

1

PAO-Cursus Radboud Universiteit Nijmegen & de UNA

Hoofdstukken Ondernemingsrecht

“Overnamebieding op een NA vennootschap”

Donderdag 1 maart 2007 – WTC, Curaçao

Mr. K. Frielink

18.45 – 20.30 uur

Hieronder volgt de toelichting bij de diverse sheets die onderdeel uitmaken van het cursusmateriaal. Voor vragen en opmerkingen: Karel.Frielink@Spigthoff.com. Op *Karel's Legal Blog* (<http://www.curacao-law.com>) wordt uitvoerig verhaald over het recht van de Nederlandse Antillen.

2

Overnames kunnen vriendelijk en vijandig zijn. Sluipend of openlijk. Omdat er vaak meer dan kapitaalbelangen bij een overname zijn betrokken, denk onder meer aan de werknemers, kennen tal van landen wet- en regelgeving ter regulering van overnames, in het bijzonder de overname van beursvennootschappen.

Bij beursvennootschappen speelt in dat verband nog iets bijzonders ten opzichte van privaat gehouden ondernemingen: absenteïsme. De ervaring leert dat in de regel maar een beperkt percentage van de aandeelhouders ter vergadering verschijnt. Dat betekent in veel gevallen dat een aandeelhouder die zeg 30% van de stemrechten heeft, in zo'n aandeelhoudersvergadering een controlerend belang heeft.

Van Solinge zal het morgen hebben over de nieuwe Nederlandse regeling inzake het verplicht bod. Houdt u daarbij in gedachten dat de regeling van het verplicht bod, dat is gebaseerd op een EU Richtlijn van 21 april 2004 (nr. 2004/25/EG), is bedoeld om minderheidsaandeelhouders te beschermen wanneer zij te maken krijgen met een openbaar overname bod of een wijziging van de zeggenschap. In een dergelijk geval wordt die minderheidsaandeelhouders de mogelijkheid geboden om tegen een 'billijke prijs' afstand te doen van hun aandelen. Het gaat om 'overwegende zeggenschap' en die wordt geacht aanwezig te zijn wanneer iemand ten minste 30% van de stemrechten kan uitoefenen; het gaat dus niet om een kapitaalbelang van 30%, maar om stemrechten.

3

De Nederlandse Antillen kennen nog geen 'echte' beurs. We hebben wel de *Landsverordening toezicht effectenbeurzen* en op grond van die wet is ook één vergunning verleend, maar het gaat hier eigenlijk om niet meer dan een handelsplatform (schermenhandel); een Antilliaanse NV of BV kan op deze 'beurs' geen notering krijgen. Er wordt wel al een tijdje gespeeld met de gedachte om een echte Curacaosche beurs op te richten en misschien gaat het er in de loop van volgend jaar ook van komen.

Antilliaanse vennootschappen kunnen op dit moment dus alleen aan een buitenlandse beurs worden genoteerd. Er zijn een aantal van dat soort noteringen, ik dacht zo'n 25 stuks. Te denken valt aan de beurzen in Amsterdam (sinds september 2000: Euronext), New York (Nasdaq), Dublin, Luxemburg en Oslo. Er zijn er ongetwijfeld meer. Zij zullen zich steeds aan de locale voorschriften moeten aanpassen en houden. Dat geldt ook voor een onderwerp als corporate governance. In zoverre neemt dit onderwerp in de Nederlandse Antillen een minder prominente plaats in, omdat de betrokken vennootschappen zich door locale deskundigen laten bijstaan. Als wij het over 'good governance' of 'corporate governance' hebben, dan

gaat het meestal om de kwaliteit en integriteit van het openbaar bestuur, in het bijzonder in relatie tot overheidsvennootschappen. En op dat vlak heeft de overheid nog wel wat te leren, maar daar gaat het vandaag niet over.

Naar mijn idee is het dus niet nodig in de Nederlands Antilliaanse wetgeving al te specifieke normering op te nemen die de 'omgangsvormen' van de diverse bij een beursvennootschap betrokkenen nader regelen.

4

Corporate governance gaat over *checks and balances* en omgangsvormen in de onderneming. Het ziet op het besturen van en uitoefenen van zeggenschap over een onderneming, de daarbij behorende verantwoording door en toezicht op het bestuur. Enerzijds gaat het -kort gezegd- om transparantie en het afleggen van verantwoording, anderzijds over de vraag of en in welke mate kapitaalverschaffers (meer) invloed moeten kunnen uitoefenen.

Wanneer, althans tot voor kort, hier in de Nederlandse Antillen over corporate governance werd geadviseerd, was dat in de regel slechts een redelijk standaardadvies over de wettelijke en statutaire verdeling van bevoegdheden: welke taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden hebben bestuur, aandeelhoudersvergadering en raad van commissarissen. In navolging van de ontwikkeling in onder meer Nederland (Tabaksblad) wordt de advisering mondjesmaat meer sophisticated, maar het is, als gezegd, niet een onderwerp dat hier sterk leeft.

