overnames werden gehouden, toegevoegd. Vanuit die gedachte zijn twee bepalingen die betrekking hebben op de zogenaamde “claw back” van bonussen ingevoerd (art. 2:135 lid 6 respectievelijk lid 8 BW). Met de afroomregeling, zoals deze uiteindelijk is komen te luiden, is beoogd een zuivere belangenafweging in de besluitvorming van bestuurders bij overnames en daarmee gelijk te stellen situaties te bewerkstelligen, door het op korte termijn incasseren van koerswinst tegen te gaan.

Voor dit onderzoek hebben wij medewerking gekregen van zes vennootschappen die met de toepassing van deze regeling te maken hebben gehad, alsmede van twee organisaties die de belangen van aandeelhouders behartigen. Wij willen de personen die we hebben geïnterviewd bedanken voor hun bereidwillige en betrokken bijdrage aan dit onderzoek.

Op deze plaats willen wij de leden van de Begeleidingscommissie bedanken voor hun deskundige, scherpe en enthousiaste begeleiding van dit onderzoek. Wij waarderen in het bijzonder de gedachtewisseling met de Begeleidingscommissie over het verkrijgen van geschikte gegevens en de interpretatie daarvan om de werking van de regeling te kunnen beoordelen. Ten slotte bedanken wij het WODC voor het in ons gestelde vertrouwen en voor de begeleiding van dit onderzoek.

Amsterdam, 27 oktober 2016

Namens de onderzoekers,

Prof. mr. J.B. Huizink en prof. mr. A.F. Verdam

## Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Inleiding</b> .....	<b>7</b>
1.1 Aanleiding voor het onderzoek .....	7
1.2 De afroomregeling .....	8
1.3 Doel van de afroomregeling.....	9
1.4 De probleemstelling .....	10
1.5 Onderzoeksmethoden .....	10
1.6 Trapsgewijze aanpak selectie van relevante casus .....	11
1.6.1 Eerste stap in de selectie van de casus: beursgenoteerde vennootschappen waar zich een major corporate event heeft voorgedaan.....	11
1.6.2 Tweede stap in de selectie van casus: major corporate events en voldaan aan koerswinstvoorwaarde.....	12
1.6.3 Derde stap in de selectie van casus: major corporate event, koerswinst en aandelen bij wijze van bezoldiging verkregen .....	13
1.7 De interviews.....	14
1.8 Verdere behandeling in dit rapport.....	15
<b>2. Parlementaire geschiedenis en literatuur</b> .....	<b>17</b>
2.1 Parlementaire geschiedenis art. 2:135 lid 7 BW .....	17
2.1.1. Inleiding .....	17
2.1.2 2004 .....	17
2.1.3. 2010 .....	18
2.1.4. Wet flexibilisering en vereenvoudiging van het BV-recht.....	18
2.1.5. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, oorspronkelijk voorstel 2010 .....	19
2.1.6. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, derde nota van wijziging (2011).....	20
2.1.7. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, amendement van Vliet (2012) .....	21
2.1.8. Vermelding in de jaarrekening.....	22
2.1.9. Rol van de raad van commissarissen .....	22
2.1.10. Zienswijze Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht en VNO-NCW.....	22
2.2 De veronderstelde wijze van werking van art. 2:135 lid 7 BW .....	23
2.2.1 Overname: openbaar bod.....	23
2.2.2 Art. 2:107a besluiten .....	24
2.2.3 Juridische fusies/splitsingen .....	24
2.2.4 Opgave in de jaarrekening.....	25
2.2.5 Besluit openbare biedingen .....	25
2.3 Literatuur over de afroomregeling.....	25
<b>3. De casus</b> .....	<b>28</b>
3.1 Casus 1: Ziggo – Liberty Global .....	28

3.1.1	Vennootschap .....	28
3.1.2	Openbaar bod .....	28
3.1.3	Effectenpositie bestuurders .....	29
3.1.4	Koersinformatie .....	29
3.2	Casus 2: HES Beheer – Hestya Energy .....	29
3.2.1	Vennootschap .....	29
3.2.2	Openbaar bod .....	30
3.2.3	Effectenpositie bestuurders .....	30
3.2.4	Koersinformatie .....	30
3.3	Casus 3: Neways – BuS Holding GmbH.....	30
3.3.1	Vennootschap .....	30
3.3.2	Art. 2:107a besluit.....	30
3.3.3	Effectenpositie bestuurders .....	31
3.3.4	Koersinformatie .....	31
3.4	Casus 4: Corio - Klépierre.....	31
3.4.1	Vennootschap .....	31
3.4.2	Openbaar bod .....	31
3.4.3	Effectenposities bestuurders.....	31
3.4.4	Koersinformatie .....	32
3.5	Casus 5: Exact - Apax.....	32
3.5.1	Vennootschap .....	32
3.5.2	Overnamebod .....	32
3.5.3	Effectenpositie bestuurders .....	33
3.5.4	Koersinformatie .....	33
3.6	Casus 6: Nutreco - SHV.....	33
3.6.1	Vennootschap .....	33
3.6.2	Openbaar bod .....	34
3.6.3	Effectenpositie van bestuurders.....	34
3.6.4	Koersinformatie .....	34
3.7	Casus 7: Grontmij - Sweco.....	34
3.7.1	Vennootschap .....	34
3.7.2	Openbaar bod .....	35
3.7.3	Effectenpositie bestuurders .....	35
3.7.4	Koersinformatie .....	35
3.8	Casus 8: Ten Cate – Gilde Buy Out Partners .....	35
3.8.1	Vennootschap .....	35
3.8.2	Openbaar bod .....	36
3.8.3	Effectenposities bestuurders.....	36
3.8.4	Koersinformatie .....	36
3.9	Casus 9: Batenburg – VP Exploitatie .....	37
3.9.1	Vennootschap .....	37
3.9.2	Openbaar bod .....	37
3.9.3	Effectenposities bestuurders.....	37
3.9.4	Koersinformatie .....	37
3.10	Casus 10: Ahold - Delhaize .....	38

3.10.1	Vennootschap .....	38
3.10.2	Juridische fusie .....	38
3.10.3	Effectenpositie .....	38
3.10.3	Koersinformatie .....	38
<b>4.</b>	<b>De interviews .....</b>	<b>39</b>
4.1	Besproken onderwerpen .....	39
4.2	Toepasselijkheid van de afroomregeling en communicatie daarover .....	39
4.3	Betrokkenheid van aandeelhouders(vergadering) bij toepassing regeling .....	40
4.4	De ervaren invloed van de regeling op bestuurlijk gedrag .....	40
4.5	Bepaling van af te romen bedrag .....	41
4.6	Gesignaleerde complicaties en neveneffecten .....	41
4.7	Aanpassingen en alternatieven .....	43
<b>5.</b>	<b>Conclusies .....</b>	<b>44</b>
5.1	Bevindingen uit het empirisch onderzoek .....	45
5.1.1	Eerste deelonderzoeksvraag: regeling toegepast? .....	45
5.1.2	Tweede deelonderzoeksvraag: gevolgen en ervaringen .....	45
5.1.3	Derde deelonderzoeksvraag: neveneffecten .....	46
5.1.4	Vierde deelonderzoeksvraag: effectiviteit .....	47
5.2	Zijn er andere wijzen waarop het beoogde doel kan worden bereikt die wellicht effectiever zijn dan wel minder ongewenste neveneffecten hebben? .....	48
	<b>Leesvervangende samenvatting .....</b>	<b>55</b>
1.	Onderzoek .....	55
2.	Methode .....	55
3.	Bevindingen .....	56
4.	Conclusie .....	58
	<b>Bijlage 1 Samenstelling Begeleidingscommissie .....</b>	<b>59</b>
	<b>Bijlage 2 Art. 2: 135 BW sinds 1 januari 2014 .....</b>	<b>60</b>
	<b>Bijlage 3 Vragen gesteld in het kader van de interviews met de vennootschappen .....</b>	<b>62</b>
	<b>Bijlage 4 Geraadpleegde literatuur .....</b>	<b>64</b>

# 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding voor het onderzoek

Beloningen van bestuurders hebben in de afgelopen jaren aan politieke belangstelling gewonnen. De wettelijke bepalingen omtrent bestuurdersbeloningen zijn in de periode 2004-2014 een aantal malen aangepast. Dit kwam voort uit de wens iets te doen aan de – in de ogen van velen – soms buitensporig hoge beloningen van bestuurders. Er werd getwijfeld of de raad van commissarissen bij het beloningsbeleid wel het belang van de vennootschap vooropstelde; het vermoede bestaan van een ‘old boys network’ speelt hierbij een rol. Er kwamen berichten in het nieuws die de indruk wekten dat bestuurders en commissarissen elk gevoel voor verhoudingen kwijt zijn alsmede over zorg over een groeiende salariskloof – het verschil in beloning tussen de top van een bedrijf en haar werknemers – waar van werknemers steeds matiging wordt verwacht. Daarnaast hebben de – in de ogen van velen - buitensporig hoge bonussen in de financiële sector geleid tot maatschappelijke en politieke beroering.

De wettelijke regeling van de beloning van bestuurders van NV's in art. 2:135 BW is naar aanleiding hiervan een aantal keren aangepast. In het uiteindelijke art. 2:135 BW<sup>1</sup> worden onder meer de zeggenschapsrechten van de aandeelhoudersvergadering en van de ondernemingsraad ten aanzien van beloning van bestuurders gewaarborgd. Verder zijn de mogelijkheid tot aanpassing van bonussen en tot terugvordering van bonussen (“claw back”) en de afroomregeling ingevoerd. De regelingen zijn op 1 januari 2014 in werking getreden.

De afroomregeling is opgenomen in art 2:135 lid 7 BW. De afroomregeling heeft ten doel het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders in overnamesituaties. Met de bepaling wordt beoogd te voorkomen dat bestuurders die zelf aandelen hebben, uit financieel (eigen)belang instemmen met de overname van de vennootschap of andere majeure transacties en zo koerswinst op hun aandelen realiseren. Ingevolge de bepaling moet de eventuele koerswinst worden afgedragen aan de vennootschap, door deze in mindering te brengen op de bezoldiging van de bestuurder.

De afroomregeling geldt tot 1 juli 2017; op die datum vervalt art. 2:135 lid 7 BW. De minister heeft aan de Kamer toegezegd de regeling na twee jaar inhoudelijk te zullen evalueren. Het doel van de evaluatie is na te gaan of met de huidige wettekst het doel van de regeling, namelijk het tegengaan van oneigenlijke oordeelsvorming door bestuurders in overname situaties, wordt bereikt.

Tegen deze achtergrond is dit onderzoek verricht in opdracht van het WODC op verzoek van de Directie Wetgeving en Juridische Zaken van het Ministerie van Veiligheid & Justitie.

---

<sup>1</sup> De volledige tekst van artikel 2:135 BW staat in Bijlage 2 bij dit rapport.

## 1.2 De afroomregeling

De afroomregeling volgens art. 2:135 lid 7 BW luidt:

*Indien aandelen van de vennootschap of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht en een openbaar bod op de aandelen of certificaten daarvan is aangekondigd als bedoeld in artikel 5 van het Besluit openbare biedingen Wft, stelt de vennootschap voor iedere bestuurder afzonderlijk vast of de aandelen, certificaten of rechten om aandelen in het kapitaal van de vennootschap te nemen of te verkrijgen, die hem als bezoldiging zijn toegekend, in waarde zijn gestegen. Daartoe wordt hun waarde bepaald:*

- 1. vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd, na beurs,*
- 2. vier weken na de beëindiging van het openbaar bod, na beurs,*
- 3. de dag dat de bestuurder zijn aandelen, certificaten of rechten vervreemdt of de dag dat zijn benoeming eindigt, na beurs.*

*Indien de waarde op de dag van vervreemding of beëindiging van de benoeming hoger is dan de waarde vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd, wordt deze waardevermeerdering in mindering gebracht op de bezoldiging van de bestuurder, tot ten hoogste de waardevermeerdering tussen de waarde vier weken na de beëindiging van het openbaar bod en de waarde vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd. In geval de vennootschap een besluit als bedoeld in onderdeel a, b, of c van artikel 107a lid 1 aan de goedkeuring van de algemene vergadering voorlegt, zijn de vorige zinnen van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de waardevaststelling ziet op de waarde die de aandelen, certificaten of rechten hadden vier weken voor de dag waarop dit besluit wordt voorgelegd respectievelijk vier weken na de goedkeuring van dit besluit. In geval de vennootschap een voorstel tot fusie of splitsing aankondigt als bedoeld in artikel 314 lid 3, 333e lid 1 of 334h lid 3, en de bestuurder zijn aandelen vervreemdt of diens benoeming wordt beëindigd vóórdat de fusie of splitsing van kracht wordt, zijn de vorige zinnen van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de waardevaststelling ziet op de waarde die de aandelen, certificaten of rechten hadden vier weken voor de dag waarop het voorstel wordt aangekondigd respectievelijk vier weken na het nemen van het besluit tot fusie of splitsing dan wel de dag vóór de dag waarop de fusie of splitsing van kracht wordt indien deze dag eerder is.*

De afroomregeling is tegelijk met de bepalingen over aanpassing van bonussen die naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn (art. 2:135 lid 6 BW) en de bonussen die op basis van onjuiste informatie zijn toegekend (art. 2:135 lid 8 BW), de zogenaamde "claw-back"-regeling, in art. 2:135 BW opgenomen. De afroomregeling van lid 7 verschilt op een aantal punten van de aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid in lid 6 resp. lid 8:



- de afroomregeling is alleen van toepassing op beursgenoteerde NV's, de bepalingen ten aanzien van bonussen op alle NV's;
- de verrekening van koerswinst op aandelen kan alleen plaatsvinden na een overname en daarmee gelijkgestelde situaties;
- door de afdracht te laten verrekenen met de beloning van de bestuurder, wordt beoogd mogelijke strijdigheid van de afroomregeling met het verbod tot eigendomsontneming op te heffen;
- aanpassing en terugvordering van bonus is een bevoegdheid van het tot bezoldiging bevoegde vennootschapsorgaan (de raad van commissarissen), maar bij afroming van koerswinst lijkt het om een verplichting te gaan. De wet schrijft dwingend voor dat de koerswinst moet worden bepaald (en op welke momenten). In de praktijk, maar ook in de literatuur, gaat men er van uit dat de waardestijging in zijn geheel moet worden afgeroomd.

De afroomregeling is alleen van toepassing op statutair bestuurders van de NV; dat zijn degenen die door de algemene vergadering van aandeelhouders tot bestuurder van de vennootschap zijn benoemd. De regeling ziet niet op commissarissen van de vennootschap.

De afroomverplichting is van toepassing in geval van een openbaar bod op aandelen en daarmee door de wetgever gelijkgestelde situaties, zoals de in art. 2:107a BW genoemde situaties, waarbij het gaat om besluiten tot een ingrijpende wijziging in de structuur van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, en in gevallen van juridische fusies en splitsingen. Deze worden hierna tezamen aangeduid met "major corporate events". De eventuele verplichting tot afroming van koerswinst geldt niet alleen voor koerswinst op aandelen die de bestuurder bij wijze van beloning heeft gekregen, maar ook voor koerswinst op certificaten en koerswinst op opties op aandelen. De behaalde koerswinst moet in mindering worden gebracht op de bezoldiging als de aandelen na één van de major corporate events zijn verkocht of als het bestuurderschap wordt beëindigd.

De verplichting genoemd in art. 2:135 lid 7 BW staat er overigens niet aan in de weg dat daarenboven matiging of terugvordering van een bonus geschiedt op basis van art. 2:135 lid 6 respectievelijk lid 8 BW.

### 1.3 Doel van de afroomregeling

Het doel van de afroomregeling is het tegengaan van oneigenlijke oordeelsvorming door bestuurders in overname- en daarmee gelijk te stellen situaties. Als een bestuurder aandelen in de vennootschap houdt, kan hij bij besluitvorming over major corporate events een met de vennootschap conflicterend belang hebben. Door een eventuele koerswinst in dergelijke situaties af te romen zouden oneigenlijke prikkels bij de besluitvorming worden weggenomen.

## 1.4 De probleemstelling

De probleemstelling is als volgt:

**Wordt het beoogde doel van de regeling in art 2:135 lid 7 BW, namelijk het tegengaan van de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in geval van overnamesituaties, bereikt?**

Deze probleemstelling valt uiteen in de volgende deelonderzoeksvragen:

1. Is art. 2:135 lid 7 BW in de praktijk toegepast? Zo ja, hoe vaak? Zo nee, waarom niet?
2. Wat zijn de gevolgen van en ervaringen met de toepassing geweest?
3. Zijn neveneffecten gebleken van het artikel? Zo ja, welke?
4. Is de huidige regeling effectief? D.w.z. wordt het beoogde doel van het tegengaan van de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in geval van overnamesituaties bereikt en waarom wel of niet?
5. Zijn er andere wijzen waarop het beoogde doel kan worden bereikt die wellicht effectiever zijn dan wel minder ongewenste neveneffecten hebben?

## 1.5 Onderzoeksmethoden

Bij het onderzoek zijn de volgende onderzoeksmethoden gebruikt:

- a. studie van wetsgeschiedenis en literatuur over de totstandkoming, veronderstelde werking en de interpretatie van art. 2:135 lid 7 BW, zie daartoe hoofdstuk 2;
- b. deskresearch om tot relevante casus te komen, door het bestuderen van de openbare registers Koersgevoelige informatie en openbare biedingen van de Autoriteit Financiële Markten, alsook raadpleging van andere openbare bronnen, zoals websites van beursgenoteerde NV's, zie verder paragraaf 1.6;
- c. het houden van vijf interviews met functionarissen van de vennootschappen die volgens de uit openbare bronnen verkregen informatie binnen het toepassingsbereik van de afroomregeling vielen; met een zesde vennootschap is gesproken, zonder dat sprake was van een interview.
- d. twee telefonische interviews, één met een functionaris van Eumedion, een belangenorganisatie voor institutionele beleggers ter bevordering van good governance, en één met een functionaris van beleggersvereniging VEB, een belangenorganisatie voor particuliere beleggers.

## 1.6 Trapsgewijze aanpak selectie van relevante casus

Binnen het toepassingsbereik van art 2:135 lid 7 vallen de volgende situaties (major corporate events):

- openbare biedingen op aandelen in beursgenoteerde vennootschappen, zoals gedefinieerd in de Wet financieel toezicht (Wft) en het daarop gebaseerde Besluit openbare biedingen Wft;
- besluiten tot juridische fusie of splitsing als bedoeld in art. 2:314 lid 3, 2:333e lid 1 of 2:334h lid 3 BW;
- besluiten als omschreven in art 2:107a lid 1 BW onder a, b en c, die ter goedkeuring aan de algemene vergadering van de NV moeten worden voorgelegd omdat zij diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en/of de daarmee verbonden onderneming.

De afroomverplichting kan in werking treden als zich één van bovengenoemde major corporate events heeft voorgedaan. Aan dergelijke ingrijpende beslissingen gaat vaak een langdurig proces vooraf. Dit kan betekenen dat een voornemen tot een ingrijpend besluit of een overnamebod geruime tijd voor de daadwerkelijke gebeurtenis door de vennootschap publiek wordt gemaakt. Een openbaar bod kan bijvoorbeeld na 1 januari 2014, de datum van inwerkingtreding van de afroomregeling, zijn uitgebracht, terwijl de aankondiging van het bod van vóór de inwerkingtreding van de regeling dateert. De regeling heeft onmiddellijke werking. Op grond hiervan is voor de selectie van de casus die in het onderzoek zijn betrokken gekozen voor de volgende criteria:

- de aankondiging van het openbare bod heeft plaatsgevonden na 1 januari 2014;
- de aankondiging van het voorstel tot juridische fusie of splitsing is gedaan na 1 januari 2014;
- de bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering waarin een besluit in de zin van art. 2:107a BW ter goedkeuring zal worden voorgelegd is gelegen na 1 januari 2014.

