



Position Paper d.d. 28 juni 2016

Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen

met een controlerend aandeelhouder

1. Inleiding

De deelnemers van Eumedion – Nederlandse én niet-Nederlandse institutionele beleggers – zijn in de regel ‘slechts’ minderheidsaandeelhouder van Nederlandse beursvennootschappen. Voor het willen en blijven beleggen in deze vennootschappen is het van het grootste belang dat institutionele beleggers erop kunnen vertrouwen dat hun belangen goed worden meegewogen in de besluitvorming van de organen van die vennootschappen – het bestuur, de raad van commissarissen (RvC) en de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA).

Al langer is er onder de Eumedion-deelnemers ongenoegen of dit wel voldoende gebeurt in de situatie dat na een openbaar bod op de aandelen de zittende minderheidsaandeelhouders worden geconfronteerd met een (nieuwe) meerderheidsaandeelhouder. Het komt steeds vaker voor dat een openbaar bod, dat wordt aanbevolen door het bestuur en de RvC van de doelvennootschap, zodanig wordt gestructureerd dat aandeelhouders in de praktijk geen andere mogelijkheid hebben dan hun aandelen aan te bieden aan de bieder. De bieder wordt in de regel namelijk de mogelijkheid geboden het bod gestand te doen ook als hij (veel) minder dan 95% van het geplaatste kapitaal onder het bod aangemeld heeft gekregen. De doelvennootschap staat de betreffende partij vervolgens toe om andere juridische instrumenten – zoals de juridische (driehoeks)fusie of verkoop van activa gevolgd door ontbinding van de vennootschap – dan de wettelijke uitkoopregeling (minimaal 95% van het geplaatste kapitaal moet zijn aangeboden) te benutten om zich de volledige zeggenschap over (en eigendom van de aandelen) in de doelvennootschap te verschaffen en de doelvennootschap van de beurs te halen. Deelnemers van Eumedion hebben het gevoel dat hun belangen zowel bij de aanbeveling van het bod als bij het nemen van de hiervoor genoemde ‘herstructureringsmaatregelen’ in een aantal gevallen niet goed zijn meegewogen door het bestuur en de RvC van de doelvennootschap.

Daar kwam in de afgelopen jaren nog het fenomeen bij dat van origine buitenlandse vennootschappen, zoals Fiat Chrysler Automobiles NV, Ferrari NV en Altice NV, steeds vaker Nederland als vestigingsplaats

kiezen. Eén van de beweegredenen van deze vennootschappen is de mogelijkheid in het Nederlandse vennootschapsrecht om de oprichter-groootaandeelhouder extra stemrechten toe te kennen via de introductie van verschillende soorten aandelen met verschillend stemrecht ('dual-class aandelen') of de toekenning van loyaliteitsstemrecht. Hiermee wordt de grootaandeelhouder ten koste van de minderheidsaandeelhouder bevoordeeld. Een aantal Eumedion-deelnemers heeft zijn ongenoegen hierover in het openbaar geuit. Zo stelde PGGM in een publiek statement over de introductie van dual-class aandelen bij Altice: "het toestaan van een [duale aandelen]structuur kan er toe bijdragen dat Nederland afzakt naar een lager niveau betreffende goed ondernemingsbestuur en aandeelhoudersrechten. Dit zal het imago van Nederland als vestigingsland sterk kunnen schaden"¹. De verontwaardiging was ook merkbaar in de buitenlandse pers.²

Naar aanleiding van de bovengenoemde gebeurtenissen heeft Eumedion dit position paper opgesteld, waarin voorstellen zijn opgenomen om de belangen van minderheidsaandeelhouders bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder beter te borgen. Het gaat daarbij zowel om de situatie dat er sinds de beursgang of de zetelverplaatsing al een controlerend aandeelhouder is, als om de situatie dat er een controlerend aandeelhouder is 'gecreëerd' als gevolg van een succesvol openbaar bod. In onderstaande box zijn de in dit position paper gedane voorstellen samengevat.

A. Good practices voor de verbetering van *de checks and balances* bij beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder

1. De vennootschap en de controlerend aandeelhouder stellen een overeenkomst (*relationship agreement*) op, waarin in ieder geval wordt bevestigd dat alle transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder tegen op de markt gebruikelijke condities worden overeengekomen, eventuele representatie in de RvC wordt gereguleerd en waarborgen zijn opgenomen dat alle schijn van handel met voorkennis wordt tegengegaan.
2. De meerderheid van de leden van de RvC of van een *one-tier* bestuur is onafhankelijk.
3. Onafhankelijke aandeelhoudersgoedkeuring voor majeure transacties tussen vennootschap en controlerend aandeelhouder en voor de toekenning van extra rechten aan de controlerend aandeelhouder.
4. Horizonbepaling ten aanzien van eventuele extra rechten voor de controlerend aandeelhouder bij beursgang, (grensoverschrijdende) juridische fusie of juridische splitsing.

B. Good practices in overnamesituaties

1. De doelvennootschap stelt een overnamecommissie in.
2. Na voltooiing van een uitgebreid *due diligence* onderzoek koopt de bieder ondershands of ter beurze geen aandelen van de doelvennootschap op.
3. De doelvennootschap werkt alleen mee aan een herstructureringsmaatregel als de bieder ten minste 80% van de aandelen in handen heeft gekregen.
4. Zolang na gestanddoening van het bod nog aandelen beursgenoteerd zijn, zijn er één of meerdere commissarissen die speciale toezichthoudende bevoegdheden hebben.
5. De doelvennootschap zorgt ervoor dat er een reële mogelijkheid blijft voor een concurrerend bod.
6. Meer transparantie en representatievere besluitvorming over activatransacties.

¹ <https://www.pggm.nl/wie-zijn-we/pers/Paginas/Statement-PGGM-over-corporate-governance-Altice.aspx>.