5

Het is wel een onderwerp dat sterk met overnamebiedingen en het denken over de aard van ondernemingen is verweven. In de Angelsaksische wereld is een vennootschap in de eerste plaats een verlengstuk van de aandeelhouders. Dat wordt wel het aandeelhoudersprimaat genoemd. Enigszins gechargeerd: *the king and his*

company: de aandeelhouder is 'king' en zijn koninkrijk is zijn 'company'. Winstmaximalisatie is bovendien het belangrijkste doel van de vennootschap.

Het continentale concept, zoals dat hier en in Nederland bestaat, gaat ervan uit dat bij een vennootschap partijen met verschillende, uiteenlopende belangen zijn betrokken, die niet noodzakelijk hetzelfde doel nastreven, zoals aandeelhouders, bestuurders, commissarissen, werknemers, crediteuren en (ook niet onbelangrijk) de samenleving als geheel (bescherming milieu). Het primaire doel van de vennootschap is continuïteit en het zoveel mogelijk in harmonie nastreven van de onderscheidene doelen van de betrokken partijen.

In beide modellen is er een spanningsveld tussen bestuurders enerzijds en aandeelhouders anderzijds, waardoor onafhankelijk en gequalificeerd toezicht op het bestuur wenselijk kan zijn. Dat spanningsveld hangt samen met zowel de na te streven hoofd- en nevendoele als met het verschil in hoeveelheid informatie waarover wordt beschikt. In het Angelsaksische *one tier* bestuursmodel (dat we ook bij ons kennen) wordt dat toezicht uitgeoefend door de *non-executive directors*, terwijl daarvoor in het continentale *two tier* bestuursmodel een aparte raad van commissarissen bestaat.

Corporate governance is meer dan het streven naar grotere betrokkenheid van kapitaalverschaffers bij het wel en wee van de vennootschap, in het bijzonder de beursvennootschap. Het gaat, en dat is bij ons onderwerp van belang, ook om een normering waaraan het doen en laten van die kapitaalverschaffers kan worden getoetst. Bij het onderwerp 'verplicht bod' komt dat duidelijk tot uitdrukking. De Nederlandse Antillen kennen overigens géén verplicht openbaar bod!

6

De Antilliaane wetgeving

Wij kennen, als we ons tot beursvennootschappen beperken, in de Nederlandse Antillen geen regelgeving vergelijkbaar met de *Wet financieel toezicht* (Wft) die op 1 januari 2007 in werking is getreden.

Naast de *Landsverordening toezicht effectenbeurzen* (geen beurs, maar wel toezicht), kennen wij regelgeving met betrekking tot Nederlands Antilliaanse beursvennootschappen: de Landsverordening van 22 januari 1991 inzake de verkrijging van een belang of de zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (P.B. 1991, no. 5, zoals gewijzigd). Samengevat komt de Landsverordening op het volgende neer.

7

In artikel 4 LVBZ is bepaald dat wanneer bepaalde drempelpercentages (5, 10, 20, 33 1/3, 50 of 66 2/3%) aan stemrecht in een vennootschap worden bereikt of overschreden, dat onverwijld aan de vennootschap moet worden gemeld. Het gaat alleen om het in opwaartse richting bereiken of overschrijden van een drempel. Wanneer door een verkoop met daarop gevolgde vervreemding het belang beneden één van de genoemde percentages zakt behoeft dat derhalve niet te worden gemeld.

De vennootschap is verplicht de meldingen onverwijld openbaar te maken door een advertentie in één of meer in de Nederlandse Antillen gepubliceerde nieuwsbladen en een kennisgeving aan de aandeelhouders op de wijze waarop die doorgaans worden geïnformeerd (art. 7 LVBZ).

8

Wanneer de meldingsplichtige 10% of meer van de stemrechten verwerft, moet hij tevens meedelen of hij voornemens is binnen 12 maanden meer stemgerechtigde aandelen te verwerven (of anderszins zijn stemrecht uit te breiden) en of hij zijn belang in de vennootschap wil gebruiken om

- het bestuur te beïnvloeden
- of om beslissingen tot stand te brengen die niet passen in een normale beleggingspolitiek
- of om in het bestuur of de raad van commissarissen vertegenwoordigd te zijn
- of om volmachten te verwerven van aandeelhouders voor een komende vergadering (art. 5 lid 3 LVBZ).

Geeft de meldingsplichtige aan geen van deze voornemens te hebben, dan mag hij gedurende 12 maanden geen aandelen verwerven zonder eerst ten minste vier weken tevoren daarvan aan het bestuur melding te doen (meldplicht).

Het *enige* doel van de landsverordening is om een sluipende of heimelijke overval tegen te gaan: alleen *vijandelijke* overnames worden aan banden gelegd. Daarbij rust met name op het bestuur en de commissarissen de verplichting om te beoordelen of de overval een vijandelijk karakter heeft.