De periode waarover het onderzoek zich heeft kunnen uitstrekken is betrekkelijk kort, doordat de afroomregeling op 1 januari 2014 in werking is getreden en in verband met de einddatum na twee en een half jaar geëvalueerd diende te worden.

### *1.6.1 Eerste stap in de selectie van de casus: beursgenoteerde vennootschappen waar zich een major corporate event heeft voorgedaan.*

Door het onderzoeksteam is een lijst opgesteld met alle op Euronext Amsterdam<sup>2</sup> genoteerde Nederlandse naamloze vennootschappen.

Vervolgens is het register Koersgevoelige informatie<sup>3</sup> van de AFM vanaf 1 januari 2014 tot en met 31 maart 2016

---

<sup>2</sup> Volgens art. 2:135 lid 7 gaat het om een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1:1 van de Wft.

<sup>3</sup> Het register Koersgevoelige informatie is te vinden op de website van AFM. Het register beoogt een gelijk speelveld voor beleggers te bewerkstelligen door informatie die van invloed kan zijn op de koers van effecten tegelijkertijd voor hen beschikbaar te stellen. De vennootschap beoordeelt in eerste instantie zelf of informatie

geraadpleegd. In dat register is – op aangeven van de vennootschappen zelf – informatie bijgehouden over gebeurtenissen die van invloed kunnen zijn op de koers. Uit deze raadpleging zijn handmatig de vennootschappen gefilterd waarbij zich een major corporate event als bedoeld in art 135 lid 7 heeft voorgedaan.

Als extra check en voor de volledigheid zijn daarnaast op de websites van de vennootschappen de agenda's van de algemene vergaderingen van alle beursgenoteerde vennootschappen in de periode 1 januari 2014 tot en met 31 maart 2016 geraadpleegd om te onderzoeken of de op de AFM-site gevonden informatie een major corporate event was in de zin van art. 2:135 lid 7 BW.

Deze eerste stap leidde tot een lijst van zestien vennootschappen die in de periode 1 januari 2014 tot en met 31 maart 2016 een major corporate event hadden meegemaakt.<sup>4</sup> Het betrof de volgende gevallen:

- tien openbare biedingen;
- één juridische fusie;
- vijf art.2: 107a BW situaties.

Het onderzoeksteam is geen vennootschappen tegengekomen, waarbij zich gedurende de onderzoeksperiode twee of meer major corporate events hebben voorgedaan

Op basis van deze informatie kon evenwel nog niet worden geconcludeerd dat bij die vennootschappen een afroomverplichting bestond, omdat voor het ontstaan van deze verplichting aan meer voorwaarden moet zijn voldaan.

#### *1.6.2 Tweede stap in de selectie van casus: major corporate events en voldaan aan koerswinst-voorwaarde*

Ten aanzien van de tijdens de eerste stap geselecteerde zestien vennootschappen is onderzocht of de aandelen in waarde zijn gestegen gedurende het door ons gekozen tijdsbestek. Via de applicatie *Datastream* van Thomson Reuters – de database waarmee koersdata van onder meer Euronext kunnen worden opgevraagd – is aan de hand van ongecorrigeerde koersen nagegaan of al dan niet sprake is geweest van een koersstijging in de bewuste periode.

Voor de relevante waardebepalingsmomenten (meetmomenten) is een onderscheid gemaakt naar het type major corporate event:

- per vennootschap waarvan op de aandelen een openbaar bod is uitgebracht is de Nederlandse (Euronext)

---

invloed kan hebben op de beurskoers. In laatste instantie oordeelt de bestuursrechter over de vraag of koersgevoelige informatie juist is gemeld.

<sup>4</sup> Vennootschappen waarbij mogelijk een art. 2:107a BW-situatie heeft gespeeld, maar die – al dan niet terecht – geen algemene vergadering hebben belegd om de besluitvorming ter goedkeuring voor te leggen, zijn buiten het onderzoek gehouden. De afroomregeling is dan namelijk niet van toepassing.

aandelenkoers opgevraagd voor de momenten van waardebepaling genoemd in art. 2:135 lid 7 BW sub 1 en 2, respectievelijk vier weken voor de dag waarop het bod is aangekondigd en vier weken na de beëindiging van het bod, en is op basis van een vergelijking daarvan bepaald of sprake was van een koersstijging;

- voor de vennootschap die betrokken is geweest bij een juridische fusie zijn de meetmomenten conform art. 2:135 lid 7 BW bepaald op vier weken voordat het besluit is aangekondigd en vier weken na het nemen van het besluit;
- voor vennootschappen die te maken hebben gehad met een art 2:107a-besluit zijn de meetmomenten conform art. 2:135 lid 7 BW bepaald op vier weken voor de bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering waarin het besluit ter goedkeuring is voorgelegd en vier weken na de goedkeuring van het besluit.

Omdat de afroomregeling alleen van toepassing is bij koerswinst in de periode waarin het major corporate event zich voordeed vielen vijf van de zestien vennootschappen af: één openbare bieding en vier 2:107a BW-situaties. Aldus bleven er elf NV's in de selectie over.

### *1.6.3 Derde stap in de selectie van casus: major corporate event, koerswinst en aandelen bij wijze van bezoldiging verkregen*

Vervolgens is ten aanzien van de overgebleven vennootschappen onderzocht of de vennootschappen een regeling voor de beloning in aandelen (waaronder mede begrepen certificaten en opties), hierna te noemen "aandelenplan" hadden/hebben voor hun bestuurders.<sup>5</sup> Als er geen aandelenplan is, is art. 2:135 lid 7 BW niet van toepassing, omdat er alleen een afroomverplichting bestaat voor koerswinst op aandelen die de bestuurder bij wijze van bezoldiging heeft verkregen en niet voor aandelen die de bestuurder zelf heeft gekocht of bijvoorbeeld door vererving heeft verkregen.

De toepassing van dit filter leidde ertoe dat één vennootschap niet langer in aanmerking kwam voor het onderzoek en er tien NV's overbleven:

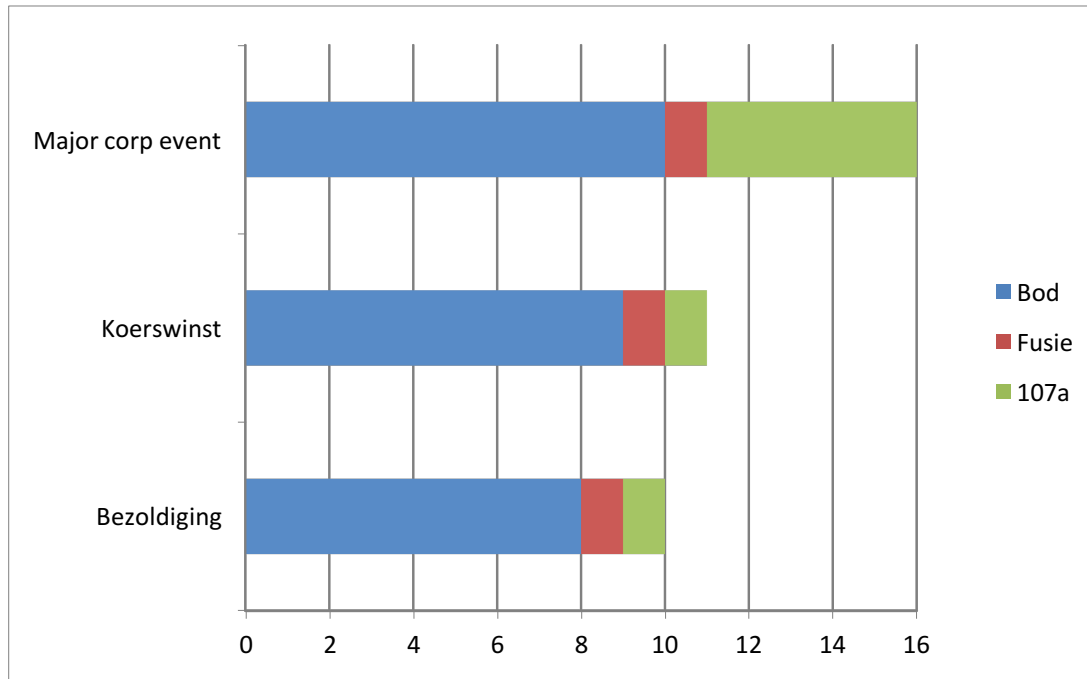
- acht openbare biedingen;
- één juridische fusie;
- één 2:107a BW besluit.

Deze casus zijn beschreven in hoofdstuk 3.

---

<sup>5</sup> Aandelen c.a. kunnen alleen op grond van een door de algemene vergadering goedgekeurd aandelenplan aan bestuurders worden toegekend, art. 2:135 lid 5 BW.

De trapsgewijze selectie opgenomen in een grafiek:



Hiervoor zijn de drie voorwaarden besproken voor de toepassing van de afroomregeling, die trapsgewijs zijn getoetst. Hiermee is nog niet vastgesteld dat in tien vennootschappen de afroomregeling moest worden toegepast. De afroomregeling treedt pas in werking als de na de eerste peildatum een bestuurder de aandelen die bij wijze van bezoldiging zijn verkregen verkoopt of het bestuurderschap eindigt. Deze voorwaarde voor de afroomverplichting kan pas na contact met die vennootschappen worden geverifieerd.

## 1.7 De interviews

Voor aanvang van het onderzoek was de schatting dat circa 15 vennootschappen te maken zouden hebben gehad met de afroomregeling in de periode sinds haar in werking treding. Het was de bedoeling dat per vennootschap twee personen zouden worden geïnterviewd.

Na het onderzoek van de openbare bronnen bleek dat niet vijftien maar tien vennootschappen onder het toepassingsbereik van de afroomregeling zouden vallen. Van deze tien vennootschap wilden er zes meewerken aan het onderzoek en daarvan vijf aan een interview met een vertegenwoordiger van de vennootschap of een voor het onderzoek relevante bij de vennootschap betrokkene. Ondanks het geringe aantal medewerkende vennootschappen en als gevolg daarvan kleinere aantallen interviews dan beoogd, is in overleg met de Begeleidingscommissie besloten het onderzoek toch te vervolgen om de ervaringen die er met de toepassing van de regeling zijn en de meningen daaromtrent te kunnen inventariseren.

De vennootschappen die uit de trapsgewijze selectiemethode van de casus zijn voortgekomen, zijn benaderd voor

een interview. Daarbij is in eerste instantie gepoogd interviews te houden met bestuurders, commissarissen of general counsels van de vennootschappen, omdat deze functionarissen deel uitmaken van de besluitvormingsprocessen rond major corporate events, dan wel deze besluitvormingsprocessen direct begeleiden en nauw volgen. Als geen face-to-face interview met een van voornoemde personen mogelijk bleek is verzocht om een telefonisch interview. In het geval dit ook niet mogelijk bleek is een interview georganiseerd met een externe partij die de vennootschap geadviseerd heeft ten aanzien van het besluitvormingsproces en in die hoedanigheid nauw bij dit proces betrokken is geweest.

Uiteindelijk is bij één vennootschap gesproken met de bestuurder, bij drie vennootschappen met de general counsel, en bij één vennootschap met de externe advocaat. Bij vier van de vijf vennootschappen is gesproken met een jurist. Deze personen zijn nauw betrokken geweest bij de uitvoering van de regeling binnen de betrokken vennootschap. Omdat deze personen de facto tot taak hadden om toe te zien op het juiste verloop van de besluitvorming zijn hun observaties naar de mening van de onderzoekers goed bruikbaar voor het onderzoek.

Er hebben zes vennootschappen meegewerkt aan het onderzoek. De redenen waarom de andere vennootschappen niet hebben meegewerkt lopen enigszins uiteen. Er waren enkele vennootschappen die vanwege de gevoeligheid van het onderwerp niet aan het onderzoek wilden meedoen. Er waren drie vennootschappen waarbij zich de situatie voordeed dat de bij het major corporate event betrokken bestuurders of commissarissen of general counsel niet langer werkzaam waren voor de vennootschap en daarom geen mededelingen wilden en/of konden doen.

Met het oog op een evenwichtig beeld zijn naast de vennootschappen de twee voornaamste beleggersorganisaties in Nederland benaderd, te weten Eumedion als belangenorganisatie voor institutionele beleggers en de beleggersvereniging VEB als belangenorganisatie voor particuliere effectenbezitters.

De interviews zijn afgenomen door de onderzoekers prof. mr. J.B. Huizink en prof. mr. A.F. Verdam, ieder afzonderlijk.

Het onderzoek is uitgevoerd in de periode april-september 2016.

## 1.8 Verdere behandeling in dit rapport

In hoofdstuk 2 wordt een overzicht gegeven van de geschiedenis van de totstandkoming van de afroomregeling en van de juridische vakliteratuur over de wettelijke bepaling. Hoofdstuk 3 bevat een beschrijving van de casus die overbleven na de in par. 1.6 beschreven trapsgewijze selectie van de relevante casus. Hoofdstuk 4 geeft een weergave van de resultaten van de interviews die zijn gehouden met vertegenwoordigers van en betrokkenen bij de vennootschappen van de geselecteerde casus, alsook met twee daargenoemde organisaties van aandeelhouders.

In hoofdstuk 5 volgen de bevindingen van de onderzoekers aan de hand van de gehouden interviews, de literatuur en als vrucht van verdere overdenking van de afroomregeling mede in het licht van de gehouden interviews. Voorts worden daarin vanuit de specifiek juridische achtergrond van de onderzoekers verschillende aandachtspunten genoemd, en suggesties tot aanpassing in geval van een continuering van de regeling.



## 2. Parlementaire geschiedenis en literatuur

### 2.1 Parlementaire geschiedenis art. 2:135 lid 7 BW

#### 2.1.1. Inleiding

De bepaling over bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen is decennialang van een enorme eenvoud geweest. Art. 2:135 BW bepaalde tot 2004 dat, voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering wordt vastgesteld. Daarbij geldt voor beursvennootschappen de praktijk dat de bevoegdheid tot het vaststellen van salarissen van bestuurders wordt gedelegeerd aan de raad van commissarissen.

Wij zullen de belangrijkste elementen welke geleid hebben tot het huidige art. 2:135 lid 7 BW uit de parlementaire geschiedenis weergeven.<sup>6</sup>

#### 2.1.2 2004

In 2004 werd art. 2:135 BW ingrijpend gewijzigd. Deze wijziging hield verband met de aanpassing van de structuurregeling<sup>7</sup> en werd mede gevoed door de bezorgdheid over de bezoldiging van bestuurders.<sup>8</sup> De belangrijkste elementen daarvan waren:

- het beleid omtrent bezoldiging van bestuurders moest voortaan door de aandeelhoudersvergadering worden vastgesteld;
- een regeling ten aanzien van bezoldiging in aandelen en opties moest voortaan door de aandeelhoudersvergadering worden goedgekeurd;
- de ondernemingsraad kreeg een rol in de besluitvorming omtrent het beloningsbeleid.

---

<sup>6</sup> Zie voor een volledig overzicht J.B. Huizink, Rechtspersonen (losbl.) art. 135, aant. 1.

<sup>7</sup> De structuurregeling voorziet in een afwijkend bestuursmodel voor vennootschappen die aan bepaalde criteria (omvang eigen vermogen en aantal werknemers) voldoen, zie voor de NV art. 2:152 BW e.v.

<sup>8</sup> Wet van 9 juli 2004, *Stb.* 2004, 370, inwerkingtreding 1 oktober 2004 (*Stb.* 2004, 405). Zie de Tweede nota van wijziging (*Kamerstukken* 28179, nr. 31) waar in de toelichting t.a.p. p. 6-7 is opgemerkt dat er al geruime tijd bezorgdheid is over de bezoldiging van bestuurders van (vooral) beursgenoteerde vennootschappen. Uit de brief van de Minister van Justitie aan de Tweede Kamer, *Kamerstukken* 28179, nr. 51, p. 2 blijkt dat de regeling een scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen beoogt te herstellen.

### 2.1.3. 2010

Art. 2:135 BW is vervolgens in 2010 gewijzigd in verband met de invoering van een recht voor de ondernemingsraad van NV's om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid.<sup>9</sup>

### 2.1.4. Wet flexibilisering en vereenvoudiging van het BV-recht

Inmiddels waren nationaal en internationaal discussies op gang gekomen over de bonuscultuur en salariering van bestuurders en commissarissen. Het beloningsvraagstuk is ook aan de orde gekomen tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht. De Tweede Kamerleden Tang (PvdA) en Irrgang (SP) hebben bij dit wetsvoorstel een amendement – van 14 december 2009 - ingediend dat persoonlijk financieel gewin bij fusies en overnames door bestuurders bij overnames zou moeten inperken.<sup>10</sup> Het amendement had betrekking op openbare biedingen en daarmee gelijk gestelde situaties. De indieners achtten het vrijwel onmogelijk dat bestuurders met een groot persoonlijk belang in de vennootschap nog een objectieve afweging zouden kunnen maken van het belang van de vennootschap. De voorgestelde regeling hield in dat in dergelijke gevallen eventuele waardevermeerderingen van door bestuurders gehouden aandelen dienden te worden afgedragen. Het amendement beoogde volgens de indieners een aanvulling te zijn op de tegenstrijdig belang regeling in art. 2:129 lid 6 BW. Het amendement werd aangenomen door de Tweede Kamer<sup>11</sup> en luidde als volgt:

“Aan artikel 129 wordt een nieuw lid toegevoegd, luidende: 7. Indien aandelen van de vennootschap of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht en een bestuurder aandelen heeft in de vennootschap of hem rechten zijn toegekend om aandelen in het kapitaal van de vennootschap te nemen of te verkrijgen, wordt door de vennootschap, indien zij openbaar maakt dat zij een besluit heeft genomen als bedoeld in onderdeel a, b of c van artikel 107a lid 1, of dat een openbaar bod aangekondigd wordt als bedoeld in artikel 5 van het Besluit openbare biedingen Wft, de waarde vastgesteld die de aandelen of rechten van de bestuurder, na beurs, hadden vier weken voor de dag waarop dit besluit genomen wordt of een openbaar bod aangekondigd wordt. Vier weken na dit besluit, danwel indien er een openbaar bod is aangekondigd, vier weken na de beëindiging van dit openbaar bod, wordt, na beurs, de waarde van de aandelen of rechten opnieuw vastgesteld. Indien de waarde is gestegen ten opzichte van de eerdere waardering, betaalt de bestuurder de waardevermeerdering aan de vennootschap. De raad van commissarissen stelt de waardevermeerdering vast. Indien toepassing gegeven wordt aan art. 129a, stelt het bestuur de waardevermeerdering vast, waarbij de uitvoerende bestuurders niet aan de besluitvorming deelnemen.”

Op dit amendement zijn vooral vanuit juridische hoek ernstige bezwaren gekomen: de regeling zou in strijd zijn met het eigendomsrecht.

<sup>9</sup> Wet van 30 juni 2010, *Stb.* 2010, 250 (i.w.tr. 1 juli 2010).

<sup>10</sup> Kamerstukken 31 058, nr 24.

<sup>11</sup> Met steun van de fracties van de SP, PvdA, GroenLinks, PvdD, de ChristenUnie en de PVV.