² <http://www.wsj.com/articles/mylans-leverage-to-resist-teva-deal-reveals-shift-in-rules-1438029585>.

Aan deze versie van het position paper ging een concept vooraf, waarover tussen 15 oktober 2015 en 12 februari 2016 een consultatie heeft plaatsgevonden.³ De consultatie leverde 32 schriftelijke en mondelinge commentaren op. Separaat van dit position paper heeft Eumedion een *feedback statement* gepubliceerd, waarin de commentaren zijn samengevat en de conclusies van Eumedion zijn opgenomen.

Eumedion zal het kabinet vragen dit *position paper* te betrekken bij de toezeggingen van het kabinet om i) “de wijze waarop na het uitbrengen van een openbaar bod «uitstoting» van, en verkoop door, minderheidsaandeelhouders in Nederlandse doelvennootschappen plaatsvindt en de positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin, zoals neergelegd in het Burgerlijk Wetboek” nader te bezien⁴ en ii) de Wet bestuur en toezicht in 2016 te evalueren.⁵ Daarnaast vertrouwt Eumedion erop dat een aantal voorstellen door beursvennootschappen en hun aandeelhouders zelf in acht zal worden genomen, zodat deze voorstellen zich de komende jaren tot *market practice* zullen ontwikkelen. Mocht na een aantal jaren blijken dat dit niet is gebeurd, dan zal Eumedion alsnog pleiten voor opname van de voorstellen in de Nederlandse corporate governance code of in wetgeving.

2. Een geconcentreerder aandeelhoudersstructuur bij Nederlandse beursvennootschappen⁶; een inventarisatie

De laatste jaren zien wij een toegenomen concentratie van aandelen bij Nederlandse AEX-vennootschappen (tabel 1).

Tabel 1: overzicht van belang grootste aandeelhouder in Nederlandse AEX-vennootschappen (exclusief administratiekantoren, aan de hand van stemrechten)

Grootste aandeelhouder	1 oktober 2010	27 juni 2016
> 30% stemrecht	19%	29%
10 tot 30%	19%	33%
5 tot 10%	52%	38%
< 5%	10%	0%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register 'substantiële deelnemingen en bruto shortposities'.

Uit tabel 1 blijkt dat tussen 2010 en 2016 het aantal AEX-vennootschappen dat een aandeelhouder kent met een wezenlijk aandelenbelang (gedefinieerd als een belang van tussen de 10% en 30% van de stemrechten) met ongeveer 50% is gestegen. Het aantal vennootschappen dat een controlerend

³ <http://bit.ly/1RJpRFW>.

⁴ P. 16 van de nota van toelichting bij het Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (*Stb.* 196).

⁵ *Handelingen I* 2010/11, nr. 28, p. 25 en *Kamerstukken II* 2011/12, 32 873, nr. 22, p. 29.

⁶ Een Nederlandse beursvennootschap is in dit position paper gedefinieerd als een vennootschap met statutaire zetel in Nederland die haar aandelen laat verhandelen aan een effectenbeurs in Nederland of daarbuiten.

aandeelhouder (in dit position paper gedefinieerd als in ieder geval een belang dat groter is dan 30% van de stemrechten) kent, is ook sterk gestegen. In totaal kent bijna twee-derde van de grootste Nederlandse beursvennootschappen een aandeelhouder die meer dan 10% van de stemrechten houdt; in 2010 was dat ruim een-derde.

Niet alleen bij de AEX-vennootschappen is er sprake van (meer) geconcentreerd aandelenbezit; dit is ook het geval bij de andere Nederlandse beursvennootschappen. Bij de kleinere Nederlandse vennootschappen die hun aandelen aan de Amsterdamse beurs laten verhandelen en bij de Nederlandse vennootschappen die uitsluitend hun aandelen laten verhandelen aan een buitenlandse beurs, heeft zelfs een ruime meerderheid een controlerend aandeelhouder.

Tabel 2: overzicht van belang grootste aandeelhouder in Nederlandse vennootschappen (peildatum: 27 juni 2016, exclusief administratiekantoren; aan de hand van stemrechten)

Grootste aandeelhouder	AEX (n=21)	AMX (n=22)	AScX (n=23)	Lokaal (n=33)	Verhandeling buiten NL (n=56)	Totaal NL beurs-nv's
> 30% stemrecht	29%	27%	17%	70%	63%	48%
10 tot 30%	33%	41%	61%	27%	32%	37%
5 tot 10%	38%	32%	17%	0%	5%	14%
< 5%	0%	0%	4%	3%	0%	1%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register 'substantiële deelnemingen, SEC-registers en jaarverslagen.

Zoals blijkt uit tabel 2 kent in totaal 48% van de beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland een controlerend aandeelhouder. In 2005 was dit percentage 'slechts' 23⁷. Verder kan worden geconcludeerd dat er nog maar twee Nederlandse beursvennootschappen zijn die een zeer wijdverspreid aandeelhouderschap kennen (hier gedefinieerd als vennootschap wier grootste aandeelhouder een belang heeft van minder dan 5% van het totaal aantal stemrechten).

Het toegenomen aantal beursvennootschappen met controlerend aandeelhouder is enigszins opmerkelijk, aangezien op 28 oktober 2007 in Nederland de verplicht bodregeling is ingevoerd: een partij die 30% van de stemrechten verwerft van een Nederlandse beursvennootschap die haar aandelen laat verhandelen aan een effectenbeurs in de Europese Unie, is verplicht om een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen. Deze verplichting geldt echter niet voor een partij die op het moment van beursgang al een belang van meer dan 30% houdt. In de afgelopen tijd zijn er vrij veel beursintroductions geweest, waarbij de verkopende aandeelhouder(s) initieel slechts een minderheidsbelang afstootte(n). Of deze controlerend aandeelhouders op den duur hun controle zullen opgeven, valt nog maar te bezien.