9

De persoon die voornemens is om onder welke titel ook 20% (of meer) van alle stemmen, die in een aandeelhoudersvergadering kunnen worden uitgeoefend, te verwerven, is verplicht om alvorens daartoe over te gaan, het bestuur van de vennootschap van zijn plannen schriftelijk op de hoogte te stellen en het bestuur uit te nodigen voor overleg op een termijn van ten minste twee weken (art. 8 lid 1 LVBZ).

De persoon moet aan het bestuur gedetailleerd opgeven, hoe en met welke instelling(en) hij de verwerving zal financieren en of (en zo ja, hoe) hij het beleid van de vennootschap wenst te beïnvloeden (art. 8 lid 2 LVBZ).

Gedurende de periode, waarin het overleg kan plaatsvinden en gedurende een week nadat het overleg is begonnen, is het de meldingsplichtige (en de met hem gelieerde partijen) verboden enig openbaar of onderhands bod uit te brengen op de stemgerechtigde aandelen of andere effecten van de vennootschap, of deze te verwerven, anders dan met toestemming van het bestuur en de raad van commissarissen (art. 8 lid 3 LVBZ).

Indien het bestuur geen gebruik heeft gemaakt van de uitnodiging tot overleg, of indien er wel overleg is geweest, maar dit niet binnen een week heeft geresulteerd in een met toestemming van de raad van commissarissen bereikt resultaat, dan kan de persoon slechts stemgerechtigde aandelen en andere effecten boven de twintig procentgrens verwerven middels een (vrijwillig) *openbaar bod* op alle uitstaande effecten (art. 8 lid 4 LVBZ).

Een (vrijwillig) openbaar bod hoeft alleen op *alle* uitstaande effecten betrekking te hebben, wanneer géén toestemming van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap is verkregen.¹

Het begrip effecten is in artikel 1 onder c. gedefinieerd; obligaties vallen daar niet onder. Door de wetgever zijn in de LVBZ bewust géén details opgenomen over de wijze waarop een bod moet worden uitgebracht (bijvoorbeeld een vast bod of een tenderbod). De wetgever wilde voorkomen dat dergelijke regels tot conflicten zouden leiden met de regels van de betreffende effectenbeurs alwaar effecten - uitgegeven

¹ Overigens betreft het geen biedingsplicht doch slechts een optie. De Nederlandse Antillen kennen geen verplicht openbaar bod. Zie M. Gorter en R.S.J. Martha, *De wettelijke bescherming van Nederlands-Antilliaanse vennootschappen tegen beursovervallen*, NV 10 (1991), blz. 239.

door een Nederlands Antilliaanse beursvennootschap - in de notering zijn opgenomen.

10

Het bod, bedoeld om de twintig procentgrens te overschrijden en dat niet de toestemming van het bestuur en de raad van commissarissen heeft verkregen, moet voldoen aan de hier globaal weergegeven vereisten van artikel 10 LVBZ:

- a. Het bod moet openbaar op alle bij anderen dan de vennootschap gehouden effecten worden gedaan.
- b. De te betalen koopsom in contanten per effect is niet lager dan de hoogste beurskoers gedurende het in het aan het bod voorafgaande jaar en tevens niet lager dan de prijs, welke de bieder gedurende twee jaren voorafgaande aan het bod heeft geboden voor die effecten.
- c. Het bod moet aandeelhouders de gelegenheid geven om het gedurende een aanmeldingstermijn van minimaal vier en maximaal tien weken te aanvaarden (eerste aanmeldingstermijn).

Is het bod aanvankelijk voorwaardelijk uitgebracht en is gedurende de eerste aanmeldingstermijn voldaan aan de gestelde voorwaarden, dan wordt de aanmeldingstermijn verlengd met ten minste twee weken (tweede aanmeldingstermijn). Indien de bieder, na een openbaar bod als bedoeld in artikel 10 LVBZ, minder dan 85 procent van de stemgerechtigde aandelen heeft verworven, kan hij gedurende een jaar na verloop van de tweede aanmeldingstermijn niet enige zakelijke transactie met de vennootschap aangaan met betrekking tot een aanzienlijk deel van het vermogen van de vennootschap en kan hij evenmin medewerken aan (of instemmen met, of anderen bewegen tot medewerking aan) de verkoop van belangrijke vermogensbestanddelen of aan enig besluit tot ontbinding of fusie. Ook een besluit tot zetelverplaatsing kan de persoon in dat geval niet doen nemen (art. 11 LVBZ); voor grensoverschrijdende omzetting geldt hetzelfde.

11

Deze landsverordening heeft betrekking op Antilliaanse naamloze en besloten vennootschappen, waarvan de stemgerechtigde aandelen op één of meer erkende beurzen zijn genoteerd of incurant worden verhandeld. Onder stemgerechtigde aandelen worden onder meer ook certificaten daarvan verstaan alsmede rechten tot het verkrijgen van stemgerechtigde aandelen (art. 2 lid 1 LVBZ).