### 2.1.5. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, oorspronkelijk voorstel 2010

Omdat deze 'change of control' regeling<sup>12</sup> niet goed paste in de Wet Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht (nu het in dit wetsvoorstel ging om aanpassingen van het BV-recht en de change of control regeling betrekking had op de NV) is – voor zover thans van belang – door de minister een regeling in de lijn van het amendement voorgesteld bij gelegenheid van het wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen.<sup>13</sup> In artikel 2:135 BW wordt - zoals hiervoor werd beschreven – de beloning van bestuurders geregeld. De minister was het wel eens met de gedachte achter het amendement maar wilde de regeling zo vorm geven dat deze niet in strijd zou zijn met het eigendomsrecht. Voor dat wetsartikel werden in totaal drie nieuwe bepalingen ten aanzien van de bestuurdersbonussen voorgesteld: in lid 6 werd in de redelijkheidstoetsing van bonussen voorzien, in lid 7 werd de verplichte aanpassing van bonussen in het kader van een change of control geregeld en in lid 8 de zogenaamde claw back.<sup>14</sup> Het oorspronkelijk voorgestelde artikel 135 lid 7 luidde als volgt:

7. In geval van een openbaar bod als bedoeld in artikel 5:70 of 5:74 van de Wet op het financieel toezicht past het orgaan bedoeld in lid 4 de bonus die ten gevolge van het openbaar bod onvoorwaardelijk wordt aan tot een passende hoogte indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Hetzelfde geldt voor de bonus die nog voorwaardelijk is in geval van een openbaar bod als bedoeld in artikel 5:70 en, in geval van een openbaar bod als bedoeld in artikel 5:74, voor zover een dergelijk bod tot gevolg heeft dat overwegende zeggenschap wordt verkregen. De aanpassing geschiedt voorafgaand aan de uiterste datum voor gestanddoening van het openbaar bod.

De MvT *Kamerstukken 32 512*, p. 1-3 zegt over de aanleiding tot de voorstellen:

"In het bijzonder in de financiële sector hebben buitensporige bonussen geleid tot grote maatschappelijke en politieke beroering. De kritiek heeft niet uitsluitend betrekking op de hoogte van de variabele beloningen, maar ook op de omstandigheid dat dergelijke beloningen zijn toegekend of uitgekeerd in perioden dat de desbetreffende bedrijven gebukt gingen onder grote financiële problemen, mede als gevolg van de wereldwijde financiële crisis.

(..)Het wetsvoorstel bevat voorts een zogenaamde «*change of control*» regeling voor beursvennootschappen die in het BW wordt neergelegd. Het betreft de verplichting voor de raad van commissarissen om bonussen die ten gevolge van een openbaar bod op aandelen of certificaten van aandelen onvoorwaardelijk worden aan te passen indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Hetzelfde geldt overigens voor bonussen die ten tijde van de gestanddoening van het bod nog voorwaardelijk of niet uitvoerbaar zijn. De aanleiding voor het opnieuw vaststellen van de bonus is het openbare bod dat leidt tot een wisseling van zeggenschap (*change of control*). De voorgestelde regeling vervangt de regeling in 129 lid 7 BW, die bij amendement is toegevoegd aan het wetsvoorstel tot vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (31 058), maar waartegen zowel juridische als praktische bezwaren zijn gerezen, zodat het risico bestaat dat het door de

<sup>12</sup> Met change of control wordt bedoeld op verandering in overheersende zeggenschap over een vennootschap.

<sup>13</sup> Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijkse beleidsbepalers en deskundigheidstoetsing van commissarissen.

<sup>14</sup> Claw back ziet op de terugvordering van achteraf ten onrechte uitgekeerde bonussen.

indieners van het amendement beoogde doel – het voorkomen dat er een persoonlijk financieel belang meeweegt bij fusie of overname – niet wordt bereikt.”

De MvT *Kamerstukken* 32 512, nr. 3, p. 19 meer specifiek over de change of control bevoegdheid en haar parlementaire ‘werdegang’:

“De regeling in lid 7 betreft een bijzondere uitwerking van lid 6 voor beursvennootschappen. Zoals in het algemene deel is opgemerkt, strekt het bepaalde in artikel 135 lid 7 tot vervanging van het bepaalde in artikel 2:129 lid 7 BW, dat bij amendement op wetsvoorstel 31 058 (nr. 24) is ingevoegd. Artikel 129 lid 7 leidt er samengevat toe dat de bestuurder van een beursvennootschap, die aandelen of opties heeft in die vennootschap, verplicht is om een waardestijging van die aandelen en opties te betalen aan de vennootschap indien de waardestijging optreedt in verband met een openbaar bod of een belangrijk bestuursbesluit in de zin van artikel 2:107a BW. Deze betalingsplicht ontstaat ook wanneer de bestuurder zijn aandelen of opties niet verkoopt of de verwachte overname respectievelijk transactie geen doorgang vindt. In de brief aan de Tweede Kamer van 7 december 2009 is het amendement daarom ontraden. Nadat het amendement toch was aanvaard, is onderzocht of artikel 129 lid 7 met enkele aanpassingen beter werkbaar kan worden gemaakt.”

De memorie van toelichting vermeldt verder op p. 21:

“Met de indieners van het amendement deelt het kabinet de wens om de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders wegens een groot financieel belang in geval van overnames zoveel mogelijk weg te nemen. Gelet op het recht van ongestoorde eigendom in artikel 1 van het Eerste protocol van het EVRM ziet het kabinet geen mogelijkheid om een bestuurder een betalingsplicht aan de vennootschap op te leggen voor aandelen die hij in de vennootschap houdt. Daarom stelt het kabinet als alternatief voor artikel 129 lid 7 een regeling voor die in het verlengde ligt van de aanpassingsbevoegdheid in de zin van lid 6. Dit betekent dat niet het vermogen van de bestuurder wordt geraakt, maar de beloning die de bestuurder in het vooruitzicht is gesteld en die zich nog in het vermogen van de vennootschap bevindt.”

De gedachte achter het amendement Tang en Irrgang, namelijk het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming, kon dus op de instemming van de minister rekenen. Tegen de eerste versie van de afroomregeling waren echter zoveel bezwaren gerezen, zowel juridische als praktische, dat het risico bestond dat het door de indieners van het amendement beoogde doel – het voorkomen dat er een persoonlijk financieel belang meeweegt bij fusie of overname – niet zou worden bereikt. Het belangrijkste juridische bezwaar was de mogelijke schending van het eigendomsrecht. Zie de hiervoor aangehaalde passage uit de MvT (p. 21) bij het wetsvoorstel 32 512.

#### 2.1.6. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, derde nota van wijziging (2011)

Bij Derde nota van wijziging<sup>15</sup> kreeg lid 7 in belangrijke mate haar uiteindelijke vorm. Volgens deze nota van

---

<sup>15</sup> *Kamerstukken* 32512, nr. 9, p. 1.

wijziging zou de waardestijging van aandelen die bij wijze van bezoldiging zijn verkregen als gevolg van de change of control door de bestuurder moeten worden terugbetaald. De regeling werd mede van toepassing verklaard op major corporate events als bedoeld in art 2:107a BW. Met de beperking van de verrekeningsverplichting tot aandelen die als bezoldiging zijn toegekend werd beoogd de mogelijke inbreuk op het eigendomsrecht te voorkomen. De minister benadrukte nogmaals wat de achterliggende gedachte was: de regeling beoogt een zuiverder belangenafweging van bestuurders in overnamesituaties te bewerkstelligen door het op korte termijn incasseren van koerswinst door bestuurders, behaald vanwege een besluit in een overnamesituatie, tegen te gaan. De afroomverplichting zou in twee gevallen ontstaan: 1) als de bestuurder de aandelen verkoopt en 2) als zijn bestuurderschap eindigt. Na het vertrek van de bestuurder is de vennootschap immers niet langer in staat te controleren of de bestuurder zijn aandelen verkoopt en de koerswinst realiseert.

Dit wordt als volgt toegelicht:

“Bij tweede nota van wijziging is artikel 2:129 lid 7 BW in het onderhavige wetsvoorstel geïntroduceerd, teneinde de discussie over het amendement van de Kamerleden Tang en Irrgang op het wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht te verplaatsen (*Kamerstukken II*, 2009–2010, 31058, nr. 24). Het wetsvoorstel bevat in artikel 135 lid 7 een alternatieve regeling voor dit amendement. Aan beide regelingen ligt het oogmerk ten grondslag om de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders in overnamesituaties tegen te gaan. Mijn ambtsvoorganger heeft ten aanzien van het amendement aangegeven dat er twijfel bestaat of de tekst van het amendement in overeenstemming is met artikel 1 van het Eerste Protocol van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens, met name gelet op de proportionaliteit van de inmenging in het eigendomsrecht. Het betreft in het bijzonder de onderdelen van de regeling, inhoudende dat de betalingsplicht geldt ten aanzien van alle aandelen en opties, ook die de bestuurder op andere wijze dan als beloning heeft verkregen, en dat de bestuurder ook moet betalen wanneer de overname of transactie geen doorgang vindt en wanneer hij zijn aandelen niet verkoopt.

Tijdens het wetgevingsoverleg over de invoeringswet vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht (*Kamerstukken II*, 2011–2012, 32426, nr. 24) op 26 september 2011 heb ik toegezegd dat ik met de Kamer op zoek zou gaan naar een met het amendement vergelijkbare bepaling die de perverse prikkels bij overnamesituaties tegengaat en tegelijkertijd in overeenstemming is met het artikel 1 van het Eerste Protocol van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens, waarbij de grote lijnen van het amendement intact blijven. Het resultaat van deze zoektocht vindt u in het nieuwe artikel 135 lid 7. De thans voorgestelde regeling ziet op de bezoldiging van de bestuurder en stelt voorwaarden aan de uitkering ervan. Nu de regeling de bezoldiging van bestuurders betreft, is het passender deze in artikel 135 lid 7 (nieuw) op te nemen. Daarmee kan artikel 129 lid 7 komen te vervallen.”

#### 2.1.7. Wetsvoorstel 32 512 over aanpassing en terugvordering van bonussen, amendement van Vliet (2012)

De uitbreiding van deze regeling naar de gevallen van juridische fusie en splitsing is te danken aan het amendement Van Vliet.<sup>16</sup> Art. 2:135 BW is in zijn definitieve redactie in werking getreden op 1 januari 2014.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Kamerstukken 32 512 nr. 21.

<sup>17</sup> Wet van 11 december 2013, *Stb.* 563, tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers. Deze wet is op 1 januari 2014 in werking getreden (*Stb.* 2013, 589). Zie Bijlage 2.

#### 2.1.8. Vermelding in de jaarrekening

De toepassing van de afroomregeling moet blijken uit de jaarrekening van de vennootschap. In de toelichting op de derde nota van wijziging, Kamerstukken 32 512, nr. 9, p. 3 is hierover gezegd:

“Het inhouden van de waardevermeerdering op de bezoldiging blijkt uit de toelichting op de jaarrekening. Over de aanpassing van de bezoldiging moet verantwoording worden afgelegd in de toelichting op de jaarrekening op grond van het voorgestelde artikel 383c lid 6.”

#### 2.1.9. Rol van de raad van commissarissen

Over het karakter van de regeling is in de Nota van wijziging *Kamerstukken* 32 512, nr. 7, p. 5 nog opgemerkt:

“Evenals artikel 135 lid 6 vormt lid 7 een wettelijk vangnet. Het ligt in de rede dat de raad van commissarissen in de overeenkomst met de bestuurder tevoren een regeling treft die ertoe leidt dat de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming zoveel mogelijk wordt weggenomen.”

Met betrekking tot de afroomverplichting wijzen wij nog op de volgende passage uit de *MvT Kamerstukken* 32 512, nr. 3, p. 22:

“De raad van commissarissen moet op grond van het voorgaande beoordelen of de waarde van een beloningscomponent leidt tot een onbillijke uitkomst wanneer het bod gestand wordt gedaan. In dat verband is bijvoorbeeld relevant of de beurskoers aanzienlijk is gestegen nadat het openbaar bod is aangekondigd. Ingeval de bonus bestaat uit aandelen, certificaten of opties, ligt voor de hand dat wordt onderzocht welke oorzaken aan een eventuele koersstijging ten grondslag liggen. Ook kan worden bezien of de bonus, indien hij onvoorwaardelijk wordt, past binnen de beloningsverhoudingen van de vennootschap.”

#### 2.1.10. Zienswijze Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht en VNO-NCW.

Gedurende de parlementaire behandeling hebben enkele instanties hun zienswijze op het wetsvoorstel gedeeld met de Kamers<sup>18</sup>: de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht d.d. 29 maart 2012) en VNO-NCW bij ingezonden brief d.d. 2 september 2013.

Het advies van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie van 29 maart 2012 ontraadt het voorgestelde art. 2:135 lid 7 BW ten stelligste omdat het op twee gedachten hinkt: enerzijds het voorkomen dat de besluitvorming in geval van overname of een vergelijkbaar geval door eigen financiële belangen van een bestuurder wordt beïnvloed (tegenstrijdig belang) en anderzijds het beperken van de voordelen die een bestuurder geniet als gevolg van het

---

<sup>18</sup> Het advies van de Commissie Vennootschapsrecht (brief van 15 april 2010) zag op een oude versie van het artikel en wordt hier verder niet aangehaald.

feit dat aandelen als beloningscomponent zijn toegekend. Het gaat hierbij om art. 2:135 lid 7 BW volgens de derde nota van wijzigingen, zie par. 2.1.6. Deze twee onderwerpen zouden in twee wetsvoorstellen moeten worden geregeld.<sup>19</sup>

VNO-NCW heeft haar standpunt kenbaar gemaakt naar aanleiding van de uiteindelijke versie van de regeling en vooral bezwaar gemaakt tegen de inbreuk op het eigendomsrecht jegens de bestuurders van vennootschappen en betoogt dat het wetsvoorstel een inbreuk is op de vrijheid van private ondernemingen omdat het de vennootschap verplicht beloningen van bestuurders te beperken.<sup>20</sup>

## 2.2 De veronderstelde wijze van werking van art. 2:135 lid 7 BW

### 2.2.1 Overname: openbaar bod

Indien het openbaar bod gestand wordt gedaan ontstaat voor de raad van commissarissen van de doelwitvennootschap, als het tot vaststelling van de beloning aangewezen orgaan, de taak om erop toe te zien dat de eventuele koerswinst die de bestuurders behalen op aan hen toegekende aandelen, certificaten en opties, hierna gezamenlijk aangeduid met "aandelen", wordt afgedragen aan de doelwitvennootschap, door middel van verrekening van deze koerswinst met de bezoldiging van de bestuurders. Deze verplichting tot verrekening ontstaat als de bestuurder deze aandelen verkoopt (na peilmoment 1) of als zijn bestuurderschap eindigt, ongeacht of hij de aandelen heeft verkocht.

De verrekening kan, afhankelijk van de omstandigheden, plaatsvinden bij het overnamebod, maar ook aan het einde van het boekjaar, waarin het bod gestand is gedaan, bij de eindafrekening van het salaris van de bestuurder.

Het bedrag dat op grond van de afroomregeling aan de doelwitvennootschap moet worden afgedragen wordt berekend aan de hand van drie peildata. Deze peildata zijn:

Peilmoment 1: de waarde van de aandelen vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd, na beurs.

Peilmoment 2: de waarde van de aandelen vier weken na beëindiging van het openbaar bod, na beurs.

Peilmoment 3: de dag waarop de aandelen door de bestuurder worden verkocht, respectievelijk de dag waarop zijn bestuurslidmaatschap eindigt, na beurs.

---

<sup>19</sup> Wetsvoorstel 32 512 Eerste Kamer Bijlage D.

<sup>20</sup> Brief van 2 september 2013 aan de leden van de vaste Commissie van Veiligheid en Justitie van de Eerste Kamer der Staten-Generaal.

Indien de waarde van de aandelen op peilmoment 3 hoger is dan op peilmoment 1, moet dat verschil in waarde worden verrekend, tot ten hoogste de waardevermeerdering van die aandelen op peilmoment 2 ten opzichte van de waarde op peilmoment 1.

### 2.2.2 Art. 2:107a besluiten

De afroomregeling gaat ervan uit dat de besluiten genoemd in art. 2:107a BW tot gevolg kunnen hebben dat de waarde van de aandelen stijgt en beoogt te voorkomen dat bestuurders dergelijke besluiten nemen, zonder dat zij zich daarbij door oneigenlijke motieven, met name waardestijging van de door hen gehouden aandelen, laten leiden.

De afroomregeling moet in die situaties worden toegepast als er sprake is van een waardestijging van de aandelen op de relevante data en zodra de bestuurder deze aandelen verkoopt of zodra zijn bestuurslidmaatschap eindigt. Deze verkoop van de aandelen of beëindiging van het bestuurslidmaatschap kan plaatsvinden voordat de algemene vergadering het goedkeuringsbesluit heeft genomen, maar ook als de verkoop of de beëindiging van het bestuurslidmaatschap daarna plaatsvinden.

Het bedrag dat op grond van de afroomregeling aan de vennootschap op wie art. 2:107a BW van toepassing is, moet worden afgedragen wordt berekend aan de hand van drie peildata. Deze peildata zijn:

Peilmoment 1: de waarde van de aandelen vier weken voor de dag van de bijeenroeping van de algemene vergadering waarin het besluit ter goedkeuring wordt voorgelegd, na beurs.

Peilmoment 2: de waarde van de aandelen vier weken na goedkeuring van het besluit, na beurs.

Peilmoment 3: de dag waarop de aandelen door de bestuurder worden verkocht, respectievelijk de dag waarop zijn bestuurslidmaatschap eindigt, na beurs.

Indien de waarde van de aandelen op peilmoment 3 hoger is dan op peilmoment 1, moet dat verschil in waarde worden verrekend, tot ten hoogste de waardevermeerdering van die aandelen op peilmoment 2 ten opzichte van de waarde op peilmoment 1. Hiermee wordt bewerkstelligd dat geen afroaming hoeft plaats te vinden als het art. 2:107a besluit niet tot koerswinst heeft geleid.

### 2.2.3 Juridische fusies/splitsingen

Art. 2:135 lid 7 BW is ten slotte van toepassing als de NV een voorstel tot een juridische fusie met een andere vennootschap of een juridische splitsing aankondigt, als bedoeld in art. 2:314 lid 3 (juridische fusie), art. 333<sup>e</sup> lid 1 (grensoverschrijdende juridische fusie) of art. 2:334h lid 3 (juridische splitsing). Als in geval van een aankondiging van een fusie of splitsing een bestuurder voordat de fusie of splitsing van kracht wordt zijn aandelen vervreemdt of diens bestuurderschap eindigt, moet de waarde van de aandelen worden bepaald op de volgende peildata:



Peilmoment 1: de waarde van de aandelen vier weken voor de aankondiging van de fusie of splitsing, na beurs.

Peilmoment 2: de waarde van de aandelen vier weken na het nemen van het fusiebesluit of splitsingsbesluit<sup>21</sup>, na beurs.

Peilmoment 3: de dag waarop de aandelen door de bestuurder worden verkocht, respectievelijk de dag waarop zijn bestuurslidmaatschap eindigt, na beurs.

Indien de waarde van de aandelen op peilmoment 3 hoger is dan op peilmoment 1, moet dat verschil in waarde worden verrekend, tot ten hoogste de waardevermeerdering van die aandelen op peilmoment 2 ten opzichte van de waarde op peilmoment 1. Hiermee wordt bewerkstelligd dat geen afroming hoeft plaats te vinden als de fusie of splitsing niet tot koerswinst heeft geleid.