⁷ C.F. van der Elst, A. de Jong en M.J.G.C. Raaijmakers, 'Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen'; *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 2007. Deze onderzoekers hebben alleen vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en met een beursnotering aan Euronext Amsterdam onderzocht. Indien alleen deze groep Nederlandse vennootschappen in ogenschouw wordt genomen, bedraagt het aantal Nederlandse beursvennootschappen met controlerend aandeelhouder in juni 2016 39%.

Daarnaast hebben zich de afgelopen tijd een aantal – van oorsprong – buitenlandse vennootschappen in Nederland gevestigd. Deze vennootschappen kennen relatief vaak een controlerend aandeelhouder.

In de meeste gevallen reflecteert het belang van de controlerend aandeelhouder ook het door deze aandeelhouder ingebrachte kapitaal. De laatste tijd komt het echter steeds vaker voor dat de zeggenschap ‘kunstmatig’ wordt opgehoogd door de uitgifte van ‘bijzonder stemrecht aandelen’ (loyaliteitsstemrecht; bij CNH Industrial NV, Fiat Chrysler Automobiles NV, Ferrari NV en Cnova NV) of door de uitgifte van verschillende soorten aandelen met laag en hoog stemrecht (Yandex NV en Altice NV). Bij beide varianten zijn het vooral de oprichters die profiteren van deze ‘kunstgrepen’ (zie tabel 3).

Tabel 3: overzicht van Nederlandse vennootschappen waarbij het stemrecht uit de pas loopt bij de kapitaalbreng (afwijkend stemrecht/kapitaalbreng financieringspreferente aandelen niet meegerekend)

Vennootschap	Kapitaalbelang oprichter	Stemmenbelang oprichter
Yandex NV: uitgifte van aandelen A (1 stem) en aandelen B (10 stemmen)	10,8% (Arkady Volozh)	47,2%
CNH Industrial NV (bijzonder stemrecht)	29,7% (Agnelli-familie)	44%
Fiat Chrysler Automobiles NV (bijzonder stemrecht)	31,3% (Agnelli-familie)	46,7%
Ferrari NV (bijzonder stemrecht)	32,7% (Agnelli- en Ferrari-familie)	47,8%
Cnova NV (bijzonder stemrecht)	94,0% (Jean-Charles Naouri)	96,9%
Altice NV: uitgifte van aandelen A (1 stem) en aandelen B (25 stemmen)	52,9% (Patrick Drahi)	63,4%

Bron: eigen onderzoek aan de hand van de AFM-register ‘substantiële deelnemingen en bruto shortposities’ en jaarverslagen van de betreffende vennootschappen.

De toegenomen concentratie van aandeelhouderschap heeft niet alleen consequenties voor de besluitvorming in de AVA, maar in de praktijk ook voor de samenstelling van de RvC of van het *one-tier* bestuur. Steeds meer grootaandeelhouders eisen een plek op in de RvC of in het *one-tier* bestuur. Inmiddels heeft ruim een-derde van de Nederlandse beursvennootschappen die hun aandelen aan de Amsterdamse beurs laten verhandelen direct dan wel indirect één of meer representanten van de grootaandeelhouders in de RvC of in het *one-tier* bestuur opgenomen. Veelal worden de rechten en plichten van de grootaandeelhouder en de vennootschap opgenomen in een zogenoemd *relationship agreement*. Op zich hoeft dat vanuit de positie van minderheidsaandeelhouders niet problematisch te zijn: van de representanten kan een positieve prikkel uitgaan op de kwaliteit en de professionaliteit van het interne toezicht. Het wordt potentieel problematisch wanneer deze representanten de meerderheid van de RvC of van het *one-tier* bestuur vormen of wanneer deze representanten extra stemrechten of vetorechten in de commissarissen- of bestuursvergaderingen zijn toegekend. Bij zeven vennootschappen die hun aandelen laten verhandelen aan de Amsterdamse beurs (Altice NV, Flow Traders NV,

Amsterdam Commodities NV, Kiadis Pharma NV, AND International Publishers NV, IEX Group NV en NedSense enterprises NV) is er geen sprake van een meerderheid van onafhankelijke personen in de RvC of in het *one-tier* bestuur. Daarnaast hebben vier vennootschappen in hun statuten opgenomen dat de aandeelhouder-representant vetorecht heeft bij elk besluit of een specifiek aantal besluiten van de raad van commissarissen of *one-tier* bestuur (GrandVision NV respectievelijk Heineken NV en Heineken Holding NV) of altijd evenveel stemmen kan uitbrengen als het totaal aantal stemmen van de andere bestuursleden in het *one-tier* bestuur (Altice NV). De vraag kan gesteld worden of de *checks and balances* op deze wijze wel goed functioneren binnen de algemene vergadering én binnen de bestuurs- of commissarissenvergaderingen en of de onafhankelijke bedrijfsvoering van de vennootschap wel voldoende is gewaarborgd.

3. Huidige waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders

Alhoewel controlerende aandeelhouders in veel gevallen sterke lange termijn partners van minderheidsaandeelhouders kunnen zijn, bestaat er ook het risico dat de belangen van de controlerende aandeelhouder in sommige gevallen strijdig zijn met die van de minderheidsaandeelhouders. Dit vraagt om extra aandacht voor de positie en de bescherming van minderheidsaandeelhouders. De huidige wet- en regelgeving (boek 2 BW en Nederlandse corporate governance code) en de jurisprudentie bieden minderheidsaandeelhouders al een bepaald niveau van bescherming tegen controlerend aandeelhouders. De belangrijkste 'beschermingsmaatregelen' zijn:

- De verplichting tot behoorlijke taakuitoefening door bestuurders (art. 2:9 BW).
- Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders en de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en zij wegen daartoe de in aanmerking komende belangen van de bij de vennootschap betrokkenen af (art. 2:129 lid 5 BW, art. 2:140 lid 2 BW en de principes II.1 en III.1 van de Nederlandse corporate governance code).
- Bestuurders en commissarissen mogen niet deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming indien zij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang hebben dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:129 lid 6 BW en art. 2:140 lid 5 BW).
- De gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid voor alle bij de vennootschap betrokkenen (art. 2:8 BW). Algemeen wordt aangenomen dat strijd met de redelijkheid en billijkheid onder meer misbruik maken van meerderheidsmacht en misbruik van bevoegdheid behelst.