De beurzen die in dat verband als erkend worden aangemerkt zijn die te Amsterdam (destijds gehouden door de Vereniging voor de Effectenhandel), Frankfurt (*Frankfurter Wertpapier Börse*), Londen (*The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Ltd.*), New York (*New York Stock Exchange, Inc.*), Parijs (*Société des Bourses Françaises*) en Tokyo (*Tokyo Stock Exchange*).

Tallose effectenbeurzen, waaronder bijvoorbeeld *NASDAQ*, de *Shenzhen Stock Exchange*, de *Bermuda Stock Exchange* en de *Tel Aviv Stock Exchange*, om maar een paar willekeurige beurzen te noemen, vallen dus niet onder de reikwijdte van de LVBZ. Dit onderscheid is niet goed verklaarbaar.

12

De vraag is bovendien op welke beurzen de LVBZ nu eigenlijk van toepassing is, gegeven het feit dat diverse beurzen van gedaante zijn verwisseld. Zo is bijvoorbeeld de door de (voormalige) Vereniging voor de Effectenhandel gehouden Amsterdamse Effectenbeurs eerst getransformeerd tot AEX en daarna tot Euronext, gehouden door Euronext N.V.

Doordat in december 1995 de *Irish Stock Exchange* weer een zelfstandige beurs werd, heeft *The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland* zijn naam gewijzigd in *London Stock Exchange* (en werd in 2000

een plc. in plaats van een Ltd.). Is de LVBZ nu alleen op de laatstgenoemde beurs, of op beide beurzen van toepassing?

De Franse effectenbeurs is in 2000 net als die van Amsterdam Euronext geworden, terwijl ook de beurs te Brussel sinds dat jaar onderdeel van Euronext is, waarna sinds 2002 ook de Portugese beurs (*Bolsa de Valores de Lisboa e Porto*) daarvan deel is gaan uitmaken. Al deze beurzen worden gehouden door de in Amsterdam gevestigde vennootschap Euronext N.V., maar het is niet goed verdedigbaar dat de LVBZ ook op al die beurzen van toepassing is.

Voor wat betreft Euronext lijkt mij verdedigbaar dat de LVBZ wel van toepassing is op een NV of BV waarvan aandelen (of andere effecten) in Amsterdam ter beurze zijn genoteerd, omdat die beurs als de regelmatige opvolger van de Amsterdamse Effectenbeurs kan worden aangemerkt.

13

Blijkens het Landsbesluit houdende algemene maatregelen ter uitvoering van artikel 16 LVBZ² zijn de hoofdstukken II (meldingsplicht) en III (openbaar bod) van de LVBZ niet van toepassing op a) vennootschappen waarvan op de erkende effectenbeurzen geen aandelen worden verhandeld die zonder toepassing van artikel 2 LVBZ als stemgerechtigde aandelen zouden worden aangemerkt; b) vennootschappen waarvan de statuten bepalen dat de aandeelhouder het recht heeft om, onder bij of krachtens de statuten vastgestelde voorwaarden, zijn aandelen in het kapitaal van de vennootschap te doen inkopen, en c) vennootschappen waarvan de belegging en het beheer van het vermogen contractueel is opgedragen aan een derde, mits zulks blijkt uit de statuten of bij de laatste emissie van effecten aan aandeelhouders en aan de inschrijvers op de emissie duidelijk kenbaar is gemaakt.

² P.B. 1993, 18.

Het toepassingsgebied van de LVBZ is met name door de onder a) genoemde uitzondering (die ziet op certificaten van aandelen), waarvoor geen goede grond bestaat, sterk ingeperkt.

14

Hunter Douglas. Ik was daar zelf op de achtergrond bij betrokken en wel aan de kant van Bergson Holdings NV (Ralph Sonnenberg). Mijn betrokkenheid zag uitsluitend op het Nederlands Antilliaanse recht. Aan de in Nederland toepasselijke regelgeving ga ik dan ook goeddeels voorbij. Waar ging het om?

Hunter Douglas is een Nederlands Antilliaanse vennootschap, gevestigd te Curaçao. HD is bekend van raambekleding (Luxaflex) en bouwproducten. HD heeft al sinds 1969 een notering aan de Amsterdamse beurs. Die notering maakt dat de Nederlandse biedingsregels van toepassing zijn wanneer wordt een bod op deze Antilliaanse vennootschap wordt uitgebracht.

De heer Ralph Sonnenberg is één van de bestuurders van HD en hij controleert, direct en indirect, 78,3% van het geplaatste kapitaal. Hij heeft dus meer dan driekwart van de stemrechten.

Sonnenberg heeft op 27 april 2005 de naamloze vennootschap Bergson Holdings N.V. opgericht, een vennootschap naar Nederlands Antilliaans recht, gevestigd te Curaçao.

Al op 3 mei 2005 hebben HD en Bergson bekend gemaakt dat de verwachting is gerechtvaardigd dat tussen hen overeenstemming kan worden bereikt over het door Bergson uitbrengen van een zogeheten tenderbod. Ik kom daar zo op terug.