#### 2.2.4 Opgave in de jaarrekening

In de toelichting op de jaarrekening van de NV dient de vennootschap opgave te doen van het bedrag van de afroming als bedoeld in art. 2:135 lid 7 BW, zie art. 2:383c lid 6 BW.

#### 2.2.5 Besluit openbare biedingen

Voor zover de afroomverplichting van toepassing kan worden in geval van een openbaar bod moet ook worden gewezen op de verplichting van de biedende vennootschap op grond van het op de Wet financieel toezicht (Wft) gebaseerde Besluit Openbare Biedingen (hierna Bob) om een biedingsbericht op te stellen en ter goedkeuring aan de AFM toe te sturen, met daarin o.a. informatie over de effectenpositie van o.a. bestuurders en, indien van toepassing, over het bedrag van de vergoedingen aan de bestuurders (...) van (...) de doelvennootschap die verband houden met de gestanddoening van het openbaar bod, vermeld per bestuurder (art 8 Bob en bijlage A).

## 2.3 Literatuur over de afroomregeling

In de aanloop naar het uiteindelijke art. 2:135 lid 7 BW is in de juridische vakliteratuur aandacht besteed aan de afroomregeling. Veel van die bijdragen geven een overzicht van de regeling tot aanpassing en terugvordering van bonussen en van de afroomregeling, al dan niet tegen de achtergrond van andere beloningsregelingen, zonder verder specifiek op de afroomregeling in te gaan. Deze bijdragen laten wij onbesproken. Wij beperken ons tot de volgende bijdragen.

---

<sup>21</sup> Dan wel de dag vóór de dag waarop de fusie of splitsing van kracht wordt indien deze dag eerder is.

*E.C.H.J. Lokin en A.J.P. Schild, De bonus belast, enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvorderen van bonussen, Ondernemingsrecht 2012/66.*

-Auteurs geven een overzicht van de verschillende voorstellen voor een afroomregeling en wijden een kritische bespreking aan het amendement Tang en Irrgang alsmede aan de regeling zoals die ingevolge de derde nota van wijzigingen – zie paragraaf 2.1 – voorligt.

- Auteurs wijzen erop dat het amendement van Tang en Irrgang – bijvoorbeeld door de Commissie vennootschapsrecht - in strijd wordt geacht met art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM (eigendomsrecht). Zij delen die opvatting niet. Auteurs hebben wel andere bezwaren:

- vermindering van de aantrekkelijkheid van het Nederlandse NV-recht omdat andere landen geen vergelijkbare afroomregeling kennen;
- de regeling is gemakkelijk te omzeilen, bijvoorbeeld door de aandelen via een management-BV te nemen;
- de overbodigheid van de regeling, gelet op andere regelingen die de tegenstrijdig belang problematiek aanpakken.

- Auteurs voeren verder tegen 's Ministers voorstel aan:

- het voorstel gaat voorbij aan de tegenstrijdig belang problematiek in de gevallen dat de aandelen niet bij wijze van bezoldiging zijn verkregen;
- bestuurder kan maximaal zijn jaarlijkse bezoldiging afgeroomd krijgen, waardoor de regeling niet effectief is bij een hoge koerswinst en lage vaste remuneratie;
- de regeling zou bestuurders uit "eigen kweek" benadelen, nu die vaak grotere aandeelpakketten als bezoldigingscomponent hebben.

- Auteurs zoeken de oplossing meer in structurele oplossingen gericht op een evenwichtig beloningsbeleid en wijzen op de uniciteit van de Nederlandse regeling onder verwijzing naar een veel beperktere Duitse regeling. Duitsland kent wel een met art. 2:135 lid 6 BW overeenkomende bevoegdheid tot aanpassing en matiging van bonussen, maar geen afroomregeling als in art. 2:135 lid 7 BW.

*H.J. de Kluiver, Kroniek van het ondernemingsrecht, NJB 2013/789.*

In deze jaarlijkse kroniek bespreekt auteur kort de afroomregeling (p. 994) en wijst op

- zin en logica van de regeling, welke niet strookt met de wens tot het doen overeenstemmen van de belangen van de aandeelhouders en de belangen van de bestuurders ('alignment');<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Deze beoogde overeenstemming van belangen wordt ook betracht tegen de achtergrond van wat met name in Anglo-Amerikaanse literatuur wordt genoemd het "agency problem". Dit houdt in dat een agent (i.c. de bestuurders) wordt geacht niet zonder meer in het belang van een principaal (i.c. de aandeelhouders) te handelen, hetgeen als problematisch wordt ervaren en dienovereenkomstig moet worden bestreden (hiertoe onder meer M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', (1976) 3(4) *Journal of Financial Economics* 305). Daarbij wordt onder meer gewezen op de aandeelhouders als 'eigenaren' van de vennootschap en als (enige) dragers van residueel risico verbonden aan hun investering in de onderneming (E. Sternberg, 'Stakeholder Theory Exposed', (1996) 2 *Corporate Governance Quarterly* 4; E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Agency Problems and Residual Claims', (1983) 26(2) *Journal of Law and*

- minder aantrekkelijk investeringsklimaat in Nederland;
- inbreuk op het eigendomsrecht (vanwege ontneming van een (potentieel) vermogensbestanddeel) .

*S. Schmeetz en I. van Kronenburg, Wat brengt de Afroomregeling voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen (in mindering)? Arbeidsrecht 2014/33.*

- Auteurs zijn eveneens van mening dat de afroomregeling geen toegevoegde waarde heeft ten opzichte van de tegenstrijdig belangregeling in boek 2 BW en de regeling ter zake in de Nederlandse corporate governance code.

- Zij plaatsen vraagtekens bij de effectiviteit van de regeling, nu zij gemakkelijk lijkt te kunnen worden ontgaan en noemen:

- cash settlement options en stock appreciation rights;<sup>23</sup>
- afroomverplichting meenemen in onderhandelingen met de bieder of wederpartij, en compenseren met change of control<sup>24</sup> vergoedingen;
- de vraag hoe aandelen die bij wijze van bezoldiging zijn toegekend zijn te identificeren.

*K.L. Tienstra en W.J. Oostwouder, Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen, Onderneming en Financiering 2014 (2) p. 44 e.v.*

- Auteurs uiten soortgelijke kritiek, zowel als het gaat om de relatie van de afroomregeling tot de tegenstrijdig belang regeling als voor wat betreft de effectiviteit van de regeling. Naast de tegenstrijdig belangregelingen in Boek 2 BW en de Nederlandse corporate governance code wijzen auteurs op de governanceregels uit de Wet financieel toezicht en het Bob en de daarin opgenomen transparantieverplichtingen.

- Meer specifiek met betrekking tot de afroomregeling merken zij op:

- de slechte aansluiting van art. 2:135 lid 7 BW op de tegenstrijdig belangregeling in art. 2:129 lid 6 BW;<sup>25</sup>
- gevaar voor aanpassing bezoldigingsregelingen, zodat zij buiten bereik van de afroomregeling vallen.

---

*Economics* 327). Daarbij wordt er tevens op gewezen dat de bezoldiging zelf daar onderdeel van uitmaakt (L.A. Bebchuck & J.M. Fried, 'Executive Compensation as an Agency Problem', (2003) 17(3) *Journal of Economic Perspectives* 71). Niet onvermeld mag blijven dat in de Anglo-Amerikaanse literatuur het agency problem als concept aan kritiek onderhevig is (M.M. Blair & L.A. Stout, 'A Team Production Theory of Corporate Law', (1999) 85(2) *Virginia Law Review* 247; L.A. Stout, 'Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy', (2002) 75(5) *Southern California Law Review* 1189). Hierbij vermelden de onderzoekers dat hen geen literatuur bekend is met betrekking tot het agency problem toegespitst op (de veronderstelde prikkels in) de situatie van besluitvorming van bestuurders rond major corporate events als bedoeld in de afroomregeling; daarbij zij eraan herinnerd dat buiten Nederland – voor zover bekend – ook niet een soortgelijke regeling als de afroomregeling bestaat.

<sup>23</sup> Vergoedingen die zijn gebaseerd op waardeveranderingen van aandelen en die in contanten worden uitbetaald

<sup>24</sup> Wijziging van de zeggenschap in de (doel)vennootschap

<sup>25</sup> Zie ook hierna paragraaf 5.2.

### 3. De casus

In dit hoofdstuk worden de tien casus beschreven die zijn overgebleven na de in paragraaf 1.6 beschreven trapsgewijze selectie van relevante casus. Het gaat om de casus waarbij is voldaan aan de drie voorwaarden van (1) major corporate event als bedoeld in de wettelijke regeling, (2) een koersstijging van de aandelen en (3) de aanwezigheid van een aandelenplan als onderdeel van de beloning van de bestuurders. Daarmee is nog niet vastgesteld dat ook een afomingsverplichting bestond/bestaat. Voor het ontstaan van de afroomverplichting is bovendien vereist dat de bestuurder de aandelen die hij op basis van het aandelenplan heeft verkregen heeft verkocht dan wel dat zijn bestuurderschap eindigt na de eerste peildatum. Deze nadere voorwaarde kon pas in een interview met (een betrokkene bij) de vennootschap worden vastgesteld. Met zes van de in dit hoofdstuk genoemde vennootschappen is hierover contact geweest, en met vijf hiervan hebben interviews plaatsgevonden. Alle hieronder opgenomen gegevens over de vennootschappen zijn ontleend aan openbare registers en andere openbare bronnen, zie paragraaf 1.5.

Per casus gaat het om de volgende gegevens:

- een beschrijving van de vennootschap waarbij zich een major corporate event heeft voorgedaan;
- een beschrijving van het major corporate event: openbaar bod, art. 2:107a besluit of juridische fusie;
- voor zover sprake is van een openbaar bod: de effectenpositie van bestuurders<sup>26</sup>;
- koersinformatie gerelateerd aan de peildata, zie paragraaf 2.2.
- indien gepubliceerd: gegevens over de toepassing van de afroomverplichting in de jaarrekening.

#### 3.1 Casus 1: Ziggo – Liberty Global

##### 3.1.1 Vennootschap

Ziggo N.V. (hierna: Ziggo) is een van de grootste aanbieders van kabeltelevisie in Nederland. Daarnaast levert zij internetdiensten en telefonie. Ziggo is voortgekomen uit een fusie tussen Multikabel, @home en Casema. Ziggo was sinds maart 2012 op de Amsterdamse beurs genoteerd.

##### 3.1.2 Openbaar bod

In een persbericht dat op 27 januari 2014 werd geregistreerd in het register Koersgevoelige Informatie van de AFM meldden Ziggo en Liberty Global Plc (hierna: Liberty Global) het voornemen van Liberty Global om door

---

<sup>26</sup> Hierbij gaat het om de totale effectenpositie van de bestuurder, waaronder zijn begrepen alle effecten die op het bewuste moment in het bezit van de bestuurder waren en derhalve niet noodzakelijkerwijs bij wijze van beloning zijn verkregen. Art 8 Bob.

middel van een dochtermaatschappij van Liberty Global alle uitstaande aandelen in Ziggo die niet reeds door Liberty Global werden gehouden te willen verwerven.<sup>27</sup>

Bij gezamenlijk persbericht van 5 november 2014 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>28</sup> Na verwerving van de aandelen en uitkoopprocedures met betrekking tot de aandelen die niet zijn aangeboden, wordt de beursnotering van Ziggo beëindigd.

### 3.1.3 Effectenpositie bestuurders

In het position statement<sup>29</sup> is opgenomen dat 'het enkele houden van aandelen door bestuurders niet wordt gezien als een conflict of interest.

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (10 september 2014) was de effectenpositie van de bestuursleden als volgt:<sup>30</sup>

Naam	Aandelen	Voorwaardelijke aandelen conform Aandelenplan <sup>31</sup>
Bestuurder A	251.546	62.160
Bestuurder B	376.579	59.133
Bestuurder C	603	20.744

### 3.1.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 27 januari 2014 en is beëindigd op 5 november 2014. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 30 december 2013 en 3 december 2014. Tussen deze data is de koers van het aandeel Ziggo gestegen met €2,535, een relatieve koerswinst van 7,664%.

## 3.2 Casus 2: HES Beheer – Hestya Energy

### 3.2.1 Vennootschap

HES Beheer N.V. (hierna: HES Beheer) is een logistieke dienstverlener in de havens van Rotterdam-Rijnmond en

<sup>27</sup>

[https://www.afm.nl/registers/kgi\\_documents/201401270000000005\\_Liberty%20Global%20and%20Ziggo%20joined%20announcement.pdf](https://www.afm.nl/registers/kgi_documents/201401270000000005_Liberty%20Global%20and%20Ziggo%20joined%20announcement.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>28</sup>

[https://www.afm.nl/registers/kgi\\_documents/201411050000000031\\_Liberty%20Global%20Completes%20Tender%20Offer%20for%20Ziggo.pdf](https://www.afm.nl/registers/kgi_documents/201411050000000031_Liberty%20Global%20Completes%20Tender%20Offer%20for%20Ziggo.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>29</sup> Hierin staat het standpunt van het bestuur van de doelvennootschap met betrekking tot het openbaar bod ten behoeve van de aandeelhoudersvergadering waarin het bod zal worden besproken en staat bijvoorbeeld beschreven hoe de stuurgroep ('steering committee') is samengesteld.

<sup>30</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/14394.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/14394.pdf) (p. 77); laatst bezocht 5 september 2016.

<sup>31</sup> Omvat toekenningen op basis van aandelenplannen over de jaren 2012, 2013 en 2014.

bestaat sinds 1908. Het bedrijf is sinds 1982 op de beurs van Amsterdam genoteerd.

### 3.2.2 Openbaar bod

Op 16 mei 2014 kondigen HES Beheer en Hestya Energy B.V. (hierna: Hestya) aan dat Hestya een openbaar bod op alle uitstaande aandelen HES Beheer zal uitbrengen.<sup>32</sup>

Bij gezamenlijk persbericht van 22 september 2014 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>33</sup> Op dat moment zijn 97,09% van de aandelen aangemeld. Na uitkoopprocedures met betrekking tot de aandelen die niet zijn aangeboden, is de beursnotering van HES Beheer beëindigd.

### 3.2.3 Effectenpositie bestuurders

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (16 juli 2014) voor HES Beheer N.V. hielden de bestuursleden geen aandelen of opties.<sup>34</sup>

### 3.2.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 16 mei 2014 en is beëindigd op 22 september 2014. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 18 april 2014 en 20 oktober 2014. Tussen deze data is de koers van het aandeel HES Beheer gestegen met €0,6398, een relatieve koersstijging van 1,488%.

## 3.3 Casus 3: Neways – BuS Holding GmbH

### 3.3.1 Vennootschap

Neways Electronics International N.V. (hierna: Neways) is een aan de Euronext Amsterdam genoteerde, internationaal opererende leverancier van industriële en professionele elektronica. Neways heeft twaalf werkmaatschappijen, gevestigd in Nederland, Duitsland, Oost-Europa en China.

### 3.3.2 Art. 2:107a besluit

Op 1 juli 2014 heeft een Buitengewone Algemene Vergadering (hierna: BAV) van Neways plaatsgehad. De oproeping tot de BAV is gedaan op 20 mei 2014. Het geagendeerde punt waarvoor de BAV was bijeengeroepen, was een stemming over de overname van 100% van de aandelen in BuS Holding GmbH (hierna: BuS Holding) door Neways. Wegens de significante omvang van deze overname (c.q. ten minste een derde van het bedrag van de

<sup>32</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/14160.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/14160.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>33</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15381.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15381.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>34</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/14497.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/14497.pdf) (p. 47); laatst bezocht 8 september 2016.

activa volgens de geconsolideerde balans), kwalificeert het hiertoe strekkende bestuursbesluit van Neways als een besluit in de zin van artikel 2:107a lid 1 sub c BW.

### 3.3.3 Effectenpositie bestuurders

De bestuurders van Neways hielden geen aandelen in Neways.<sup>35</sup>

### 3.3.4 Koersinformatie

De datum van de oproeping tot de BAV waar het 2:107a-besluit ter goedkeuring is voorgelegd is 20 mei 2014.<sup>36</sup> Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 22 april 2014 en 17 juni 2014. Tussen deze data is de koers van het aandeel Neways gestegen met €1,457, een relatieve koerswinst van 20,27%.

## 3.4 Casus 4: Corio - Klépierre

### 3.4.1 Vennootschap

Corio N.V. (hierna: Corio) was een aan de Amsterdamse beurs genoteerd beleggingsfonds met als hoofdactiviteit het doen van beleggingen in retailvastgoed in Europa (met name Nederland, Frankrijk, Italië, Spanje en Turkije).

### 3.4.2 Openbaar bod

Op 29 juli 2014 kondigen Klépierre S.A. (hierna: Klépierre) en Corio het voornemen van Klépierre aan tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande aandelen in Corio.<sup>37</sup>

Bij gezamenlijk persbericht van 9 januari 2015 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>38</sup> Op dat moment zijn 84,07% van de aandelen aangemeld. Tevens wordt aangekondigd dat het voornemen bestaat om na afloop van de afwikkeling van het bod een grensoverschrijdende fusie te laten plaatshebben, als gevolg waarvan Corio (verdwijnde vennootschap) opgaat in Klépierre (verkrijgende vennootschap). De beursnotering van Corio is beëindigd.

### 3.4.3 Effectenposities bestuurders

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (19 september 2014) voor Corio was de effectenpositie van de bestuursleden als volgt:<sup>39</sup>

<sup>35</sup> Jaarverslag 2014, p. 77 (<http://www.jaarverslagneways2014.nl/index.php?id=7512>; laatst bezocht 13 oktober 2016).

<sup>36</sup> <http://www.neways.nl/getattachment/Home/Investor-relations/Algemene-Vergadering-van-Aandeelhouders/Agenda-BAVA-01-07-2014.pdf.aspx> (laatst bezocht: 7 oktober 2016).

<sup>37</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/14587.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/14587.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>38</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/16066.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/16066.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>39</sup> Biedingsbericht d.d. (27 oktober 2014), p. 80 ([https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15574.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15574.pdf); laatst bezocht 19 augustus 2016).

Naam	Aandelen	Opties
Bestuurder D	1.167	0
Bestuurder E	9.231	0

Conform het aandelenplan van Corio hadden de bestuursleden de volgende aantallen *phantom shares* uitstaan.<sup>40</sup> Ten aanzien van deze rechten is bepaald de dag waarop zij worden geacht te zijn toegekend de dag is waarop het bod gestand wordt gedaan.<sup>41</sup>

Naam	2012	2013	2014
Bestuurder F	7.745	7.559	8.329
Bestuurder G	5.139	5.217	5.749
Bestuurder H	1.150	4.933	5.436

#### 3.4.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 29 juli 2014 en is beëindigd op 9 januari 2015. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 1 juli 2014 en 6 februari 2015. Tussen deze data is de koers van het aandeel Corio gestegen met €10,595, een relatieve koersstijging van 28,178%.

## 3.5 Casus 5: Exact - Apax

### 3.5.1 Vennootschap

Exact Holding N.V. (hierna: Exact) is een aan de Amsterdamse beurs genoteerde vennootschap wier activiteiten bestaan uit de ontwikkeling van software gericht op de ondersteuning van met name het midden- en kleinbedrijf.

### 3.5.2 Overnamebod

Op 9 oktober 2014 kondigen Eiger Acquisition B.V. (een dochter van Apax Partners LLP, hierna: Apax) en Exact het

<sup>40</sup> Phantom shares zijn beloningscomponenten waarvan de waarde en waardeverandering zijn afgeleid van de waarde van de aandelen in de vennootschap.