- Een vennootschap die een meerderheidsaandeelhouder kent heeft een bijzondere zorgplicht jegens de minderheidsaandeelhouders (jurisprudentie; HR 1 maart 2002, NJ 2002/296 (Zwagerman), HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (KLM) en HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (Cancun)).
- Een vennootschap moet de aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen (art.2:92 lid 2 BW). Aandeelhouders mogen derhalve niet al te onevenredig of willekeurig worden behandeld.
- Het recht van aandeelhouders op inlichtingen tijdens de algemene vergadering (voor zover een zwaarwegend belang zich daartegen niet verzet) (art. 2:107 BW).
- Het recht voor aandeelhouders die een bepaald kapitaalbelang vertegenwoordigen om bij de Ondernemingskamer een verzoek in te dienen tot het instellen van een enquête en om onmiddellijke voorzieningen te treffen (art. 2:345 BW). Het enquêterecht strekt mede ter bescherming van een minderheid van aandeelhouders tegen (mogelijk) machtsmisbruik door de meerderheid (HR 11 april 2014, NJ 2014/296 (Slotervaartziekenhuis)).
- De verplichting voor een partij die 30% van de stemrechten in een beursvennootschap verwerft om een openbaar bod uit te brengen op de aandelen van de betreffende vennootschap tegen een billijke prijs (art. 5:70 Wft).
- Er mag maximaal één afhankelijk persoon in de RvC zitten; de rest dient onafhankelijk te zijn in de zin van de criteria uit de Nederlandse corporate governance code (best practice bepaling III.2.1 jo. III.2.2 van de Nederlandse corporate governance code).
- In het geval van een *one-tier* bestuur dient de meerderheid van het bestuur uit onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders te bestaan (best practice bepaling III.8.4 van de Nederlandse corporate governance code). De bestuurder die leiding geeft aan de (commissie van) uitvoerende bestuurders mag niet tevens de voorzitter van het gehele bestuur zijn (art. 2:129a lid 1 BW).
- Aandeelhouders dienen zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid te gedragen (principe IV.4.4 van de Nederlandse corporate governance code). Algemeen wordt hierbij aangenomen dat hoe groter het belang dat de aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid wordt ook jegens de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008).

Wij zien echter dat met name de codebepalingen over de samenstelling en de onafhankelijkheid van de leden van de RvC en van het *one-tier* bestuur vrij gemakkelijk terzijde worden geschoven door vennootschappen met controlerend aandeelhouders. Bij de codebepalingen geldt de 'pas-toe-of-leg-uit-

regel': van de codebepalingen mogen beursvennootschappen afwijken als daarvoor een verklaring wordt gegeven.

De wettelijke en codebepalingen staan er niet aan in de weg dat het voor grootaandeelhouders die ook vertegenwoordigd zijn in het bestuur of de RvC mogelijk is om te regelen dat:

- de betreffende persoon meer dan één stem mag uitbrengen (art. 2:129 lid 2 BW en art. 2:140 lid 4 BW). Het aantal stemmen is wettelijk gemaximeerd op het aantal stemmen dat de andere bestuurders of commissarissen gezamenlijk kunnen uitbrengen.
- verschillende soorten aandelen met verschillend stemrecht kunnen worden uitgegeven dan wel om loyaliteitsaandelen en –stemrecht toe te kennen aan de betreffende grootaandeelhouder (art. 2:118 BW).

De combinatie van deze twee mogelijkheden schaadt het functioneren van de *checks and balances* binnen het bestuur/RvC en binnen de AVA. Het is zeer de vraag of voldaan kan worden aan het belangrijke principe uit de Nederlandse corporate governance code dat de AVA een zodanig invloed kan uitoefenen op het beleid van het bestuur en de RvC, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* in de vennootschap (principe IV.1). Het is bovendien de vraag of een dergelijke combinatie past bij de bijzondere zorgplicht die een vennootschap/meerderheidsaandeelhouder heeft jegens minderheidsaandeelhouders.

Soms wordt aangevoerd dat bij volledige transparantie over de governancestructuur een aandeelhouder zelf bewust kan beslissen om aandelen van de betreffende vennootschap te kopen of te verkopen. Dat moge zo zijn, maar de mogelijkheid om een dergelijke governancestructuur op grond van een rechtssysteem op te tuigen, kan repercussies hebben voor het vertrouwen van beleggers in een bepaalde jurisdictie. Wanneer beleggers gaan twifelen aan de mate van bescherming in een dergelijke jurisdictie, heeft dat uiteindelijk gevolgen voor alle beursvennootschappen die in die jurisdictie zijn gezeteld. Daarbij komt dat gemiddeld ruim 80% van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door buitenlandse beleggers. Het is van groot belang dat met name ook buitenlandse beleggers vertrouwen houden in het Nederlandse systeem van corporate governance en *checks and balances* en er zonder al te ingewikkelde studies naar te doen op kunnen vertrouwen dat het in Nederland goed is geregeld.

Eumedion is daarom van mening dat de *checks and balances* vooral binnen geconcentreerde beursvennootschappen moeten worden versterkt. In de volgende paragraaf doen wij een aantal voorstellen.