HD – die een *one tier board* heeft - maakte tevens bekend dat drie personen als onafhankelijke 'directors' zouden optreden in de besprekingen en onderhandelingen

met Bergson alsmede bij het bepalen van het standpunt van HD ten aanzien van dat bod, en dat Sonnenberg zich met de overige directieleden hiermee niet zou bemoeien. Dit is een duidelijk 'corporate governance' aspect.

15

Wat is een tenderbod? Een "tenderbod", zoals dat ten tijde van het bod van Bergson gold, is een openbaar bod waarmee aandeelhouders (of houders van andere effecten) worden uitgenodigd om hun aandelen aan te bieden tegen een door de aandeelhouders zelf te noemen prijs. Bij een tenderbod maakt de bieder het aantal effecten bekend waarvan de verkrijging wordt beoogd. De bieder verbindt zich daarbij tot gestanddoening, indien de beoogde verkrijging mogelijk is tegen een door hem tevoren openbaar gemaakte prijs per effect (de "richtprijs"). Vervolgens kunnen de aandeelhouders hun aandelen aanbieden tegen een door de aandeelhouders zelf te bepalen prijs (de "laatprijs" of "tenderprijs"). De effecten die de bieder uiteindelijk afneemt en de prijs die hij hiervoor betaalt (de "aanvaardingsprijs") worden vastgesteld door middel van een omgekeerd "book building"-systeem. De bieder betaalt voor alle door hem aanvaarde aandelen (van dezelfde soort) dezelfde prijs, zijnde de hoogste prijs waartegen enig aanvaard aandeel van de desbetreffende soort is aangeboden.

Letterlijk betekent book building: 'boek bouwen'. Een boek is gewoon een lijst. Book building kent meerdere varianten, maar bij een emissie / uitgifte houdt het systeem in dat beleggers in de gelegenheid worden gesteld in te schrijven tegen een of meer door henzelf op te geven prijzen. Bij elke op te geven prijs dient te worden aangegeven hoeveel aandelen de belegger bereid is te kopen. Door al deze inschrijvingen samen te voegen, ontstaat het zogenaamde 'boek' (de lijst dus) waardoor de uitgevende instelling inzicht krijgt in de vraag naar de uit te geven aandelen. Op basis daarvan zal vervolgens de introductieprijs worden vastgesteld en de toewijzing plaatsvinden. Een belangrijk verschil met de tenderemissie is de mogelijkheid om bij 'book building' inschrijvingen te wijzigen of terug te nemen tot aan de sluiting van de inschrijving. De introductieprijs zal zodanig worden vastgesteld dat alle uit te geven aandelen kunnen

worden geplaatst bij beleggers. Op inschrijvingen beneden de introductieprijs wordt niet toegewezen. De inschrijvingen boven de introductieprijs worden volledig toegewezen, terwijl inschrijvingen tegen de introductieprijs (proportioneel) worden gekort.

Hier gaat het niet om een emissie maar een bod op reeds uitstaande aandelen: Beleggers geven dan aan hoeveel aandelen tegen welke prijs zij willen verkopen.

Na gestanddoening van het bod mag het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat direct of indirect door de bidder wordt gehouden niet groter zijn dan 30% (art. 9l lid 5 en art. 9m sub g Bte 1995 (oud)). Indien een groter aantal aandelen wordt aangeboden dan de bidder gehouden dan wel bevoegd is te aanvaarden ("overaanmelding"), geschiedt de aanvaarding proportioneel. De bidder mag gedurende één jaar na het tenderbod niet opnieuw een openbaar bod uitbrengen en geen effecten verwerven, indien hij daardoor de 30%-grens zou overschrijden. Met het tenderbod kan op een snelle en ordentelijke manier een belang worden verworven of uitgebreid. Vooral vanwege de concurrentie tussen de aandeelhouders kan dit tegen een scherpe prijs. Via de gewone beurshandel is het vrijwel onmogelijk in een redelijk tijdsbestek een aanzienlijke hoeveelheid aandelen te verwerven zonder de koers sterk op te drijven.

Een tenderbod houdt dus, kort gezegd, in dat de aandeelhouder zelf mag aangeven welke prijs hij wil hebben. Bij een tenderbod bestaat er onzekerheid over de prijs waartegen uiteindelijk kan worden verkocht. Daarnaast heb je nog een openbaar bod op alle uitstaande aandelen: daarbij noemt de bidder een prijs en kan de aandeelhouder beslissen om daarop wel of niet in te gaan.