<sup>41</sup> Biedingsbericht d.d. (27 oktober 2014), p. 82 ([https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15574.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15574.pdf); laatst bezocht 19 augustus 2016). Letterlijk staat daar dat de *vesting date* zal zijn de *settlement date*



voornemen van Apax aan tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande aandelen in Exact.<sup>42</sup> Bij gezamenlijk persbericht van 13 februari 2015 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>43</sup> Op dat moment zijn 98,23% van de aandelen aangemeld. Na afloop van het bod is de beursnotering van Exact beëindigd.

### 3.5.3 Effectenpositie bestuurders

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (15 december 2014) voor Exact Holding N.V. hielden de bestuursleden geen aandelen.<sup>44</sup> In verband met het bod is door de raad van commissarissen van Exact Holding N.V. aangegeven de volgende (conform het aandelenplan) uitstaande conditionele aandelen in contanten te voldoen:<sup>45</sup>

Naam	Conditionele aandelen	Compensatie in contanten
Bestuurder J	26.609	€851.488
Bestuurder K	17.777	€568.864
Bestuurder L	12.638 <sup>46</sup>	€404.416
Bestuurder M <sup>47</sup>	12.638 <sup>48</sup>	€404.416

### 3.5.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 9 oktober 2014 en is beëindigd op 13 februari 2015. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 11 september 2014 en 13 maart 2015. Tussen deze data is de koers van het aandeel Exact gestegen met €3,015, een relatieve koersstijging van 10,524%.

## 3.6 Casus 6: Nutreco - SHV

### 3.6.1 Vennootschap

Nutreco N.V. (hierna: Nutreco) is een vennootschap die actief is in de productie van en handel in diervoeding (veevoer en visvoer) en vlees. De aandelen van Nutreco waren van 3 juni 1997 tot 17 april 2015 genoteerd aan de Amsterdamse beurs.

<sup>42</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15478.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15478.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>43</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/16169.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/16169.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>44</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/16015.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/16015.pdf) (p. 51); laatst bezocht 8 september 2016.

<sup>45</sup> Biedingsbericht, pp. 49-50 ([https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/16015.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/16015.pdf)); laatst bezocht 19 augustus 2016).

<sup>46</sup> Voor de jaren 2013 en 2014.

<sup>47</sup> Voormalig *Managing Director*.

<sup>48</sup> Voor de jaren 2013 en 2014.

### 3.6.2 Openbaar bod

In een persbericht van 20 oktober 2014 meldden SHV Holdings N.V. (hierna: SHV) en Nutreco het voornemen van SHV om een openbaar bod uit te brengen op alle uitstaande aandelen Nutreco.<sup>49</sup> Bij gezamenlijk persbericht van 11 maart 2015 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>50</sup> Op dat moment zijn 96,15% van de aandelen aangemeld. Na uitkoopprocedures met betrekking tot de niet aangeboden aandelen is de beursnotering van Nutreco beëindigd.

### 3.6.3. Effectenpositie van bestuurders

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (5 december 2014) was de effectenpositie van de bestuursleden als volgt:<sup>51</sup>

Naam	Aandelen	Aandelenplan (I)	Aandelenplan (II)
Bestuurder N	19.094	20.477	73.292
Bestuurder P	7.066	7.220	40.950

Iedere bestuurder heeft zijn aandelen aangemeld voor het overnamebod. Aandelen die nog niet waren toegekend, maar afhankelijk waren gesteld van de performance van de bestuurder zullen op de dag van het definitief worden van de overname worden uitbetaald in contanten.<sup>52</sup>

### 3.6.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 20 oktober 2014 en is beëindigd op 11 maart 2015. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 22 september 2014 en 8 april 2015. Tussen deze data is de koers van het aandeel Nutreco gestegen met €15,545, een relatieve koerswinst van 39,509%.

## 3.7 Casus 7: Grontmij - Sweco

### 3.7.1 Vennootschap

Grontmij N.V. (hierna: Grontmij) is een aan de Amsterdamse beurs genoteerd advies- en ingenieursbureau. Het legde zich toe op dienstverlening op het gebied van energie, wegen en snelwegen, lightrail, duurzame gebouwen

<sup>49</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15512.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15512.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>50</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/16338.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/16338.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>51</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15985.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15985.pdf) (pp. 32-33); laatst bezocht 5 september 2016.

<sup>52</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/15985.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/15985.pdf) (pp. 32-33); laatst bezocht 5 september 2016.

en water.

### 3.7.2 Openbaar bod

Op 1 juni 2015 kondigen Sweco AB (hierna: Sweco) en Grontmij het voornemen van Sweco aan tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande aandelen in Grontmij.<sup>53</sup>

Bij gezamenlijk persbericht van 25 september 2015 is aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>54</sup> Op dat moment zijn 94,40% van de aandelen aangemeld. Na verwerving van meer dan 95% van de aandelen overgaan tot uitkoop van de resterende aandeelhouders, waarna de beursnotering van Grontmij is beëindigd.

### 3.7.3 Effectenpositie bestuurders

Het position statement vermeldt dat art 2:135 lid 7 BW op bepaalde nog niet onvoorwaardelijk toegekende aandelen van de bestuurders zal worden toegepast.

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (13 juli 2015) voor Grontmij N.V. was de effectenpositie van de bestuursleden als volgt:<sup>55</sup>

Naam	Aandelen	Aandelenplan (totaal 2013-2015) <sup>56</sup>
Bestuurder Q	70.880	114.461
Bestuurder R	53.100	59.759

### 3.7.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 1 juni 2015 en is beëindigd op 25 september 2015. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 4 mei 2015 en 23 oktober 2015. Tussen deze data is de koers van het aandeel Grontmij gestegen met €1,069, een relatieve koersstijging van 26,626%.

## 3.8 Casus 8: Ten Cate – Gilde Buy Out Partners

### 3.8.1 Vennootschap

Koninklijke Ten Cate N.V. (hierna: Ten Cate) is een multinationala tekstieltechnologieconcern dat oplossingen ontwikkelt en produceert die wereldwijd worden verkocht ter bescherming van mensen en hun werk- en leefomgeving.

<sup>53</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/17745.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/17745.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>54</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18190.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18190.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>55</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/17486.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/17486.pdf) (pp. 44-45); laatst bezocht 5 september 2016.

<sup>56</sup> Conditional shares.

### 3.8.2 Openbaar bod

Bij gezamenlijk persbericht van 20 juli 2015 meldden Ten Cate en Gilde Buy Out Partners het voornemen van een consortium geleid door Gilde Buy Out Partners om door middel van Tennessee Acquisition B.V. een openbaar bod uit te brengen op alle uitstaande aandelen Ten Cate.<sup>57</sup> In een gezamenlijk persbericht van 26 januari 2016 wordt aangekondigd dat het bod gestand wordt gedaan.<sup>58</sup> Op dat moment zijn 85,8% van de aandelen aangemeld. Na verwerving van minstens 95% van de aandelen Ten Cate zijn uitkoopprocedures begonnen, waarna de beursnotering van Ten Cate is beëindigd.

### 3.8.3 Effectenposities bestuurders

Het position statement van het bestuur en de raad van commissarissen van Ten Cate bevat een bepaling die de onafhankelijke beoordeling van het biedingsproces beoogt te bevorderen.<sup>59</sup>

Op het moment van deponering van het biedingsbericht (20 oktober 2015) was de effectenpositie van de bestuursleden als volgt:<sup>60</sup>

Naam	Aandelen	Opties
Bestuurder S:	213.695	540.000
Bestuurder T:	0	50.000

Een bestuurder had aangegeven zijn aandelen aan te bieden onder reguliere voorwaarden. De opties gehouden door beide bestuursleden zouden door Ten Cate in contanten worden uitbetaald.

### 3.8.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 20 juli 2015 en is beëindigd op 26 januari 2016. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 22 juni 2015 en 23 februari 2016. Tussen deze data is de koers van het aandeel Ten Cate gestegen met €7,0, een relatieve koerswinst van 36,842%.

<sup>57</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/17518.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/17518.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>58</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18784.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18784.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

<sup>59</sup> Deze bepaling houdt in dat een van de bestuurders van de doelvennootschap die in de nieuwe organisatie zou gaan participeren niet langer deel uitmaakt van de steering committee die onderhandelt met de bieder.

<sup>60</sup> Biedingsbericht d.d. 20 oktober 2015, p. 54 ([https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18262.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18262.pdf); laatst bezocht 19 augustus 2016).

## 3.9 Casus 9: Batenburg – VP Exploitatie

### 3.9.1 Vennootschap

Batenburg Techniek N.V. (hierna: Batenburg) is een aan de Amsterdamse beurs genoteerde vennootschap, en is actief als technisch dienstverlener, gespecialiseerd in elektromechanische en industriële techniek.

### 3.9.2 Openbaar bod

Op 21 september 2015 kondigt VP Exploitatie N.V. (hierna: VPE) aan haar belang in Batenburg uit te breiden naar 35,17% en een verplicht openbaar bod uit te zullen brengen op alle uitstaande aandelen Batenburg.<sup>61</sup> De biedprijs moet bij deze verplichte bieding op grond van de wet een billijke prijs zijn; dit beperkt de onderhandelingsruimte in het biedingsproces. De biedprijs was 32,00 cum dividend.

Bij persbericht van 29 december 2015 kondigt VPE het resultaat van het verplicht openbaar bod op Batenburg aan.<sup>62</sup> Op dat moment heeft VPE een belang van 77,18% in Batenburg.

### 3.9.3 Effectenposities bestuurders

In het biedingsbericht voor Batenburg Techniek N.V. is geen informatie opgenomen over de precieze effectenpositie van de bestuurders.<sup>63</sup>

### 3.9.4 Koersinformatie

Het bod is aangekondigd op 21 september 2015 en is beëindigd op 29 september 2015. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 24 augustus 2015 en 26 januari 2016. Tussen deze data is de koers van het aandeel Batenburg gestegen met €0,855, een relatieve koersstijging van 4,685%.

---

<sup>61</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18166.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18166.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>62</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18679.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18679.pdf) (laatst bezocht: 9 augustus 2016).

<sup>63</sup> [https://www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/18345.pdf](https://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/18345.pdf); laatst bezocht 19 augustus 2016.

## 3.10 Casus 10: Ahold - Delhaize

### 3.10.1 *Vennootschap*

Koninklijke Ahold N.V. (hierna: Ahold) is een internationaal detailhandelsconcern. Ahold is de houdstermaatschappij van onder meer Albert Heijn B.V., Gall & Gall B.V., Bol.com, Peapod en Stop & Shop. Ahold is genoteerd aan de Amsterdamse beurs.

### 3.10.2 *Juridische fusie*

Op 24 juni 2015 hebben Ahold en Delhaize Group N.V./S.A. (hierna: Delhaize) hun voornemen om te fuseren bekendgemaakt. Een voorstel tot fusie is door het bestuur van Ahold op 14 maart 2016 aan de (Buitengewone) Algemene Vergadering van Ahold voorgelegd.<sup>64</sup> Via een persbericht van dezelfde datum kondigt Ahold aan dat de (Buitengewone) Algemene Vergadering met dit voorstel heeft ingestemd. In ditzelfde persbericht wordt tevens vermeld dat de aandeelhouders van Delhaize op dezelfde datum ook met de fusie hebben ingestemd.

### 3.10.3 *Effectenpositie*

Er is in de fusiedocumentatie geen informatie opgenomen over de effectenposities van de bestuurders.

### 3.10.3 *Koersinformatie*

Het voorstel tot fusie is aangekondigd op 15 januari 2016. Het besluit tot fusie is genomen op 14 maart 2016. Hiermee zijn de (lid 7 conforme) peildata 18 december 2015 en 11 april 2016. Tussen deze data is de koers van het aandeel Ahold gestegen met €0,62, een relatieve koersstijging van 3,184%.

---

<sup>64</sup> [https://www.afm.nl/registers/kgi\\_documents/201603140000000005\\_Ahold\\_14032016\\_NL.pdf](https://www.afm.nl/registers/kgi_documents/201603140000000005_Ahold_14032016_NL.pdf) (laatst bezocht: 20 juni 2016).

## 4. De interviews

### 4.1 Besproken onderwerpen

In de interviews met bij de vennootschappen betrokkenen zijn verschillende onderwerpen besproken ten behoeve van de beantwoording van de in hoofdstuk 1 gepresenteerde hoofd- en deelvragen. In bijlage 3 is de vragenlijst opgenomen van hetgeen door de interviewers met de bij de vennootschappen betrokken respondenten semigestructureerd is besproken. In dit hoofdstuk zijn de resultaten van de interviews gerubriceerd naar het besproken onderwerp weergegeven. Teneinde enig inzicht te krijgen in de ervaringen aan de zijde van aandeelhouders met de afromingeregeling, zijn tevens gesprekken gevoerd met respectievelijk de directeur van de belangenorganisatie van institutionele beleggers in beursgenoteerde vennootschappen, Eumedion, en de adjunct-directeur van de vereniging van effectenbezitters (VEB). In totaal zijn in het kader van dit onderzoek zeven interviews afgenomen. Bevindingen uit de interviews met Eumedion en de VEB zijn als zodanig herkenbaar in de tekst weergegeven wegens de (ten opzichte van de betrokken vennootschappen) afwijkende positie van Eumedion en de VEB als belangenorganisaties. Waar hieronder wordt gesproken van respondenten worden uitsluitend bedoeld de vennootschappen waar een interview is afgenomen. Teneinde een zuivere presentatie van de door geïnterviewden aangedragen informatie te waarborgen, zijn de resultaten van de interviews voor zover mogelijk zonder nadere interpretatie van de kant van de onderzoekers weergegeven.

### 4.2 Toepasselijkheid van de afromingeregeling en communicatie daarover

Uit de trapsgewijze selectie zijn tien vennootschappen voortgekomen. Zes van deze vennootschappen zijn bereid gevonden mee te werken aan het onderzoek. Eén van deze zes vennootschappen heeft zich beperkt tot de mededeling aan de onderzoekers dat de regeling is toegepast. Hierdoor kon uiteindelijk bij vijf vennootschappen een interview worden afgenomen. Bij deze vijf vennootschappen hebben de onderzoekers telkens met een functionaris of betrokkene kunnen spreken, zodat vijf interviews hebben plaatsgevonden. Bij vier van de vijf geïnterviewde vennootschappen was de regeling van toepassing. In die gevallen heeft afdracht van de koerswinst plaatsgevonden. Deze vier vennootschappen hebben de afromingeregeling toegepast nu naar de opvatting van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap was voldaan aan de voorwaarden van art. 2:135 lid 7 BW. Het ging daarbij om één juridische fusie en drie publieke overnames. Bij de vijfde vennootschap is de afromingeregeling niet toegepast omdat de bestuurders de aandelen vóór de eerste peildatum hadden verkocht. Ten aanzien van het enkele geval waarin de respondent zich heeft beperkt tot de mededeling dat de regeling is toegepast, is door de respondent medegedeeld dat de voormalige bestuurders ermee bekend waren dat verrekening moest plaatsvinden omdat dat in hun beëindigingsovereenkomst was opgenomen. Bovendien is aangegeven dat uit de administratie bleek dat deze verrekening heeft plaatsgevonden.

### 4.3 Betrokkenheid van aandeelhouders(vergadering) bij toepassing regeling

Uit de interviews is niet naar voren gekomen dat de aandeelhouders grote belangstelling toonden voor de toepasselijkheid of uitvoering van de afromingsregeling. Dit vindt bevestiging in openbare bronnen en de gevoerde gesprekken met de VEB en Eumedion, waaruit blijkt dat slechts twee keer door beleggersorganisaties (respectievelijk de VEB en Eumedion) de vennootschap de vraag is gesteld of de bestuurders zouden worden gecompenseerd voor af te romen koerswinst. In beide gevallen is door de vennootschap geantwoord dat dit niet zou gebeuren. Het gaat hier om vennootschappen die behoren tot de groep van tien vennootschappen die zijn overgebleven na de derde stap in de selectie van casus. Door Eumedion is aangegeven dat in gevallen waar in de aandeelhoudersvergadering vragen zijn gesteld over de toepassing van de afromingregeling, dit tot gevolg heeft gehad dat de raad van commissarissen van de vennootschap in de aandeelhoudersvergadering de belofte deed dat in geval van een openbaar bod of art. 2:107a BW-transactie zou worden gehandeld 'in de geest van' art. 2:135 lid 7 BW.

### 4.4 De ervaren invloed van de regeling op bestuurlijk gedrag

De respondenten zijn van mening dat de regeling geen invloed heeft op de opstelling van bestuurders bij de besluitvorming over major corporate events. Zij waren allen stellig van mening dat de besluitvorming binnen de vennootschap in verband met de transactie onder dezelfde voorwaarden zou zijn verlopen als er geen afroming van de koerswinst had hoeven plaats te vinden. Die mening wordt onderschreven door Eumedion waar zij stelt: de afromingregeling heeft meetbaar noch zichtbaar bijgedragen aan zuiverheid van de oordeelsvorming van het bestuur ten aanzien van de besluiten waarop in art. 2:135 lid 7 BW wordt gedoeld (d.i. besluiten rond major corporate events).

Een van de respondenten heeft opgemerkt dat de ervaring in dit soort situaties is dat de raad van commissarissen intern de regie over het besluitvormingsproces rond de transactie in meer of mindere mate overneemt van het bestuur, veelal in de vorm van een "special committee" (bestaande uit zowel bestuurders als commissarissen). In datzelfde verband werd door deze respondent opgemerkt dat de belangrijke rol van de raad van commissarissen bij major corporate events vaak onderschat wordt. Naar de stellige indruk van deze respondent betekent dit dat de ruimte voor bestuurders om eigen (koers)overwegingen te laten meespelen in de besluitvorming niet moet worden overschat.

Door alle respondenten is verklaard dat aan de afromingregeling veronderstellingen ten grondslag liggen rond het gedrag van bestuurders en de ruimte die zij daarbij zouden hebben, die niet juist zijn. Naar de indruk van de onderzoekers is hierbij door de respondenten gedoeld op de veronderstelling die aan het amendement ten grondslag ligt dat bestuurders in het geval van een change of control binnen de vennootschap primair worden gedreven door hun persoonlijke financiële belang. Dit is door een respondent aldus verwoord, dat 'de betrokken



bestuurders bij de vennootschap diep beledigd zouden zijn als je zou denken dat zij gedreven zouden worden door eigen belang bij dit soort beslissingen'. Eén van de respondenten formuleerde het aldus dat de regeling een niet-bestaand probleem probeert op te lossen. De respondent lijkt hiermee in wezen aan te geven dat de prikkels waartegen de regeling moet beschermen zich in het geheel niet voordoen. Ook is er in alle interviews op gewezen dat een koerswinst voor bestuurders niet een belangrijke motivatie is bij corporate events. Waar een eigen belang van de bestuurders een rol zou spelen, speelt dit volgens de respondenten eerder in de sfeer van carrièreperspectieven of persoonlijke reputatie.

#### 4.5 Bepaling van af te romen bedrag

Het bedrag dat is verrekend op grond van de afroomregeling is – voor zover dit tijdens de interviews ter sprake kwam – steeds het maximale bedrag geweest.<sup>65</sup> Dat wil zeggen dat telkens het positieve verschil tussen de koerswaarden op peildata 1 en 2 is afgeroomd. Uit de interviews zijn geen noemenswaardige problemen bij de feitelijke afroming gebleken.

#### 4.6 Gesignaleerde complicaties en neveneffecten

Door de respondenten zijn verschillende complicaties en neveneffecten gesignaleerd. Als mogelijk neveneffect werd in één interview gesignaleerd dat dat bestuurders 'tijdig' hun aandelen verkopen, om op die manier afroming te voorkomen.