4. Voorstellen ter verbetering van de *checks and balances* bij beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder

4.1 Overeenkomst tussen vennootschap en controlerend aandeelhouder (*relationship agreement*)

Om naar de buitenwereld te borgen dat de vennootschap in de dagelijkse bedrijfsvoering voldoende onafhankelijkheid bewaart ten opzichte van de controlerend aandeelhouder, wordt van de vennootschap verwacht dat zij een overeenkomst (*relationship agreement*) met de controlerend aandeelhouder opstelt, waarin de rechten, plichten en verwachtingen over en weer zijn opgenomen. Verwacht wordt dat ten minste de volgende elementen in het *relationship agreement* zijn opgenomen:

- Een bevestiging dat alle transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder tegen op de markt gebruikelijke condities worden overeengekomen (best practice III.6.4 van de Nederlandse corporate governance code).
- Eventuele representatie van de controlerend aandeelhouder in de raad van commissarissen of one-tier board en in zijn commissies, waarbij is aangegeven of de representatie in de RvC of de one-tier board en zijn commissies wordt verminderd of beëindigd wanneer het aandelenbelang van de controlerend aandeelhouder bepaalde grenzen onderschrijft.
- Waarborgen om alle schijn van handel met voorkennis tegen te gaan.

Ten minste de belangrijkste elementen uit het *relationship agreement* zouden openbaar moeten worden gemaakt, waarbij het de voorkeur verdient om de gehele overeenkomst op de website van de vennootschap te plaatsen. Van de desbetreffende vennootschappen wordt verwacht dat zij jaarlijks in het bestuursverslag rapporteren over de uitvoering van het *relationship agreement*.

Eumedion vindt dat dit voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

4.2 Voldoende onafhankelijke commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders

Verwacht wordt dat ten minste de helft van de RvC of van de one-tier bestuur uit personen bestaat die voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria zoals gedefinieerd in de Nederlandse corporate governance code. De RvC/one-tier bestuur dient als collectief te functioneren. Daarom past het niet dat de grootaandeelhouder-representanten in de raad van commissarissen/one-tier bestuur extra rechten hebben, zoals specifieke goedkeuringsrechten of directe of indirecte vetorechten.

Eumedion vindt dat dit voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

4.3 Onafhankelijke aandeelhoudersgoedkeuring voor majeure transacties tussen vennootschap en controlerend aandeelhouder en voor toekenning van extra rechten voor de controlerend aandeelhouder

In paragraaf 4.1 is het voorstel opgenomen dat institutionele beleggers verwachten dat in de overeenkomst tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder wordt verzekerd dat alle transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder tegen op de markt gebruikelijke condities worden overeengekomen. Dit is in overeenstemming met best practice III.6.4 van de Nederlandse corporate governance code. Op grond van de wet mag een bestuurder of commissaris niet deelnemen aan de discussie en besluitvorming over een dergelijke transactie wanneer hij daarbij een tegenstrijdig belang heeft.

Eumedion meent dat deze waarborgen niet voldoende zijn voor *majeure* transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder⁸ zoals gedefinieerd in art. 2:107a BW. De controlerend aandeelhouder kan een dermate groot persoonlijk en financieel belang hebben bij het doorzetten van een dergelijke transactie, dat het risico bestaat dat het bestuur en de RvC van de vennootschap de druk van de controlerend aandeelhouder kan voelen, bijvoorbeeld via de mogelijkheid van ontslag op initiatief van de controlerend aandeelhouder, om toch een dergelijke transactie met de controlerend aandeelhouder aan te gaan, ook al heeft de controlerend aandeelhouder of zijn representant geen directe invloed op de besluitvorming binnen het bestuur en de RvC. Ditzelfde geldt ten aanzien van een eventueel voorstel tot statutenwijziging dat erin voorziet om de controlerend aandeelhouder bijzondere of extra rechten toe te kennen, bijvoorbeeld de toekenning van extra stemrechten of een vetorecht.

Eumedion wil daarom voorstellen om de waarborgen voor een zuivere besluitvorming omtrent deze voorstellen te versterken. Concreet stelt Eumedion voor dat de controlerend aandeelhouder (en partijen die aan hem zijn gelieerd) niet zouden mogen meedoen aan de besluitvorming over dergelijke voorstellen in de AVA. Een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders zou in dat geval akkoord moeten gaan met het voorstel. Een stemming uitsluitend door onafhankelijke aandeelhouders⁹ is in Nederland ook niet vreemd: een controlerend aandeelhouder mag niet meedoen aan de stemming in een AVA waarin wordt besloten hem vrij te stellen van de biedplicht.¹⁰ Daarnaast mogen bestuurders en andere medewerkers van banken niet meestemmen in een AVA waarin wordt besloten om deze personen een hogere bonus

⁸ Daaronder begrepen transacties met – andere – vennootschappen die ook worden gecontroleerd door de controlerend aandeelhouder of vennootschappen die worden bestuurd of gecontroleerd door (familieleden van) de controlerend aandeelhouder.

⁹ Aandeelhouders die niet gelieerd zijn aan de controlerend aandeelhouder en/of daarmee niet in onderling overleg handelen.

¹⁰ Art. 2 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft.

toe te kennen dan 100% van het vaste salaris.¹¹ Bovendien wordt de mogelijkheid om geconflicteerde aandeelhouders uit te sluiten van de stemming expliciet aan lidstaten geboden in het compromisvoorstel van de Europese Raad betreffende het voorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten (ontwerpartikel 9c, lid 2). Een enkele Nederlandse beursvennootschap, zoals Kardan NV, heeft een regeling zoals hiervoor voorgesteld reeds in haar statuten opgenomen.