Bij het bod heeft Bergson vooraf aangegeven om tot aan 46 euro per aandeel te accepteren (de richtprijs). Dit betekende een premie van 24% op de slotkoers van 2 mei 2005. Wat is nu precies de voorgestelde transactie? Beleggers die hun stukken Hunter Douglas kwijt willen, kunnen hun prijs noemen. Hierbij geldt als maximumprijs 46 euro. Het gaat om een totaal aantal aandelen van 10,5 miljoen stuks. Ergens komt dus een evenwichtsprijs tot stand, waarop de genoemde 10,5 miljoen aandelen

worden aangeboden tegen een prijs van net onder de 46 euro. Deze evenwichtsprijs geldt voor iedereen die tegen de evenwichtsprijs of minder zijn aandelen heeft aangeboden. Vraag je meer, dan val je buiten de boot.

16

Terug naar Bergson. Bergson is van plan het tenderbod te doen, nadat Hunter Douglas cumulatief preferente aandelen ter waarde van EUR 60.000.000 heeft uitgegeven en geplaatst bij ING Corporate Investments Participaties B.V. De nominale waarde per aandeel was 125 maal groter dan de nominale waarde van de gewone aandelen (resp. 30 euro en 0,24 euro). Hierdoor verkreeg ING 72% van het geplaatste kapitaal, maar slechts 2% van de stemrechten.

Deze uitgifte heeft tot gevolg dat het aandeel van Sonnenberg (deels via Bergson) in het geplaatste kapitaal tot beneden de 30% daalt. Waarom was dat van belang?

Volgens artikel 9-I lid 5 Besluit toezicht effectenverkeer (inmiddels vervangen) mag een bieder bij aanvaarding van zijn bod niet meer dan 30% van het geplaatste kapitaal in de doelvennootschap gaan houden. Het gaat hier om het kapitaalbelang; er wordt niet over zeggenschap gesproken.

Een aantal andere aandeelhouders (Franklin Templeton Investment Funds te Luxemburg) was het niet eens met deze gang van zaken. Zij hebben de AFM gevraagd om maatregelen te nemen om te verhinderen dat het tenderbod zou worden uitgevoerd. Volgens hen is de uitgifte van cumprefs een truc om aan de regels ter bescherming van minderheidsaandeelhouders te ontkomen en moet de AFM als toezichthouder optreden. De AFM heeft de bevoegdheid om inlichtingen in te winnen bij de bieder en de doelvennootschap, maar ook de bevoegdheid om bij overtreding van de biedingsregels, of een dreiging daarvan, een aanwijzing te geven aan die bieder, die doelvennootschap of de bestuurders en commissarissen daarvan.

Die aanwijzing kan een gebod zijn (bijvoorbeeld om bepaalde informatie in het biedingsbericht op te nemen) of een verbod (bijvoorbeeld dat het bod niet of nog niet gestand mag worden gedaan).

Franklin Templeton wilde graag dat een vast bod zou worden uitgebracht op alle uitstaande gewone aandelen en dat zou worden afgezien van de uitgifte van de cumulatief preferente aandelen. Eén van de geuite zorgen was dat die aandeelhouders die uiteindelijk hun stukken niet zouden verkopen, als minieme minderheid achter zouden blijven in een minder liquide fonds. Minder liquide omdat er nauwelijks nog een markt zou zijn voor die aandelen. Een ander naar voren gebracht punt is de wettelijke regeling van het tenderbod: dit zou alleen zijn bedoeld om een strategisch minderheidsbelang te verwerven. Daarbij wordt de letterlijke tekst opgerekt en wordt voor 30% kapitaalbelang 30% stemrechten gelezen. Anders gezegd: wie 30% van de stemrechten kan uitoefenen, mag geen tenderbod uitbrengen. Dat is volgens Franklin Templeton de juiste uitleg van de wet.

17

Het verweer van HD en Bergsom was kort gezegd als volgt.

Artikel 9-I lid 5 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 wordt volledig nageleefd. Het is de heer Sonnenberg verboden om gedurende een jaar na de verschijningsdatum van het biedingsbericht aandelen te verwerven, als hij daardoor meer dan 30% van het geplaatste kapitaal van Hunter Douglas gaat houden. Sonnenberg houdt zich aan dit verbod. Sonnenberg vermindert immers zijn relatieve kapitaalbelang tot 22,1% van het geplaatste kapitaal voorafgaande aan het bod door Bergson. Na gestanddoening van het bod houdt de heer Sonnenberg direct en indirect 24,4% van het kapitaal. Omdat de wet glashelder is en Sonnenberg zich daaraan houdt, kan de AFM géén maatregelen nemen.

Wat zegt uiteindelijk het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb)? Als gezegd mag volgens artikel 9-I lid 5 Besluit toezicht effectenverkeer (oud) eenieder bij aanvaarding niet meer dan 30% van het geplaatste kapitaal in de doelvennootschap gaan houden. Het College constateert dat de bewoordingen van deze bepaling duidelijk zijn: uitsluitend het percentage van het geplaatste kapitaal dat direct of indirect wordt gehouden, is van belang. Niet van belang is welke mate van zeggenschap deieder vóór of na het tenderbod heeft. Dat Sonnenberg zowel vóór als na het tenderbod over meer dan 30% van de stemrechten beschikt, is voor de toepasselijkheid van artikel 9-I niet van belang. Dat de bepaling slechts zou mogen strekken tot facilitering van het verkrijgen van een strategisch minderheidsbelang, zoals Franklin Templeton had betoogd, staat niet in de tekst van het artikel. Ook is er geen steun voor de vinden in de toelichting op de regeling.