De afroomregeling wordt voorts door alle betrokkenen als een complexe regeling gezien, met veel onduidelijkheid vooral in verband met de leesbaarheid van de bepaling. De onderzoekers begrijpen dat met de complexiteit wordt bedoeld op de beschrijving van de peildata in het wetsartikel, alsook op de beschrijving van beloningsinstrumenten (aandelen, certificaten en opties); dit laatste onder meer in het licht van de verschillende wijzen waarop aandelenplannen in de praktijk vorm krijgen. Hierbij kan gedacht worden aan plannen waarin opties voorwaardelijk worden toegekend. In ieder van de gevallen hebben zich omtrent de interpretatie en toepassing specialistische juridische vragen voorgedaan waarvoor extern juridisch (en ook wel financieel) advies is ingewonnen. Ook is door één respondent opgemerkt dat de concrete situaties en misbruikmogelijkheden waarop de regeling ziet, in de praktijk zo van elkaar kunnen verschillen, dat deze niet in de huidige afroomregeling kunnen worden gevat.

In twee interviews is opgemerkt dat de uitvoering van de afroomregeling spanning veroorzaakt in de relatie tussen bestuurders en aandeelhouders. Er is door deze respondenten aangegeven dat het gevoel hetzelfde belang te hebben bij de transactie (zogenaamde "alignment") minder wordt: bestuurders zouden door de

---

<sup>65</sup> Tot ten hoogste het bedrag van de door de bestuurders gerealiseerde waardevermeerdering bij verkoop (c.q. bij beëindiging van het bestuurderschap: de voor die bestuurder door de wet gefixeerde waardevermeerdering).

aandeelhouders aangewezen zijn om na afweging van de verschillende relevante belangen een goede prijs voor de aandelen te bewerkstelligen. Als de bestuurders vervolgens zelf eventuele koerswinst toch moeten afdragen zouden de aandeelhouders het gevoel krijgen dat de bestuurders er niet meer 'voor zullen gaan'. Volgens één respondent zou de afroomregeling mede om deze reden niet geheel aansluiten op een internationale bedrijfsomgeving, waarin aan koerswaarde gekoppelde beloningsstructuren vaak worden voorgestaan.

Door twee respondenten is aangegeven dat de toepassing van de afroomregeling de verhoudingen tussen raad van commissarissen en bestuur niet ten goede komt. Deze zouden volgens de respondent reeds onder enige spanning staan, wegens de vooruitgeschoven rol van de raad van commissarissen in de besluitvorming rond een overname. Daarbij is door deze respondent gesignaleerd dat bij een aantal interpretatievragen rond de afroomregeling, in het nadeel van de bestuurders is besloten (bijvoorbeeld door bij twijfel over de vraag of aandelen als bezoldiging zijn toegekend, voor afroming te opteren). Hierbij is opgemerkt dat de regeling door bestuurders niet als rechtvaardig wordt ervaren, nu noch de raad van commissarissen noch de managementlaag onder het bestuur onder de afroomregeling valt, en personen die in de raad van commissarissen dan wel het hoger management zitten ook in aandelen, certificaten of opties kunnen worden beloond.

Door één respondent is opgemerkt dat de regeling in geval van een openbaar bod in de hand werkt dat de overnemende partij de bestuurders 'die men wil houden' compensatie zal geven voor de afroming. Dit zou de overnemende partij tevens doen omdat de regeling door veel bieders als onredelijk wordt ervaren. Hierbij is opgemerkt dat een bestuurder via het aanbod van een dergelijke compensatie eerder geconfronteerd raakt, omdat hij door het vooruitzicht van compensatie geneigd zou kunnen zijn niet te handelen naar het belang van de vennootschap. Deze beloofde compensatie materialiseert immers slechts indien de bewuste bidder de vennootschap daadwerkelijk overneemt. Eumedion heeft aangegeven dat bij sommige vennootschappen na de invoering van de afroomregeling alternatieve beloningsvormen zijn besproken, waar de afroomregeling niet op van toepassing is. Voorbeelden hiervan zijn dat aandelen/opties in contanten worden uitbetaald, dat uitbetaling plaatsvindt op basis van de nieuwe waarde van de aandelen, uitbetaling in *stock appreciation rights* en andere van de waarde van aandelen afgeleide beloningsinstrumenten (derivaten). Door de VEB is hieraan toegevoegd dat zij heeft geconstateerd dat een compensatie kan bestaan uit een transactiebonus – waarbij bij het slagen van het bod een bedrag dan wel aandelen worden toegekend door de overnemende partij – dan wel een andersoortige cash-bonus.

Hoewel in de gesprekken opmerkingen zijn gemaakt die inhielden dat de regeling van negatieve invloed zou kunnen zijn op het vestigingsklimaat in Nederland, is het wegens de korte looptijd van de regeling niet mogelijk gebleken de gevolgen voor het vestigingsklimaat in het onderzoek te betrekken.

In twee interviews is ter sprake gekomen dat het afgeroomde bedrag niet aan de door de wetgever beoogde partij ten goede kan komen. De regeling beoogt het belang van de doelvennootschap te beschermen door de afroming

van de koerswinst. Het af te dragen bedrag zou ten goede moeten komen aan de vennootschap (en indirect haar aandeelhouders) in de oude constellatie. Omdat het tijdstip van verrekening meestal na afronding van de (overname)transactie ligt komt het bedrag echter de nieuwe aandeelhouder ten goede.

#### 4.7 Aanpassingen en alternatieven

Eén respondent gaf aan dat de problematiek van conflicterende belangen in geval van major corporate events beter via de governance – het samenspel van de organen rond de besluitvorming – geregeld zou kunnen worden. Daarbij kan gedacht worden aan herziening van de positie die door de (raad van) commissarissen wordt ingenomen bij de besluitvorming rond major corporate events. Drie van de respondenten hebben opgemerkt dat er andere wettelijke mechanismen zijn om onzuiverheden in de besluitvorming tegen te gaan en een deugdelijke besluitvorming te waarborgen. Eumedion heeft bezwaar tegen de regeling nu zij meent dat de problematiek op een andere wijze zou moeten worden benaderd. Te denken is hierbij aan maatregelen op het gebied van corporate governance, als hiervoor omschreven.

De VEB heeft aangegeven achter de afroomregeling te staan omdat deze soms ongewenste situaties zou kunnen tegenhouden en enkele mensen tot bezinning zou kunnen dwingen. De VEB acht wel een voortgang van de principiële discussie van belang, waarin de vraag centraal staat hoe ervoor gezorgd kan worden dat een bestuurder op een zuivere manier te werk gaat zonder zijn eigen financiële belangen te laten overheersen. Concreet stelt de VEB voor dat onafhankelijke commissarissen verscherpt toezicht dienen te houden op het handelen van bestuurders die aandelen in de vennootschap houden, in die gevallen die nu door de afroomregeling worden gedekt.

Indien de regeling behouden blijft, meent Eumedion dat tekortkomingen ten aanzien van transparantie moeten worden weggelaten. De belangenorganisatie pleit voor meer verplichte standaard-informatie over de toepassing van de afroomregeling in het biedingsbericht, fusiedocument en in de communicatie van de vennootschap met aandeelhouders (dat laatste als het een art. 2:107a BW-transactie betreft). Verder pleit Eumedion voor verplichte publicatie van het afroombedrag, nu de huidige verplichting om de toepassing van de afroomregeling te verwerken in de toelichting op de jaarrekening 'als mosterd na de maaltijd' komt.<sup>66</sup>

---

<sup>66</sup> Zie ook hierna paragraaf 5.2. sub i.

## 5. Conclusies

Dit rapport inventariseert de werking van de afroomregeling. De afroomregeling als vastgelegd in art. 2:135 lid 7 BW, is in werking getreden op 1 januari 2014 en geldt tot 1 juli 2017.

De afroomregeling beoogt een zuiverder belangenafweging van bestuurders in major corporate events (overnames en daarmee gelijk gestelde voor de vennootschap belangrijke situaties) te bewerkstelligen door het op korte termijn incasseren van koerswinst door bestuurders, behaald vanwege een besluit in een major corporate event, tegen te gaan. Daartoe moet de waardestijging als gevolg van de major corporate event, van aandelen die bij wijze van bezoldiging zijn verkregen door de bestuurder aan de vennootschap worden terugbetaald. De waardestijging wordt gemeten over een periode gelegen tussen twee in de wet gedefinieerde peildata.

In hoofdstuk 2 is totstandkoming van de afroomregeling en haar beoogde werking beschreven op basis van de wetsgeschiedenis en literatuur. De (kritische) opmerkingen in de literatuur over de afroomregeling, kunnen als volgt worden samen gevat:

- de regeling is gemakkelijk te omzeilen, onder andere door voor de bestuurder andere beloningsinstrumenten te hanteren dan aandelen, certificaten of opties, zoals phantom shares e.d. die buiten het bereik van de regeling vallen;
- de regeling sluit niet aan bij andere regelingen in het ondernemingsrecht die de problematiek van verstrengeling van belangen aanpakken; zie hierna paragraaf 5.2 sub a en b.

Hoofdstuk 3 bevat een beschrijving van de onderzochte casus. Gezien de korte periode van toepassing van de afroomregeling (geldig vanaf 1 januari 2014) waarover het onderzoek zich kon uitstrekken, is het aantal gevallen dat kon worden onderzocht beperkt; zie hierna paragraaf 5.1.

Hoofdstuk 4 bevat een weergave van de interviews met personen betrokken bij vijf van de in Hoofdstuk 3 genoemde vennootschappen die vanuit hun toenmalige of huidige functie ervaring hebben (gehad) met de werking van de regeling in de praktijk.

In dit hoofdstuk worden deze lijnen samen getrokken. Aan de hand van de deelonderzoeksvragen wordt in dit hoofdstuk de probleemstelling behandeld: wordt het beoogde doel van de regeling in art. 2:135 lid 7 BW, namelijk het tegengaan van de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in geval van overnamesituaties, gerealiseerd?

In aanvulling op de conclusies die het empirisch onderzoek oplevert, noemen de onderzoekers vanuit hun specifiek juridische achtergrond enige suggesties en aandachtspunten die van belang worden geacht voor een verdere

beleidsontwikkeling. Hierin is ook de visie van de onderzoekers waar relevant verwerkt; onderzoekers hebben zich bij de weergave van de wetsgeschiedenis en de literatuur in hoofdstuk 2 en van de interviews in hoofdstuk 3, zoveel mogelijk onthouden van commentaar op, of een uitwerking van de visies en uitlatingen van de aangehaalde c.q. geïnterviewde personen, juist met het oog op een objectieve weergave daarvan.

## 5.1 Bevindingen uit het empirisch onderzoek

In tien casus is voldaan aan de drie voorwaarden voor toepassing van de afroomregeling: te weten een major corporate event als bedoeld in de wettelijke regeling, een koersstijging van de door de bestuurders gehouden aandelen, gemeten aan de hand van de peildata van de regeling, en de aanwezigheid van een aandelenplan als onderdeel van de beloning van bestuurders. Hiermee is nog niet vastgesteld dat in tien vennootschappen de afroomregeling moest worden toegepast. De afroomregeling treedt pas in werking als na de eerste peildatum een bestuurder de aandelen die bij wijze van bezoldiging zijn verkregen verkoopt of het bestuurderschap eindigt. Deze voorwaarde voor de afroomverplichting kon pas in de interviews worden geverifieerd.

Zes van de tien vennootschappen zijn bereid geweest aan het onderzoek mee te werken; bij vijf vennootschappen hebben interviews plaats gevonden. Bij de zesde vennootschap heeft geen interview plaats gevonden vanwege het vertrek van de betrokken functionarissen na het corporate event (bestuurders, commissarissen en de general counsel); wel is in een kort gesprek meegedeeld dat de afroomregeling geheel is toegepast.

De antwoorden op de deelonderzoeksvragen zijn gebaseerd op interviews met bij voornoemde vijf vennootschappen betrokken functionarissen (hierna: respondenten), alsook met de beleggersorganisaties Eumedion en VEB.

De onderzoekers zijn zich terdege bewust van het feit dat dit aantal beperkt is, onder andere vanwege het feit dat de afroomregeling pas sinds 1 januari 2014 van toepassing is. Ondanks dit geringe aantal is besloten het onderzoek voort te zetten, ook omdat de Minister aan de Tweede Kamer heeft toegezegd de regeling na twee jaar te zullen evalueren, welke toezegging in zich bergt de waarschijnlijkheid – althans mogelijkheid – dat het aantal casus dat zich voor evaluatie leent beperkt is.

### 5.1.1 Eerste deelonderzoeksvraag: regeling toegepast?

De eerste deelonderzoeksvraag is of de afroomregeling in de praktijk is toegepast. Zo ja, hoe vaak? Zo nee, waarom niet?

Bij de geïnterviewde vijf vennootschappen is de afroomregeling in vier gevallen toegepast. Bij één vennootschap (het vijfde geval) is de regeling niet toegepast, omdat de bestuurders de aandelen vóór de eerste peildatum hadden verkocht. Op deze vennootschap was daarmee de regeling niet van toepassing.

Bij de hiervoor genoemde niet geïnterviewde vennootschap is de regeling ook toegepast.

Daarmee hebben de onderzoekers kunnen constateren dat van de tien casus, de afroomregeling in vijf gevallen is toegepast en in één geval niet van toepassing was; bij de overige vier van de in totaal tien casus hebben de

onderzoekers niet kunnen vaststellen of de regeling wel of niet is toegepast, door gebrek van medewerking.

### *5.1.2 Tweede deelonderzoeksvraag: gevolgen en ervaringen*

De tweede deelonderzoeksvraag richt zich op de gevolgen van en ervaringen met de toepassing van de regeling. In alle vier vennootschappen waar een interview heeft plaats gevonden en waarin de regeling van toepassing was, heeft de toepassing van de afroomregeling geresulteerd in afdracht van de koerswinst door de betrokken bestuurders.

Alle respondenten hebben geantwoord dat de regeling geen invloed heeft gehad op de opstelling van de bestuurders bij de besluitvorming rond het major corporate event; bij afwezigheid van de afroomregeling zou de besluitvorming volgens de respondenten op dezelfde wijze zijn verlopen. De daarbij belangrijkste genoemde redenen zijn:

- a. De sterke betrokkenheid van de raad van commissarissen bij de besluitvorming in de vennootschap die vanwege de importantie van het besluitvormingsproces rond major corporate events, de facto in meer of mindere mate de regie van het bestuur overneemt, alsook de bewustheid van de kritische blik van de buitenwereld bij dit soort transacties;
- b. De professionele houding van bestuurders en hun bewustheid dat het belang van de vennootschap voorop dient te staan en niet hun eigen belang;
- c. Het belang dat bestuurders hechten aan persoonlijke reputatie en carrièreperspectieven.

### *5.1.3 Derde deelonderzoeksvraag: neveneffecten*

De derde deelonderzoeksvraag heeft betrekking op mogelijke neveneffecten van de regeling.

Een neveneffect dat uit het onderzoek blijkt is de negatieve impact die de regeling heeft op de werkrelatie tussen bestuur en raad van commissarissen. Juist waar een optimale samenwerking cruciaal is, en deze vanwege een sterker toezicht van de raad van commissarissen al enigszins onder druk komt te staan, leidt de regeling in de praktijk gemakkelijk tot een verdere spanning tussen bestuurders en commissarissen (die immers toezien op de toepassing en naleving van de regeling). Dat heeft onder meer te maken met de feitelijke toepassing van de regeling en de vragen die daarbij in de praktijk rijzen, vanwege zowel het complexe karakter ervan als het feit dat de inhoud en de ratio van de regeling op onbegrip stuit.

Het complexe karakter van de afroomregeling - alleen al lezing van de wettelijke bepaling moge dit illustreren - onder andere met betrekking tot haar reikwijdte en de exacte toepassing ervan op de verschillende vormen van bestuurdersbeloning die zijn gebaseerd op de waardeontwikkeling van de aandelen in de vennootschap, brengen volgens alle respondenten veel tijd en kosten mee, onder meer vanwege het externe advies dat door de vennootschappen waarbij zij betrokken waren, is ingeroepen.

Een volgend neveneffect is dat de afroomregeling, in geval van een overname, een prikkel kan vormen voor de bestuurder – met name als voor hem of haar na de implementatie van de overname geen plaats meer is – om het bestuurslidmaatschap te beëindigen door ontslagname vóór het moment van de eerste peildatum. In dat geval is de verplichting tot afdracht van de koerswinst niet van toepassing. Dit mogelijke neveneffect staat haaks op het belang van de vennootschap bij een loyale opstelling van de bestuurder, tot het moment dat de vennootschap (in de praktijk veelal: de nieuwe aandeelhouder) de relatie met de bestuurder wenst te beëindigen.

De doorbreking van alignment van de belangen van de bestuurder met die van aandeelhouders, die veelal een van de hoekstenen is van het door de aandeelhoudersvergadering vastgestelde beloningsbeleid, wordt als een belangrijk neveneffect gezien; ook in de literatuur is op dit punt gewezen. Afhankelijk van de (concrete omstandigheden van de) gebeurtenis van een corporate event waarop de afroomregeling van toepassing is, wordt deze alignment doorkruist en ‘verliest’ de bestuurder de waarde realisatie van een eerder toegekend beloningsbestanddeel. Een gevolg van dit neveneffect is dat in de praktijk wel oplossingen in de beloningsstrategie worden gezocht die deze doorkruising moeten voorkomen; ook dit aspect is in de literatuur naar voren gebracht. Dit laatste illustreert ook de gevoeligheid die bestaat voor de afroomregeling.

Een met het vorige neveneffect samenhangend neveneffect is dat de nadelen van de regeling voor de bestuurder voor wie wel plaats is in de nieuwe organisatie, door de nieuwe aandeelhouder op meer of minder directe wijze kunnen worden gecompenseerd (bijvoorbeeld middels vergoeding of indirect door een fors hogere remuneratie). In de literatuur is van verschillende zijden naar voren gebracht dat de regeling gemakkelijk is te omzeilen. Dit blijft vaak buiten zicht, bijvoorbeeld indien de succesvolle bieder een niet-beursgenoteerde vennootschap of een buitenlandse vennootschap is op wie de verplichting tot verantwoording in de jaarrekening niet van toepassing is; zie hierna paragraaf 5.2 sub i. Een en ander kan ertoe leiden dat het gevolg van de regeling ongedaan wordt gemaakt, c.q. dat de regeling leidt tot verschillende gevolgen voor de leden van eenzelfde bestuur.

#### *5.1.4 Vierde deelonderzoeksvraag: effectiviteit*

De vierde deelonderzoeksvraag luidt of de huidige regeling effectief is, dat wil zeggen: wordt het beoogde doel van het tegengaan van de prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming in geval van een major corporate event bereikt, en waarom wel of niet?

In dit verband kan er naar de mening van de onderzoekers niet aan voorbij worden gegaan dat de wetgever met de afroomregeling is uitgegaan van de aanname dat zodanige prikkels bestaan. Het heeft immers weinig zin om van effectiviteit van de afroomregeling te spreken, als bedoelde prikkels niet bestaan of zich vanwege andere regelgeving of een bestaande praktijk niet manifesteren. Dit aspect dient bij de beantwoording van de vraag naar effectiviteit in acht genomen te worden.

Bij de beantwoording van de kernvraag naar de vraag of de prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming worden weggenomen door de wetenschap dat een eventuele koerswinst moet worden afgeroomd, wijzen de onderzoekers er op dat een kwantitatief onderzoek niet mogelijk is geweest. Dat komt onder andere door de betrekkelijk recente invoering van de afroomregeling. Zoals gezegd verklaart dat ook het geringe aantal NV's dat resulteerde uit het in hoofdstuk 1 beschreven stappenplan.