Eumedion vindt dat de code een te zwak instrument is voor dit voorstel en pleit voor wettelijke verankering. Gelet op het raakvlak met het voorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten, pleit Eumedion ervoor om het voorstel op te nemen in het wetsvoorstel ter implementatie van de gewijzigde richtlijn aandeelhoudersrechten.

4.4 Horizonbepaling extra stemrechten voor controlerend aandeelhouder bij beursgang, (grensoverschrijdende) juridische fusie of juridische splitsing

In paragraaf 4.3 is onder meer het voorstel opgenomen dat een voorstel tot statutenwijziging dat erin voorziet extra (stem)rechten aan de controlerend aandeelhouder toe te kennen een besluit van de AVA vergt waaraan de controlerend aandeelhouder niet meedoet. Dit voorstel is niet effectief wanneer kort voor beursgang deze extra rechten worden toegekend dan wel vlak voor een (grensoverschrijdende) juridische fusie of een juridische splitsing.

Eumedion stelt daarom voor dat wanneer bij een (grensoverschrijdende) juridische fusie of een juridische splitsing het karakter van de aandelenstructuur van de vennootschap materieel doet wijzigen via bijvoorbeeld de introductie van een afwijking van het principe 'één aandeel, één stem, één dividendrecht' met het oogmerk om de controlerend aandeelhouder te bevoordelen (bijvoorbeeld dual-class aandelen of loyaliteitsaandelen), het voorstel tot wijziging van de aandelenstructuur separaat in stemming moet worden gebracht, dus los van de overige statutenwijzigingen die bijvoorbeeld het gevolg zijn van een (grensoverschrijdende) juridische fusie of juridische splitsing. Wordt de bevoordeling van de controlerend aandeelhouder bij beursintroductie ('IPO') bewerkstelligd, dan zou een dergelijke aandelenstructuur jaarlijks door de RvC moeten worden geëvalueerd. Van de uitkomsten zou de RvC jaarlijks verslag moeten doen in het RvC-verslag. Verder zouden de statuten van de desbetreffende vennootschap een horizonbepaling moeten bevatten, die erin voorziet dat de desbetreffende aandelenstructuur na een bepaalde, afzienbare termijn – drie tot vijf jaar – automatisch verval.

Eumedion vindt dat dit voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

¹¹ Art. 1:121, lid 4, Wft jo. art. 94, eerste lid, onderdeel g, onder ii, CRD IV.

5. Overnamesituaties

Voor minderheidsaandeelhouders doet zich een specifieke zorg voor bij overnamesituaties. Voor eenieder is het van groot belang om ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap te verwerven. Wanneer die drempel is gehaald, kan de beursnotering worden beëindigd¹² en kunnen de achterblijvende aandeelhouders worden uitgekocht (art. 2:92a BW) of uitgestoten (art. 2:359c BW). De doelvennootschap is dan niet meer verplicht om afzonderlijke algemene vergaderingen te houden, hoeft geen enkelvoudige jaarrekening meer op te maken en de doelvennootschap kan met de bieder in een fiscale eenheid voor de vennootschapsbelasting worden opgenomen. Om de druk op aandeelhouders op te voeren om de aandelen aan te bieden, komt het steeds vaker voor dat niet pas bij een aanmeldpercentage van 95 een openbaar bod gestand wordt gedaan (zie bijlage 1). Veelal wordt de mogelijkheid opengehouden om al bij een aanmelding van 80%, 2/3 of zelfs een gewone meerderheid van het aandelenkapitaal het bod gestand te doen en om vervolgens via een juridische (driehoeks)fusie respectievelijk activa/passivatransactie het belang van de resterende aandeelhouders tot minder dan 5% van het geplaatste kapitaal te reduceren respectievelijk de doelvennootschap te liquideren onder uitkering van het overschot. De kans van slagen hierop is groot. De AVA die moet beslissen over de juridische fusie of de activa/passivatransactie wordt namelijk na de gestanddoening van het bod gedomineerd door de bieder die dan meerderheidsaandeelhouder is geworden.

In de afgelopen jaren hebben de Ondernemingskamer en de Hoge Raad toegelaten dat een bieder via andere instrumenten dan de uitkoopregeling (zoals een fusie, splitsing, verkoop van activa en liquidatie) de volledige zeggenschap over een doelvennootschap kan verwerven, mits het gebruik van deze instrumenten niet strijdig is met de algemene norm van de redelijkheid en billijkheid. Op grond van de jurisprudentie wordt algemeen aangenomen dat de bieder binnen de grenzen van de redelijkheids- en billijkheidsnorm blijft wanneer:

- a. de bieder zijn intenties transparant zijn en in het biedingsbericht worden opgenomen.¹³
- b. is vastgelegd dat besluiten tot het nemen van concrete herstructureringsmaatregelen de goedkeuring behoeven van de RvC die niet uitsluitend uit aan de bieder gelieerde personen bestaat en waarbij de stem van de onafhankelijke perso(o)n(en) doorslaggevend is/zijn.¹⁴
- c. in het geval de juridische fusie als herstructureringsinstrument wordt gekozen, de waardebepaling door deskundigen geschiedt.¹⁵ Bovendien moet de overblijvende minderheid meedelen in de te behalen synergievoordelen. Het is niet geoorloofd de ruilverhouding met opzet zo te kiezen dat de

¹² Euronext mededeling 2004-041 van 8 april 2004 'Beleid inzake beëindiging van de notering'.

¹³ Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999/174 (Leyinvest/KBB).

¹⁴ HR 14 september 2007, NJ 2007, 612 (Versatel).