Veel bezwaren van Franklin zijn inherent aan een tenderbod en kunnen, omdat de wetgever dit bod toelaat, niet als uitzonderlijk worden aangemerkt. Dat een aanzienlijk deel van het geplaatste kapitaal preferente en cumulatief preferente aandelen betreft, maakt dit niet anders. De wetgever heeft er immers voor gekozen geen onderscheid te maken tussen verschillende soorten aandelen.

Dat de uitgifte van cumulatief preferente aandelen mede geschiedt om Sonnenberg in een zodanige positie te brengen, dat hij minder dan 30% van het geplaatste kapitaal in Hunter Douglas houdt, is ook niet zodanig uitzonderlijk, dat deze uitgifte niet in aanmerking zou moeten worden genomen. Deze uitgifte is mede ingegeven door de financieringsbehoefte van de vennootschap en dus niet uitsluitend om een tenderbod mogelijk te maken. Dat de argumenten die Hunter Douglas aan de uitgifte ten grondslag legt onmiskenbaar onjuist zijn, is niet gebleken.

Het College geeft aan dat het zijn taak te buiten gaat om de biedingsvoorschriften, die op zich duidelijk zijn, aan te passen om tegemoet te komen aan bezwaren als die van Franklin Templeton.

19

Dit was allemaal Nederlands recht. Het Nederlands Antilliaanse recht kwam in de procedures ook aan de orde. Franklin Templeton merkte eerst – en terecht - op, dat het uitgangspunt van de Nederlands Antilliaanse wetgever is dat in de LVBZ bewust géén details zijn opgenomen over de wijze waarop een bod moet worden uitgebracht. Voorkomen moest worden dat dergelijke regels tot conflicten zouden leiden met de regels van de betreffende effectenbeurs alwaar effecten – uitgegeven door een Nederlands Antilliaanse beursvennootschap - in de notering zijn opgenomen. *So far, so good.*

Franklin Templeton stelde zich vervolgens echter op het standpunt dat de "grondgedachte" van het recht van de Nederlandse Antillen met het tenderbod niet verenigbaar zou zijn. Zij beriep zich in dat verband art. 10 van de Landsverordening inzake de verkrijging van zeggenschap. Het is juist, dat art. 10 Landsverordening bepaalt, dat als een *vijandig* bod wordt uitgebracht, waarmee wordt beoogd, of wat ertoe kan leiden dat de bieder 20% of meer van de stemmen verwerft, een bod op alle aandelen is geboden. Maar dat geldt uitsluitend ingeval van een vijandig bod. Het tenderbod van Bergson was nu juist alles behalve vijandig.

20

HD had een AVA belegd op 30 juni 2005. Volgens Franklin Templeton was daarmee een probleem en zouden de daarin genomen besluiten (statutenwijziging en daarop volgende uitgifte van preferente aandelen) voor vernietiging in aanmerking komen. Met die stelling in de hand heeft zij in kort geding getracht het tenderbod tegen te houden. Dat is overigens niet gelukt.

Wat was de argumentatie van Franklin Templeton? Artikel 13 lid 2 LVBZ bepaalt, kort gezegd, dat degene die voornemens is een bod uit te brengen (of een gelieerde partij) geen vergaderingen van aandeelhouders bijeen mag roepen, daarin niet aanwezig of vertegenwoordigd mag zijn, noch zijn stemrecht mag uitoefenen. Maar deze bepaling is alléén dan van toepassing wanneer het bod niet de toestemming van het bestuur en de raad van commissarissen (van in dit geval HD) heeft verkregen. Die toestemming was er in dit geval wel. Overigens bepaalt art. 13 lid 3 LVBZ ook nog eens met zoveel woorden dat stemmen die in strijd met het verbod zijn uitgebracht desondanks geldig zijn. Tenslotte was Bergson destijds niet eens aandeelhouder van HD.

21

Door de adviseurs van Franklin Templeton werd nog gesteld dat *“goed beargumenteerd kan worden”* dat er gronden aanwezig zijn voor de vernietiging van het besluit van de aandeelhoudersvergadering van Hunter Douglas tot wijziging van de statuten en het creëren van de categorie cumulatief preferente aandelen, alsmede de plaatsing daarvan. Wat die gronden zijn was niet helemaal duidelijk. Deze stellingname kwam er op neer dat sprake was van een *“dusdanig onnodige en onevenredige benadeling van de minderheidsaandeelhouders”*.

Wil van vernietiging sprake kunnen zijn dat moet het gaan om zodanige bijzondere omstandigheden dat bij afweging van alle betrokken belangen het orgaan dat het besluit heeft genomen daartoe in redelijkheid niet had kunnen komen. Een met Nederland vergelijkbare toetsing derhalve.