Het onderzoek, m.n. de interviews met de respondenten, laat zien dat de oneigenlijke oordeelsvorming waar de afroomregeling voor is bedoeld, zich in de praktijk niet makkelijk zal voordoen vanwege de omstandigheden hiervoor genoemd onder de beantwoording van de eerdere vragen in deze paragraaf.

Uit het onderzoek kan niet worden geconcludeerd dat de regeling effectief is. Wel laten de interviews zien dat de effectiviteit van de regeling twijfelachtig is.

## 5.2 Zijn er andere wijzen waarop het beoogde doel kan worden bereikt die wellicht effectiever zijn dan wel minder ongewenste neveneffecten hebben?

De hiervoor gesignaleerde neveneffecten zijn in de ogen van de onderzoekers ieder voor zich aandachtspunten die betrokken moeten worden bij de vraag of een afroomregeling als vervat in art. 2:135 lid 7 BW in enigerlei vorm behouden moet blijven. Vanuit hun specifieke juridische achtergrond wensen de onderzoekers daarnaast op de volgende punten te wijzen, ook in het licht van de vijfde onderzoeksvraag naar wijzen waarop het beoogde doel van de afroomregeling mogelijk beter en met minder neveneffecten kan worden bereikt.

Daarbij worden als eerste aandachtspunten genoemd voor het scenario van handhaving van de afroomregeling. Vervolgens wordt stil gestaan bij punten die relevant zijn bij de keuze of de afroomregeling moet worden gehandhaafd.

Bij handhaving van de afroomregeling wijzen wij op de volgende aandachtspunten.

- a. Er bestaan allerlei vormen van beloningsinstrumenten die aanhaken bij de waarde van aandelen, maar in contanten worden voldaan, zoals *phantom shares*, *cash settled options* en *stock appreciation rights*. Dit zijn beloningsinstrumenten waarvan de waarde direct gerelateerd is aan de koersontwikkeling van het aandeel. Daarop is de regeling nu niet van toepassing. Ook in de literatuur is dit naar voren gebracht. Het zal juridisch-technisch evenwel zeer moeilijk zijn om tot een preciezer afgebakende regeling te komen die ook van toepassing is op alle vormen van beloningsinstrumenten die – geheel of ten dele – aan de waarde ontwikkeling van het aandeel van de vennootschap zijn gekoppeld.
- b. Voor de eerste peildatum bij een juridische fusie, dat is de dag van de aankondiging van de fusie, is



aangesloten bij artikel 2: 314 lid 3 BW (de formele aankondiging waar de in het artikel genoemde stukken ter inzage liggen), maar de mogelijkheid van een fusie kan al veel eerder bij persbericht zijn 'aangekondigd', hetgeen reeds een koersstijging kan hebben veroorzaakt. Een sluitende regeling lijkt op dit punt nauwelijks te verwezenlijken. Omdat de concrete situaties en misbruikmogelijkheden waarop de regeling ziet, zo van elkaar kunnen verschillen wordt het opstellen van een sluitende afroomregeling zeer gecompliceerd, zo niet onmogelijk.

- c. In het geval dat vertrouwelijke informatie rond een major corporate event voortijdig naar buiten komt (bijvoorbeeld door een lek), bestaat de kans dat een koersstijging vanwege het corporate event zich reeds (voor een deel) heeft gerealiseerd vóór de eerste peildatum. Hetzelfde geldt indien eerder bekend is gemaakt dat gesprekken gaande zijn die tot het major corporate event kunnen leiden. Het lijkt niet goed mogelijk hiervoor een sluitende regeling te treffen.
- d. De onderzoekers plaatsen vraagtekens bij de wettelijke peilmomenten in geval van een major corporate event als bedoeld in art. 2:107a BW. Het eerste peilmoment is gerelateerd aan de datum van bijeenroeping van de algemene vergadering, aan wie de betrokken transactie ter goedkeuring wordt voorgelegd. In de praktijk zal het voornemen tot de transactie al eerder bekend zijn gemaakt, met de eventuele gevolgen van dien voor de koers van de aandelen. Koersgevoelige informatie moet op grond van de Wet op het financieel toezicht in beginsel immers onverwijld worden bekend gemaakt door de beursvennootschap.

Stelt men het eerste peilmoment op het tijdstip van een dergelijke eerdere bekendmaking, dan zal het tijdsbestek tussen het eerste en het tweede peilmoment (vier weken na goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering) in de praktijk erg lang kunnen zijn.

- e. De in de wet neergelegde peildata komen de onderzoekers enigszins arbitrair voor. Tegen die achtergrond is onderzocht of de koersstijging in de tien casus een ander beeld zou laten zien als in alle gevallen voor peildatum 1 een periode van 6 weken gekozen zou worden in plaats van 4 weken, en voor peildatum 2 een periode van 6 weken erna. Dat is weergegeven in het volgende schema:

	4 weken	%	6 weken	%	Koerswinst hoger of lager
1	2,535	7,664%	6,355	19,767%	+
2	0,6398	1,488%	0,242	0,558%	-
3	1,457	20,27%	1,458	20,42%	+
4	10,595	28,178%	18,895	59,278%	+
5	3,015	10,524%	2,795	9,833%	-
6	15,545	39,509%	16,995	56,641%	+
7	1,069	26,626%	1,855	21,662%	+
8	7,0	36,842%	6,805	35,452%	-
9	0,855	4,685%	-1,41	-6,903%	-
10	0,62	3,184%	-0,441	-2,270%	-

In de helft van de gevallen zou de koerswinst lager zijn geweest bij toepassing van een 6-weekse periode (in twee gevallen zou er sprake zijn geweest van een koersdaling, waardoor de afroomregeling niet van toepassing zou zijn geweest), in de andere helft van de gevallen zou de koersstijging juist groter zijn geweest als een ruimere periode was gekozen. Een en ander geeft de onderzoekers geen aanleiding om meer algemeen te pleiten voor een ruimere periode tussen de twee peildata. Zij herhalen dat de keuze van de peildata enigszins arbitrair voorkomt; onderbouwing van die keuze vergt nader onderzoek.

De onderzoekers wijzen er daarbij op dat naarmate de periode tussen de twee peildata ruimer is,<sup>67</sup> de kans groter is dat zich andere gebeurtenissen voordoen die een effect hebben op de koers van het aandeel. Het kan daarbij zowel gaan om gebeurtenissen die het beursklimaat in het algemeen beïnvloeden, als om omstandigheden die het betrokken marktsegment betreffen of gebeurtenissen binnen de vennootschap zelf, zoals een positieve resultaatsontwikkeling. Dit effect ondergraaft de rechtvaardiging van de aan de afroomregeling ten grondslag liggende toerekening van een koerswijziging in de peilperiode aan (het bestuursbesluit met betrekking tot) het major corporate event.

<sup>67</sup> Zo kan in geval van een openbaar bod de periode tussen de eerste peildatum (4 weken voor aankondiging van het bod) en de tweede peildatum (4 weken na beëindiging van het bod) gemakkelijk 35 a 40 weken belopen.

- f. In geval van een verplicht openbaar bod<sup>68</sup> is de prijsbepaling wettelijk geregeld en zou de afroomregeling naar de mening van de onderzoekers niet van toepassing moeten zijn.
- g. De afroomregeling ziet wel op de drie expliciet in art. 2:107a lid 1 BW genoemde besluiten, maar niet op de meer algemene beschrijving genoemd in de aanhef van art 2:107a: “een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming”, waarvan de daarna expliciet genoemde besluiten een niet-limitatieve opsomming vormen. Naar de mening van de onderzoekers past het bij de strekking van de regeling als ook de niet expliciet opgesomde situaties er onder zouden vallen.
- h. In het voorstel voor de herziene Nederlandse Corporate Governance Code<sup>69</sup> is voorzien in de mogelijkheid dat ook commissarissen aandelen als beloning ontvangen. Alsdan rijst de vraag of de afroomregeling ook op hen van toepassing zou moeten zijn. Bij een bevestigend antwoord rijst de vraag wie op naleving van de afroomplicht zou moeten toezien. De keuze voor de aandeelhoudersvergadering als orgaan ligt dan voor de hand, maar de vraag is of dat orgaan daartoe voldoende geëquipeerd en georganiseerd is. Voorts komt dan de vraag naar voren of de raad van commissarissen niet enigszins geconflieerd raakt wat betreft zijn toezicht op de naleving van de regeling op de bestuurders. Wanneer men bedenkt dat het in de praktijk vaak zal gaan om concrete vragen naar de juiste toepassing van de afroomregeling, zal het niet eenvoudig zijn om een goede en in de praktisch hanteerbare regeling te redigeren.
- i. In veel gevallen en afhankelijk van de situatie komt men aan de door de regeling voorziene verantwoording over de toepassing van de afroomregeling, pas na verloop van een langere termijn, of in het geheel niet toe. Volgens de wet (art. 2:383c lid 6 BW) wordt in het jaar van de afoming (bij verkoop van de aandelen of bij zijn terugtreden als bestuurder), van de verrekening melding gemaakt in de jaarrekening van de vennootschap. Dit brengt mee dat wanneer een bestuurder geruime tijd aanblijft en hij zijn aandelen aanhoudt, ook gezien het voorschrift in de Corporate Governance Code dat hij de aandelen dient te bezitten ter belegging op de lange termijn (Principe II.2), die verantwoording jaren op zich kan laten wachten.

Voorts geldt dat in geval van een juridische fusie waarbij de vennootschap (op wier bestuurders de afroomregeling van toepassing is) een zogenaamde verdwijnende vennootschap is, deze vennootschap bij voltrekking van de fusie als zodanig ophoudt te bestaan. Daarmee komt ook de verplichting om over de afoming in de jaarrekening verslag te doen, tot een einde.<sup>70</sup> Hetzelfde geldt voor de situatie dat de

---

<sup>68</sup> Art. 5:70 Wft e.v.

<sup>69</sup> A.w., pag. 30.

<sup>70</sup> Het betreft hier niet een vermogensrechtelijke verplichting die op de fusierende verkrijgende vennootschap overgaat, maar een op de verdwijnende vennootschap rustende wettelijke verplichting die met de vennootschap ophoudt te bestaan.

betrokken vennootschap door een andere vennootschap wordt overgenomen, en als dochtermaatschappij niet langer meer een eigen jaarrekening (volledig) publiceert. De onderzoekers verwijzen in dit verband naar de opmerking van Eumedion (als weergegeven in Hoofdstuk 4) dat de verantwoording vaak als mosterd na de maaltijd komt.

Voor de beantwoording van de vraag of de regeling moet worden gehandhaafd wordt - in aanvulling op de in paragraaf 5.1. gesignaleerde neveneffecten - op de volgende punten gewezen.

- a. Als de regeling van art. 2:135 lid 7 niet zou worden verlengd, heeft dat niet tot gevolg dat bescherming van de vennootschap tegen prikkels die de besluitvorming bij major corporate events oneigenlijk kunnen beïnvloeden, wegvalt.

In dit verband kan in de eerste plaats worden gewezen op de governance-structuur van de vennootschap: het samenspel tussen de verschillende organen – in het bijzonder bestuur en raad van commissarissen – bij de besluitvorming rond major corporate events.

Daarbij zij erop gewezen dat de raad van commissarissen in dergelijke situaties een belangrijke rol heeft vanwege zijn adviserende en toezichthoudende functie ten opzichte van het bestuur. Meer specifiek behoort het tot de taak van commissarissen om erop toe te zien dat de besluitvorming zorgvuldig en transparant verloopt. Veelal wordt – in meer of mindere mate – de regie over het besluitvormingsproces overgenomen door de raad van commissarissen (of zijn voorzitter) en wordt een speciaal stering comité gevormd (bestaande uit enkele leden van het bestuur en de raad van commissarissen), dat nauw betrokken is bij het besluitvormingsproces en de voorbereiding daarvan. In de praktijk zijn er verschillende varianten om te bewerkstelligen dat de raad van commissarissen – of enige commissarissen uit zijn midden – dicht op het proces zit.

Die ‘nauwe en tijdige’ betrokkenheid van de raad van commissarissen wordt in geval van een openbaar bod bovendien voorgeschreven door bepaling II.1.10 van de (huidige) Corporate Governance Code.

In dit verband zij gewezen op het voorstel voor de nieuwe Corporate Governance Code waarin wordt ingegaan op de noodzaak van een zorgvuldig gestructureerde handelswijze bij een (voorgenomen) overnamebod, en de verantwoordelijkheid van bestuur en commissarissen voor een zorgvuldige afweging van alle betrokken belangen, ook in het licht van het richtsnoer van het vennootschappelijk belang.<sup>71</sup> In dat voorstel wordt benadrukt dat het bestuur de raad van commissarissen nauw bij het proces betreft. Daarnaast wordt een nieuwe best practice bepaling voorgesteld voor de instelling van een speciale commissie (het voornoemde stering comité)

---

<sup>71</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Voorstel voor herziening, Den Haag, 11 februari 2016, pag. 35.

bestaande uit leden van het bestuur en van de raad van commissarissen.<sup>72</sup> Verder wordt in de consultatieprocedure expliciet door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code gepeild of dit zou moeten worden uitgebreid van overnamesituaties tot stresssituaties in het algemeen.<sup>73</sup>

Door de Monitoring Commissie Corporate Governance wordt er op gewezen dat de functie van commissarissen in haar visie professionaliseert, en dat zij een ontwikkeling heeft waargenomen dat commissarissen een meer vooraanstaande positie krijgen binnen de vennootschapsrechtelijke verhoudingen en de checks and balances binnen de vennootschap. In dat verband wordt gesproken over “een dichter op het bestuur zitten” van de commissarissen met het oog op het uitoefenen van effectief toezicht.<sup>74</sup>

Dit laatste komt eveneens naar voren in de meer recente literatuur. Honée verwijst in een bijdrage uit 2016 naar voornoemde bevindingen van de Monitoring Commissie, en voegt daaraan zijn eigen waarneming toe, dat commissarissen zich actief opstellen bij de invulling van hun adviesrol en kritisch zijn in het kader van hun toezichthoudende rol.<sup>75</sup> Ook zij verwezen naar het artikel van Kemperink uit 2014, dat met de beschrijving van de KPN/América Móvil casus een voorbeeld biedt van een dergelijke vooruitgeschoven rol van de raad van commissarissen.<sup>76</sup>

- b. De onderzoekers wijzen er voorts op dat de afroomregeling zich slechts richt op bepaalde, welomschreven praktijksituaties (in dit rapport aangeduid als major corporate events), waarin zich een verstrengeling van belangen kan voordoen. Voor alle andere gevallen waarin zich een conflict of interests tussen de vennootschap en haar bestuurders kan voordoen, zal men terugvallen op de meer generieke regels die moeten voorkomen dat bestuurders zich bij de besluitvorming door (financieel) eigenbelang laten leiden. Voor al die situaties wordt wel op reeds bestaande regelingen vertrouwd en geen nadere regeling getroffen als in art. 2:135 lid 7 BW. In vrijwel alle eerder aangehaalde bijdragen in de literatuur wordt hierop gewezen.

Wat betreft de meer generieke regels is niet alleen te denken aan de regeling inzake tegenstrijdig belang in Boek 2 BW, die er onder omstandigheden toe noopt dat bestuurders met een tegenstrijdig belang zich afzijdig moeten houden van de besluitvorming, maar ook aan de regels ontwikkeld in het enquêterecht, de voorschriften over belangenverstrengeling in de Corporate Governance Code, alsook meer algemeen aan de voor bestuurders geldende norminstructie om te handelen in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (art. 2:140 BW), en voor openbare biedingen aan de voorschriften in de Wet op het financieel

---

<sup>72</sup> Pag. 35 en 36.

<sup>73</sup> Pag. 35.

<sup>74</sup> A.w., pag. 23.

<sup>75</sup> Charles Honée, Corporate governance, een vogelvlucht, Ondernemingsrecht 2016/67, pag. 7.

<sup>76</sup> Guus Kemperink, Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen, Ondernemingsrecht 2014/67.

toezicht en het Besluit openbare biedingen, in het bijzonder de daarin vervatte transparantieregels.<sup>77</sup>

- c. Als gekozen zou worden voor handhaving van een wettelijke regeling voor het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke beïnvloeding van de besluitvorming door middel van afroming van koerswinst, zou kunnen worden gedacht aan een meer discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen van de vennootschap waarop de regeling van toepassing is. De afroming zou dan aldus kunnen worden aangepast dat de raad van commissarissen overmatige koerswinst behaald door bestuurders op aandelen e.d. die bij wijze van beloning zijn verkregen in geval van major corporate events 'naar redelijkheid' kan ontnemen. Aldus kunnen alle omstandigheden van het geval worden meegewogen en kan recht worden gedaan aan de specifieke situatie. Daarbij kan bijvoorbeeld rekening worden gehouden met niet aan het major corporate event gerelateerde omstandigheden die een effect op de koersontwikkeling van de aandelen in de peilperiode hebben gehad.

Een dergelijke regeling die voorziet in een discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen past ook beter bij de bestaande wettelijke regelingen die de raad van commissarissen de *bevoegdheid* geven om – kort gezegd – de hoogte van een bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid aan te passen, of de bonus terug te vorderen indien de uitkering heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie.<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> Zie wat betreft overnamesituaties de eerdergenoemde bijdrage van Tienstra en Oostwouder, die drie categorieën van tegenstrijdig belang bij een overname onderscheiden; het belang van een bestuurder bij een hoge prijs wordt daarbij niet als een apart geval genoemd.

<sup>78</sup> Art. 2:135 lid 6 en lid 8 BW

## Leesvervangende samenvatting

### 1. Onderzoek

Dit onderzoek betreft de evaluatie van de afroomregeling die per 1 januari 2014 is vastgelegd in art. 2:135 lid 7 BW. Deze bepaling is van toepassing op bestuurders van naamloze vennootschappen en beoogt te voorkomen dat bestuurders die zelf aandelen, certificaten of opties in de door hen bestuurde vennootschap houden, uit financieel (eigen)belang instemmen met een overname van de vennootschap of een andere majeure transactie (“major corporate events”) en zo koerswinst op de door hen gehouden aandelen, certificaten of opties realiseren. Ingevolge de bepaling moet gerealiseerde koerswinst door de bestuurder(s) worden afgedragen aan de vennootschap, door deze in mindering te brengen op de bezoldiging van de bestuurder; de afroomregeling betreft slechts de effecten in de vennootschap die bij wijze van beloning door de bestuurder zijn verkregen. De regeling geldt tot 1 juli 2017. De minister heeft toegezegd de effectiviteit van de regeling na twee jaar te evalueren. Dit onderzoek vormt de uitvoering van de toegezegde evaluatie.

### 2. Methode

Ter beantwoording van de onderzoeksvraag naar de effectiviteit van de afroomregeling zijn verschillende onderzoeksmethoden gebruikt. Deze omvatten een studie van de wetsgeschiedenis ten behoeve van de interpretatie van de wettelijke bepaling, een studie van de relevante juridische literatuur, alsook een empirische inventarisatie van ervaringen uit de praktijk. Teneinde inzicht te krijgen in de ervaringen uit de praktijk zijn interviews afgenomen bij vennootschappen waar de regeling van toepassing was, alsook bij twee belangenorganisaties van beleggers.