¹⁵ OK 24 maart 2006, JOR 2006/98 (Versatel).

minderheidsaandeelhouders geen aandelen in de verkrijgende vennootschap verkrijgen maar een bedrag in geld.¹⁶

Een variant op het openbaar bod op de aandelen is een direct bod op de activa van de vennootschap, zoals in 2015 is gebeurd bij de overname van Roto Smeets Group.¹⁷ In het geval van Roto Smeets Group verzochten zes grootaandeelhouders, vertegenwoordigende bijna 87% van het geplaatst kapitaal, een door henzelf voorgenomen bod op alle activa van de dochtervennootschap op de agenda te plaatsen. Het bestuur van Roto Smeets Group gaf gehoor aan dit verzoek – ondanks de statutaire bepaling dat een dergelijk voorstel alleen na goedkeuring van het bestuur en de RvC aan de AVA kan worden voorgelegd – en beval aandeelhouders aan om voor te stemmen. Nog afgezien van de vraag of deze grootaandeelhouders niet dusdanig samenwerkten dat zij verplicht zouden zijn geweest om een openbaar bod op de aandelen Roto Smeets Group uit te brengen, gelden er geen bijzondere regels voor overnames in de vorm van een activatransactie.

Gelet op het bovenstaande is Eumedion van mening dat de positie van minderheidsaandeelhouders in overnamesituaties op een aantal punten dient te worden versterkt.

6. Specifieke voorstellen t.a.v. overnames (openbaar bod, activatransactie, juridische fusie, grensoverschrijdende fusie)

6.1 De doelvennootschap stelt een overnamecommissie in

In het geval van een op handen zijnde overname, verwachten institutionele beleggers dat de vennootschap een speciale commissie instelt. Deze commissie bestaat uit één of meerdere bestuurders en/of een aantal onafhankelijke commissarissen. Indien een bestuurder of commissaris besluit om te participeren in het bod (in juridische zin onderdeel wordt van de bieder), dient hij zich onverwijld uit de overnamecommissie terug te trekken. Dat geldt ook indien er speciale regelingen voor bepaalde bestuurders en/of commissarissen worden afgesproken die samenhangen met het welslagen van de overname.¹⁸

Eumedion vindt dat dit voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

¹⁶ OK 20 december 2007, JOR 2008/36 (Shell).

¹⁷ En eerder (2009) ook de overname van Super de Boer door Jumbo. Ook vennootschappen als Equant, New Skies Satellites, EVC International, SBS en Qurius werden op deze manier van de beurs gehaald.

¹⁸ Dit geldt dus niet voor het 'doorrollen' van de gebruikelijke aandelen(optie)regelingen naar de 'nieuwe' vennootschap.

6.2 Na voltooiing van een uitgebreid *due diligence* onderzoek, koopt de bidder ondershands of ter beurze geen aandelen van de doelvennootschap op

Wanneer de bidder bij de doelvennootschap uitgebreid *due diligence* onderzoek heeft gedaan, verwacht Eumedion dat hij afziet van het ter beurze of ondershands opkopen van aandelen in de doelvennootschap. Het ligt in de rede dat na een uitgebreid *due diligence* onderzoek de bidder over meer – in ieder geval concurrentie- en commercieel-gevoelige – informatie over de doelvennootschap beschikt dan een ‘gewone’ aandeelhouder. Als hij op dat moment alvast aandelen in de doelvennootschap ter beurze opkoopt, ligt de schijn van handel met voorwetenschap voor de hand. Bovendien creëert de doelvennootschap dan een situatie van informatie-asymmetrie tussen aandeelhouders die vanuit de positie van minderheidsaandeelhouder bezien, hoogst ongewenst is.

Eumedion zou willen zien dat zich een Nederlandse *market practice* ontwikkelt dat de doelvennootschap de (potentiële) bidder slechts *due diligence* laat verrichten onder de voorwaarde dat hij daarna geen aandelen van de doelvennootschap ten minste gedurende de looptijd van het bod ter beurze opkoopt. De dan onstane *market practice* leent zich vervolgens voor opname als een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code.

6.3 De doelvennootschap werkt alleen mee aan een herstructureringsmaatregel als de bidder ten minste 80% van de aandelen in handen heeft gekregen

Eumedion wil voorstellen dat het bestuur en de RvC van de doelvennootschap alleen meewerken aan het agenderen van een herstructureringsmaatregel voor besluitvorming op een (buitengewone) AVA wanneer de bidder ten minste 80% van de aandelen in handen heeft gekregen dan wel – als de doelvennootschap ervoor kiest om een herstructureringsmaatregel al te agenderen voor de AVA ex art. 18 Besluit openbare biedingen Wft – dit als voorwaarde op te nemen voor het uiteindelijk doorvoeren van de herstructureringsmaatregel.

Eumedion gaat er vooralsnog vanuit dat deze regel zich tot Nederlandse marktpraktijk zal ontwikkelen. ontwikkelen.¹⁹ Eumedion zal haar standpunt ook onder de aandacht van de belangrijkste stemadviesbureaus brengen. Mocht dat na een jaar of twee blijken dat de ‘80%-voorwaarde’ zich niet tot marktpraktijk heeft ontwikkeld, dan zal Eumedion de wetgever of de Monitoring Commissie Corporate Governance Code vragen dit in de overnameregels of in de corporate governance code op te nemen.

¹⁹ Dit biedt ook flexibiliteit voor uitzonderlijke omstandigheden, bijvoorbeeld voor een doelvennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert. In dergelijke omstandigheden dienen de redenen om af te wijken van de ‘80%-voorwaarde’ transparant te worden gemaakt.