Met de formaliteiten rond de oproeping van de AVA en de statutenwijziging was niets mis. Derhalve werd teruggegrepen op artikel 2:134 lid 4 BW (NA). In dit artikel is aan een minderheidsaandeelhouder een bijzonder recht op vernietiging van een besluit tot statutenwijziging gegeven, indien zijn rechten door die wijziging onredelijk worden

aangetast. Daarvan kan bijvoorbeeld sprake zijn wanneer bepaalde rechten van een aandeelhouder worden ‘afgepakt’.

Niet duidelijk is op grond waarvan er in het onderhavige geval sprake zou zijn van een onredelijke wijziging: de minderheidsaandeelhouders hielden immers de rechten die zij al hadden. Blijkens de Memorie van Toelichting bij art. 33 van de Landsverordening op de besloten vennootschap (de identieke voorloper van art. 2:134 lid 4 BWNA) kan een aandeelhouder in beginsel niet klagen over een statutenwijziging op de enkele grond dat zijn rechten worden aangetast. De MvT vervolgt: *“Door als aandeelhouder toe te treden aanvaardt hij immers dat de statuten volgens de gestelde regels kunnen worden gewijzigd, ook wanneer de wijziging voor hem nadelig is. Vgl. HR 17 mei 1991, NJ 1991, 645 (Tonnema)”*. Er moet dus tenminste sprake zijn van bijzondere omstandigheden én van een onredelijke benadeling. En daarvan was in dit geval geen sprake.

Overigens draagt de rechterlijke toetsing slechts een marginaal karakter. Het besluitvormende orgaan heeft immers een ruime mate van eigen verantwoordelijkheid. In de woorden van Winter en Van Schilfgaarde (*Van de BV en de NV*, 14^e druk 2006, blz. 274): *“De norm laat echter een zodanige marge dat men niet al te snel – zeker niet wanneer het betrokken orgaan tegenstrijdige belangen heeft moeten afwegen – tot overschrijding daarvan moet besluiten”*.

22

Wat ik er zelf van vind? Het stond m.i. vast – en is ook niet voor betwisting vatbaar – dat de 30% regel ziet op het **geplaatste aandelenkapitaal** (artikel 9-I leden 5 en 8 Bte 1995). Het tenderbod mag er dus niet in resulteren dat de bidder een aandelenbezit verwerft dat groter is dan 30% van het geplaatste aandelenkapitaal. Deze regel werd in het onderhavige geval in acht genomen. Dat geldt ook voor de

overige wettelijke voorwaarden van het tenderbod. Het bod voldeed dus formeel aan de voorwaarden.

Het gegeven dat een tenderbod in een geval als het onderhavige in de optiek van Templeton c.s. onwenselijk is, betekent niet en zeker niet zonder meer dat een dergelijk bod juridisch onaanvaardbaar is. Er bestaat bovendien ook geen verplichting om van het bod gebruik te maken, terwijl de aandeelhouders zelf mogen aangeven voor welke prijs en voor hoeveel aandelen ze mee willen doen.

Aan ieder bod kleven nadelen, afhankelijk van de positie van waaruit het bod wordt bekeken. Templeton c.s. kunnen – als ze niet aanbieden - geconfronteerd worden met een licht verminderde liquiditeit van het fonds, maar dat kan toch bezwaarlijk als grond worden gezien om het gehele tenderbod te verbieden. Dat er 'onzekerheid' bestaat over de hoeveelheid aandelen die worden aangeboden én over de uiteindelijke prijs is inherent aan het tenderbod. Ook die onzekerheid kan geen dragende grond zijn om tot een verbod te komen. Het zou ook slecht zijn voor het vertrouwen in de Nederlandse effectenmarkt wanneer een zo gereguleerd bod als het tenderbod op dergelijke gronden zou worden verboden.

De kans van slagen van het bod wordt mede bepaald door de mate waarin Templeton c.s. overtuigende argumenten aan 'de markt' (de aandeelhouders van Hunter Douglas en de analisten) kunnen presenteren om het bod niet te accepteren. Voor het geval die argumenten niet overtuigend (genoeg) zijn, trachten Templeton c.s. deze via een juridische kapstok af te dwingen. Anders gezegd: Templeton c.s. kunnen er niet mee leven wanneer de andere aandeelhouders het bod wel accepteren. Maar dat is iets wat die aandeelhouders zelf moeten beslissen, terwijl Templeton c.s. hen die mogelijkheid trachten te ontnemen. Zeker gezien de betrokkenheid van de VEB zou het eenvoudig zijn geweest om op relatief korte termijn de belangen van een groot aantal beleggers te bundelen om aldus

gezamenlijk in rechte op te treden. Nu dat kennelijk niet is gebeurd, was het aan die andere beleggers om zelf een beslissing te nemen en wel of niet mee te doen.