Hiertoe is een lijst opgesteld van alle op Euronext Amsterdam genoteerde Nederlandse vennootschappen. Vervolgens is het register Koersgevoelige informatie van de AFM geraadpleegd, op basis waarvan kon worden bepaald bij welke vennootschappen sprake is geweest van een major corporate event. Bij de uit deze stapsgewijze selectiemethode voortgekomen zestien vennootschappen is bepaald of zich binnen de door de afroomregeling gestelde peildata een koersstijging heeft voorgedaan. Ten aanzien van de resterende elf vennootschappen is onderzocht of deze vennootschappen een regeling voor de beloning in aandelen, certificaten en/of opties hadden voor hun bestuurders. Uit deze laatste stap zijn tien vennootschappen voortgekomen; het ging daarbij achtmaal om openbare biedingen, één juridische fusie, en één identiteitswijziging van de vennootschap als bedoeld in art. 2:107a BW. Van deze vennootschappen hebben zes vennootschappen meegewerkt aan het onderzoek. Bij vijf vennootschappen heeft een interview plaats kunnen vinden met een betrokkene bij de besluitvorming rond het major corporate event.

### 3. Bevindingen

De in de juridische literatuur gerezen kritiek op de afroomregeling kan in twee punten worden samengevat.

1. De regeling is gemakkelijk te omzeilen, onder andere door voor de bestuurder andere beloningsinstrumenten te hanteren dan die welke binnen het bereik van de regeling vallen.
2. De regeling sluit niet aan bij andere regelingen in het ondernemingsrecht die de problematiek van verstrengeling van belangen beogen aan te pakken.

In de interviews is door alle respondenten aangegeven dat de regeling geen invloed heeft gehad op de opstelling van de bestuurders bij de besluitvorming rond major corporate events. De hiervoor aangedragen redenen zijn (i) dat in de praktijk de raad van commissarissen de facto in meer of mindere mate de regie van het bestuur overneemt, (ii) dat de professionele houding van bestuurders evenals hun bewustzijn van het primaat van het vennootschappelijk belang maakt, dat zij niet hun eigen belang vooropstellen, en (iii) dat bestuurders eerder belang hechten aan hun persoonlijke reputatie en carrièreperspectieven.

Als neveneffect van de regeling is gesignaleerd dat zij een negatieve impact heeft op de werkrelatie tussen bestuur en raad van commissarissen (in een periode waarin een goede samenwerking juist van groot belang is), onder meer nu de raad van commissarissen toeziet op de naleving van de regeling. Daarbij is opgemerkt dat de complexiteit van de afroomregeling, onder andere met betrekking tot haar reikwijdte en de exacte toepassing ervan op verschillende vormen van bestuurdersbeloning, veel tijd en kosten meebrengen. Voorts kan de afroomregeling in geval van een overname een prikkel vormen voor bestuurders om het bestuurslidmaatschap te beëindigen vóór de eerste peildatum van de afroomregeling, met name als voor hen in de nieuwe situatie geen plaats meer is. In de interviews is eveneens aangegeven dat de afroomregeling de met het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid beoogde alignment-gedachte kan doorkruisen. Hiermee wordt bedoeld op de bezoldiging waarmee is beoogd de belangen van bestuurders en aandeelhouders te doen overeenstemmen. Een hiermee samenhangend neveneffect is dat in de praktijk wordt gepoogd doorkruising van de alignment-gedachte te compenseren, bijvoorbeeld door de bestuurder voor wie na de organisatie wel plaats is in de organisatie een fors hogere remuneratie in het vooruitzicht te stellen.

Aandachtspunten bij handhaving van de huidige regeling zijn ten eerste dat het juridisch-technisch zeer moeilijk zal zijn om tot een preciezer afgebakende regeling te komen die van toepassing is op alle vormen van beloningsinstrumenten die aan de waardeontwikkeling van het aandeel zijn gekoppeld. Ten tweede verdient de keuze voor de in de regeling gehanteerde peildata aandacht. Zo is de eerste in het wetsartikel genoemde peildatum bij een juridische fusie de dag van aankondiging van de fusie, terwijl een koersstijging reeds daarvoor kan zijn veroorzaakt door een aankondiging van de fusie per persbericht. Zulks geldt evenzeer in het algemeen voor informatie die voortijdig naar buiten komt (bijvoorbeeld door een lek). Een sluitende regeling lijkt op dit punt nauwelijks te verwezenlijken. Een aan deze problematiek gerelateerd punt is dat de peilmomenten in geval van



een major corporate event als bedoeld in art. 2:107a BW zijn gekoppeld aan de datum van bijeenroeping van de vergadering, en niet aan de (vroeger in de tijd gelegen) onverwijld bekende bekendmaking van koersgevoelige informatie op grond van de Wet op het financieel toezicht. Indien echter de eerste peildatum op het tijdstip van deze bekendmaking wordt gesteld, kan het tijdsbestek tussen het eerste en het tweede peilmoment erg lang zijn. Naarmate dit tijdsbestek langer is, kan het koersverloop worden beïnvloed door andere gebeurtenissen dan die welke verband houden met het major corporate event. In algemene zin kan worden gesteld dat de in de wet gekozen peildata enigszins arbitrair voorkomen. Ten derde is in het geval van een verplicht openbaar bod de prijsbepaling wettelijk geregeld en zou de afroomregeling naar de mening van de onderzoekers niet van toepassing moeten zijn. Ten vierde ziet de afroomregeling op de drie expliciet in art. 2:107a lid 1 BW genoemde besluiten, maar niet op de meer algemene beschrijving genoemd in de aanhef dit wetsartikel. Dit sluit naar de mening van de onderzoekers niet aan op de strekking van art. 2:107a BW. Ten vijfde rijzen vragen betreffende het toepassingsbereik van de regeling, wanneer deze wordt gezien in het licht van de in het voorstel voor de herziene Corporate Governance Code mogelijkheid dat ook commissarissen worden beloond in aandelen. Daarbij laat de vraag zich stellen of de afroomregeling ook op hen van toepassing zou moeten zijn, en, zo ja, wie op naleving van de afroomplicht zou moeten toezien. Ten zesde blijft naar huidig recht de verantwoording over de toepassing van de regeling uit, ofwel laat deze lang op zich wachten. Dit houdt verband met de omstandigheid dat de verantwoordingsverplichting (art. 2:383c lid 6 BW) pas in het jaar van de afoming (te weten bij verkoop door, of aftreden van de bestuurder) intreedt, evenals met het feit dat de vennootschap ten gevolge van de voltrekking van de major corporate event vaak niet meer een eigen jaarrekening (volledig) hoeft te publiceren, of zelf niet meer als vennootschap bestaat.

In het kader van de beantwoording van de vraag of de regeling moet worden gehandhaafd, kan erop worden gewezen dat het ontbreken van een afroomregeling niet tot gevolg lijkt te hebben dat bescherming van de vennootschap tegen prikkels die de besluitvorming oneigenlijk kunnen beïnvloeden, wegvalt. In dat verband moet worden gewezen op de governance-structuur van de vennootschap en de rol van de raad van commissarissen daarin. In de praktijk wordt gesignaleerd dat deze rol zich professionaliseert, en dat regelgeving zoals de Corporate Governance Code beweegt naar een nauwere samenwerking tussen bestuur en raad van commissarissen in overnamesituaties. Voorts wijzen de onderzoekers erop dat de belangenverstrengeling waarop de afroomregeling ziet, tevens bestreken wordt door de bestaande algemene regels over tegenstrijdig belang, welke bovendien gelden voor praktijksituaties die niet onder de huidige afroomregeling vallen. Indien wordt gekozen voor handhaving van de regeling, kan voorts worden gedacht aan een meer discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen van de vennootschap waarop de regeling van toepassing is. Alsdan zou aldus meer ruimte worden gecreëerd voor het meewegen van alle omstandigheden van het geval, waardoor recht kan worden gedaan aan de specifieke situatie (zoals de beïnvloeding van de koers door externe factoren). Een discretionaire bevoegdheid zou ook beter aansluiten bij de bestaande wettelijke regelingen die de raad van commissarissen de *bevoegdheid* geven om de hoogte van een bonus aan te passen dan wel de bonus terug te vorderen.

#### 4. Conclusie

Uit het onderzoek kan niet worden geconcludeerd dat de regeling effectief is. Het onderzoek toont wel aan dat de consistentie van de regeling twijfelachtig is en dat zij een aantal bezwaarlijke neveneffecten heeft.

## Bijlage 1 Samenstelling Begeleidingscommissie

De heer prof. dr. C.F. van der Elst UvT - Tilburg Law School (Voorzitter)

De heer prof. dr. A. de Jong EUR - Rotterdam School of Management RSM

Mevrouw mr. dr. M. Meinema Ministerie van Veiligheid en Justitie

Mevrouw mr. E.C. van Ginkel Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC)

## Bijlage 2 Art. 2: 135 BW sinds 1 januari 2014

- 1** De vennootschap heeft een beleid op het terrein van bezoldiging van het bestuur. Het beleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering. In het bezoldigingsbeleid komen ten minste de in artikel 383c tot en met e omschreven onderwerpen aan de orde, voor zover deze het bestuur betreffen.
- 2** Indien de vennootschap krachtens wettelijke bepalingen een ondernemingsraad heeft ingesteld, wordt het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid niet aan de algemene vergadering aangeboden, dan nadat de ondernemingsraad tijdig voor de datum van oproeping als bedoeld in artikel 114 in de gelegenheid is gesteld hierover een standpunt te bepalen. Het standpunt van de ondernemingsraad wordt, gelijktijdig met het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid, aan de algemene vergadering aangeboden. De voorzitter of een door hem aangewezen lid van de ondernemingsraad kan het standpunt van de ondernemingsraad in de algemene vergadering toelichten. Het ontbreken van dat standpunt tast de besluitvorming inzake het bezoldigingsbeleid niet aan.
- 3** Voor de toepassing van lid 2 wordt onder de ondernemingsraad mede verstaan de ondernemingsraad van de onderneming van een dochtermaatschappij, mits de werknemers in dienst van de vennootschap en de groepsmaatschappijen in meerderheid binnen Nederland werkzaam zijn. Is er meer dan één ondernemingsraad, dan wordt de bevoegdheid door deze raden gezamenlijk uitgeoefend. Is voor de betrokken onderneming of ondernemingen een centrale ondernemingsraad ingesteld, dan komt de bevoegdheid toe aan de centrale ondernemingsraad.
- 4** De bezoldiging van bestuurders wordt met inachtneming van het beleid, bedoeld in lid 1, vastgesteld door de algemene vergadering, tenzij bij de statuten een ander orgaan is aangewezen.
- 5** Indien in de statuten is bepaald dat een ander orgaan dan de algemene vergadering de bezoldiging vaststelt, legt dat orgaan ten aanzien van regelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen een voorstel ter goedkeuring voor aan de algemene vergadering. In het voorstel moet ten minste zijn bepaald hoeveel aandelen of rechten tot het nemen van aandelen aan het bestuur mogen worden toegekend en welke criteria gelden voor toekenning of wijziging. Het ontbreken van de goedkeuring van de algemene vergadering tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het orgaan niet aan.
- 5a** Indien bij een vennootschap, bedoeld in artikel 383b, de vaststelling van de jaarrekening als onderwerp is vermeld bij de oproeping, bedoeld in artikel 114 lid 1, worden de door de vennootschap gedane opgaven, bedoeld in de artikelen 383c tot en met e, gezamenlijk als afzonderlijk onderwerp bij de oproeping vermeld, voorafgaande aan de vaststelling van de jaarrekening.
- 6** Het orgaan bedoeld in lid 4 is bevoegd de hoogte van een bonus aan te passen tot een passende hoogte indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Onder een bonus wordt voor de toepassing van dit artikel verstaan het niet

vaste deel van de bezoldiging waarvan de toekenning geheel of gedeeltelijk afhankelijk is gesteld van het bereiken van bepaalde doelen of van het zich voordoen van bepaalde omstandigheden.

**7** Indien aandelen van de vennootschap of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht en een openbaar bod op de aandelen of certificaten daarvan is aangekondigd als bedoeld in artikel 5 van het Besluit openbare biedingen Wft, stelt de vennootschap voor iedere bestuurder afzonderlijk vast of de aandelen, certificaten of rechten om aandelen in het kapitaal van de vennootschap te nemen of te verkrijgen, die hem als bezoldiging zijn toegekend, in waarde zijn gestegen. Daartoe wordt hun waarde bepaald

1. vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd, na beurs,
2. vier weken na de beëindiging van het openbaar bod, na beurs,
3. de dag dat de bestuurder zijn aandelen, certificaten of rechten vervreemdt of de dag dat zijn benoeming eindigt, na beurs.

Indien de waarde op de dag van vervreemding of beëindiging van de benoeming hoger is dan de waarde vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd, wordt deze waardevermeerdering in mindering gebracht op de bezoldiging van de bestuurder, tot ten hoogste de waardevermeerdering tussen de waarde vier weken na de beëindiging van het openbaar bod en de waarde vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd. In geval de vennootschap een besluit als bedoeld in onderdeel a, b, of c van artikel 107a lid 1 aan de goedkeuring van de algemene vergadering voorlegt, zijn de vorige zinnen van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de waardevaststelling ziet op de waarde die de aandelen, certificaten of rechten

hadden vier weken voor de dag waarop dit besluit wordt voorgelegd respectievelijk vier weken na de goedkeuring van dit besluit. In geval de vennootschap een voorstel tot fusie of splitsing aankondigt als bedoeld in artikel 314 lid 3, 333e lid 1 of 334h lid 3, en de bestuurder zijn aandelen vervreemdt of diens benoeming wordt beëindigd vóórdat de fusie of splitsing van kracht wordt, zijn de vorige zinnen van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de waardevaststelling ziet op de waarde die de aandelen, certificaten of rechten hadden vier weken voor de dag waarop het voorstel wordt aangekondigd respectievelijk vier weken na het nemen van het besluit tot fusie of splitsing dan wel de dag vóór de dag waarop de fusie of splitsing van kracht wordt indien deze dag eerder is.

**8** De vennootschap is bevoegd een bonus geheel of gedeeltelijk terug te vorderen voor zover de uitkering heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie over het bereiken van de aan de bonus ten grondslag liggende doelen of over de omstandigheden waarvan de bonus afhankelijk was gesteld. De vordering kan namens de vennootschap ook worden ingesteld door de raad van commissarissen, de niet uitvoerende bestuurders indien toepassing is gegeven aan artikel 129a, of door een bijzondere vertegenwoordiger die is aangewezen door de algemene vergadering. Afdeling 2 van titel 4 van Boek 6 is van overeenkomstige toepassing.

## Bijlage 3 Vragen gesteld in het kader van de interviews met de vennootschappen

1. Toepasselijkheid
  - a. Heeft zich bij de vennootschap een gebeurtenis ('major corporate event') voor gedaan waarop in potentie (afhankelijk van o.a. gestanddoening bod, goedkeuring AvA, stijging beurskoers) de wettelijke afroomregeling van toepassing is?
  - b. Heeft de vennootschap zich naar aandeelhouders of anderen uitgesproken over de potentiële toepassing c.q. naleving hiervan?
  - c. Is er sprake geweest van een koersstijging op peildatum 2 t.o.v. 1?
  - d. Is de afoming t.a.v. een bestuurder reeds aan de orde geweest?
  - e. Hoe is tot nu toe verslag/verantwoording gedaan m.b.t. de (toepassing van de) regeling?
  
2. Rol bij besluitvorming over 'major corporate event'
  - a. Waren bestuurders en commissarissen zich in aanloop naar de besluitvorming, bewust van, of bekend met de regeling?
  - b. Op welke wijze zijn zij daarop geattendeerd?
  - c. Wat is uw indruk t.a.v. de rol die deze regeling heeft gespeeld bij de besluitvorming?
  - d. Heeft naar uw indruk de regeling bijgedragen aan het tegengaan van prikkels (de evt. koersstijging) tot een oneigenlijke oordeelsvorming over het voorliggend besluit? Hoe?
  - e. Wat is uw indruk van de perceptie van bestuurders resp. commissarissen resp. adviseurs van het nut van de regeling?
  
3. Technische aspecten bij toepassing
  - a. Welke datum is als eerste peilmoment gehanteerd?
  - b. Hoe worden de aandelen 'bij wijze van beloning' onderscheiden van andere aandelen van de bestuurder?
  - c. Worden de belonings-aandelen op een aparte (bijv. personeels-) rekening aangehouden?
  - d. Zo ja, wordt dan voor toepassing van de regeling, ook gekeken naar de andere rekening, en eventuele overboekingen daarnaartoe?
  - e. Speelt bij toepassing een rol dat bestuurders een (eventueel uit beloning op te bouwen) aantal aandelen in de vennootschap moet aanhouden?
  - f. Is het reeds mogelijk het af te dragen bedrag te berekenen? Hoe doet u dat precies?
  - g. Is het moment van de afoming al aan de orde geweest? Hoe is de afoming verlopen?
  - h. Is met de betrokken bestuurders een regeling getroffen wat betreft de afoming? Welke aspecten betreft dat?
  - i. Worden alleen de (rechten op) aandelen die (op peildatum 2 ) zijn gevest en waarover de

- bestuurder geheel kan beschikken, in aanmerking genomen?
- j. Welke complicaties bij toepassing van de regeling hebben zich voorgedaan?
  - k. Hebben zich niet voorziene neveneffecten bij toepassing voor gedaan?
4. Alternatieven, aanpassingen
- a. Staat u bepaalde alternatieven voor de regeling voor?
  - b. Staat u bepaalde aanpassingen in de regeling voor
  - c. Ziet u mogelijkheden om in de regeling een relevante koersstijging/periode te hanteren zodat koersfluctuaties die niet te maken hebben met de 'major corporate event' beter worden uitgefilterd

## Bijlage 4 Geraadpleegde literatuur

(Gesorteerd op datum verschijnen)

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', (1976) 3(4) *Journal of Financial Economics* 305

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Agency Problems and Residual Claims', (1983) 26(2) *Journal of Law and Economics* 327

E. Sternberg, 'Stakeholder Theory Exposed', (1996) 2 *Corporate Governance Quarterly* 4

M.M. Blair & L.A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, (1999) 85(2) *Virginia Law Review*

L.A. Stout, 'Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy', (2002) 75(5) *Southern California Law Review* 1189

L.A. Bebchuck & J.M. Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, (2003) 17(3) *Journal of Economic Perspectives* 71

Advies van de Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht aan de leden van de vaste commissie voor Veiligheid en Justitie van de Eerste Kamer van de Staten-Generaal d.d. 29 maart 2012

VNO-NCW bij ingezonden brief aan de leden van de Vaste Commissie voor Veiligheid en Justitie van de Eerste Kamer d.d. 2 september 2013

J.B. Huizink, Artikelsgewijze toelichting op artikel 2:135 leden 1 t/m 8, Groene Serie Rechtspersonen (Wolters Kluwer).

E.C.H.J. Lokin en A.J.P. Schild, De bonus belast, enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvorderen van bonussen, *Ondernemingsrecht* 2012/66

C.W.P. van Ommeren en D.J.W.M. Kemperink, Bestuurders en beloning, stand van zaken, *Arbeidsrecht* 2013/29

S. Schmeetz en I. Van Kronenburg Wat brengt de Afroomregeling voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen (in mindering)? *Arbeidsrecht* 2014/33



K.L. Tienstra en W.J. Oostwouder, Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen, *Onderneming en financiering* 2014 (22) p. 44 -61

H.J. de Kluiver, Kroniek van het ondernemingsrecht, *NJB* 2013/789 p. 994

G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2014/67

Maastricht University, Institute for Corporate law, Governance and innovation policies onder verantwoordelijkheid van dr. M. Olaerts, The Remuneration Structure of the largest Dutch listed companies within the AEX-index (2015).

Charles Honée, 'Corporate governance, een vogelvlucht', *Ondernemingsrecht* 2016/67