6.4 Zolang na gestanddoening van het bod nog aandelen beursgenoteerd zijn, zijn er commissarissen die speciale toezichthoudende bevoegdheden hebben

In de situatie dat na gestanddoening van een openbaar bod de aandelen van de doelvennootschap nog aan een beurs worden verhandeld – en er dus nog minderheidsaandeelhouders zijn – zou verzekerd moeten zijn dat er nog ten minste één of twee commissarissen zijn die voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria uit de Nederlandse corporate governance code, niet hebben geparticipeerd in het bod en geen tegenstrijdig belang hebben met de doelvennootschap. Deze commissarissen dienen expliciet goedkeuring te geven aan transacties met aan de vennootschap verbonden partijen en herstructureringsmaatregelen, toezicht te houden op de naleving van de niet-financiële convenanten (waaronder de maatregelen ter bescherming van de eventueel achterblijvende minderheidsaandeelhouders) en toezicht te houden op een evenwichtige verdeling van de synergievoordelen over de bieder en de doelvennootschap wanneer een samenwerkingsovereenkomst is gesloten.

Eumedion sluit hiermee aan bij de huidige marktpraktijk die ook in jurisprudentie is verankerd.

6.5 Reële mogelijkheden op een concurrerend bod

De overeenkomsten tussen de doelvennootschap en de bieder mogen niet dusdanig prohibitief zijn (zoals een *break fee* of de hoogte van de concurrerende biedprijs), dat een derde partij die mogelijk geïnteresseerd is om een openbaar bod uit te brengen in de praktijk geen mogelijkheid heeft om aan tafel van de doelvennootschap te komen.

Eumedion vindt dat dit voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

6.6 Meer transparantie en representatievere besluitvorming over activatransacties

Een overname hoeft niet alleen via een openbaar bod op de aandelen plaatsvinden, maar kan de facto ook gebeuren via een (grensoverschrijdende) juridische fusie (met een overblijvende en verdwijnende vennootschap) of via de verkoop van alle activa aan een bepaalde partij. In het geval van een openbaar bod is de aandeelhouder beschermd via strikte procedure- en transparantievoorschriften en kan hij zelf in alle vrijheid besluiten om zijn aandelen wel of niet aan te bieden. In het geval van een (grensoverschrijdende) fusie gelden er ook strenge procedure- en transparantievoorschriften en moet een AVA-besluit met een twee-derde meerderheid van de stemmen worden genomen als minder dan de helft

van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd is. In het geval de overname via de verkoop van activa plaatsvindt, is een aandeelhouder slechts matig beschermd, terwijl de consequenties groot kunnen zijn. Indien wordt voorgesteld alle activa te verkopen, moeten aandeelhouders die het niet eens zijn met de prijs voor de activa, maar uiteindelijk aan de kortste eind trekken in de AVA het doen met een uitkering van het overschot en vervolgens een lege vennootschap. De Nederlandse corporate governance code bepaalt slechts dat een dergelijk voorstel schriftelijk moet worden toegelicht en dat het bestuur in deze toelichting moet ingaan op alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring (best practice bepaling IV.3.8). De AVA kan de activatransactie met een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen goedkeuren.

Eumedion ziet niet in waarom aandeelhouders van een vennootschap wier activa worden verkocht in een nadeliger positie moeten staan dan aandeelhouders van een verdwijnende vennootschap als gevolg van een juridische fusie. Eumedion stelt daarom voor dat ook voor de AVA-besluitvorming over een activatransactie een meerderheid van twee-derde van de uitgebrachte stemmen benodigd is, wanneer minder dan de helft van het geplaatste kapitaal op de AVA is vertegenwoordigd. Deze eis zou moeten worden verankerd in boek 2 BW.

Voorts zou de informatieverzorging bij een activatransactie moeten worden verbeterd. De bieder dient alle materiële informatie over de rationale van deze transactie te verschaffen en zouden het bestuur en de RvC van de doelvennootschap een *position statement* moeten publiceren, waarin de ondernemingsleiding beschrijft waarom de transactie in het belang is van de vennootschap, haar onderneming en andere stakeholders, waaronder de aandeelhouders. Het position statement zou vergezeld moeten gaan van een fairness opinie van een onafhankelijke, deskundige partij en van de financiële analyses – inclusief uitgangspunten en lange termijn prognoses – op waarvan de ondernemingsleiding tot de conclusie is gekomen dat de transactie (tevens) in het belang is van de aandeelhouders van de doelvennootschap.

Eumedion vindt dat dit laatste voorstel zich leent voor een best practice bepaling in de Nederlandse corporate governance code. Tot die tijd zal Eumedion dit als eigen best practice hanteren.

Bijlage 1: overzicht recente openbare biedingen

Doelvennootschap	Bieder	Minimumgestanddoeningspercentage (zonder goedkeuring doelvennootschap)
Eriks (2009)	SHV	66,67%
Océ (2010)	Canon	Geen minimum
Smit (2010)	Boskalis	75%
Crucell (2010)	Johnson & Johnson	80%
Draka (2011)	Prysmian	Geen minimum
Gamma (2011)	Gilde	Geen minimum
TNT Express (2012)	UPS	Geen minimum (bod is later ingetrokken)
HITT (2012)	SAAB	75%
LBi (2012)	Publicis	75%
Octoplus (2012)	Dr. Reddy	Geen minimum
Mediq (2012)	Advent	66,67%
Wavin (2012)	Mexichem	66,67%
DE Master Blenders (2013)	JAB	66,67%
UNIT4 (2013)	Advent	75%
Ziggo (2014)	Liberty	65%
HES (2014)	Hestya	75%
Corio (2014)	Klepierre	66,67%
Nutreco (2014)	SHV	66,67%
Exact (2014)	Apax	70%
Crown Van Gelder (2015)	Andlinger	80%
Grontmij (2015)	Sweco	66,67%
TNT Express (2015)	FedEx	65%
Ten Cate (2015)	Gilde c.s.	66,67%
Ballast Nedam (2015)	Renaissance Construction	50%+1
USG People (2016)	Recruit	80%
Reesink (2016)	Gilde c.s.	80%