

Het spanningsveld tussen bedrijfsstrategie en openbaar bod

Auteur
Philip Menco¹

Op 26 september 2013 promoveerde Guus Kemperink,² partner ondernemingsrecht bij Van Doorne N.V., aan de Erasmus Universiteit Rotterdam op het onderwerp: Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen.³ Zijn onderzoek vormt een handleiding voor Raden van Commissarissen in het geval van een overnamebieding op een beursgenoteerde onderneming.

Kemperink stelt de vraag hoe een vennootschap moet handelen wanneer door een mogelijk of feitelijk bod haar bestaansrecht op het spel staat en de zelfstandigheid verloren dreigt te gaan. In dat geval speelt de Raad van Commissarissen (RvC) een cruciale rol. Centraal in de te maken afweging staat het strategisch belang van de onderneming. Niet de aandeelhouder, maar het bestaansrecht van het overnamedoel op lange termijn staat voorop.

Juist het spanningsveld tussen aandeelhouderswaarde en lange termijn strategische belangen vormt een interessant onderwerp voor beleggingsdeskundigen. Reden voor de auteur om hierop in een interview met Guus Kemperink nader in te gaan.

Tegenstrijdige belangen

Volgens de wet moet het bestuur van een onderneming op evenwichtige wijze de belangen behartigen van de verschillende belanghebbenden, zoals de werknemers, de crediteuren en de aandeelhouders, maar ook buitenvennootschappelijke belangen, zoals bijvoorbeeld dat van de regio waar de onderneming werkzaam is. Bij een dreigende overname dient het besluitvormingsproces daarmee rekening te houden. In de praktijk zien we echter dat in Nederland de aandeelhouderswaarde de boventoon voert bij beslissingen over een bod. Ook typische lange termijn beleggers, zoals pensioenfondsen, geven er soms de voorkeur aan om snel winst te realiseren boven de voortgaande groei van hun belangen. Tot de kredietcrisis van 2008 leek deze, uit de Angelsaksische wereld overgewaaid tendens het bedrijfsleven en haar bestuurders te gijzelen. Kemperink: "Ondernemingen gaven als hoofdsignaal af dat het bod in financiële zin goed was. In de position statement kwamen ook wel andere zaken naar voren, zoals het belang van de werkgelegenheid en de gevolgen voor de vestigingsplaats van de onderneming. Maar die aspecten waren feitelijk van ondergeschikt belang". Na de overname van ABN AMRO Bank trad echter geleidelijk



een kentering op, waarbij bestuurders genuanceerder gingen denken over de andere belanghebbenden dan alleen de aandeelhouders. In het onderhandelingsproces kwamen die andere belangen duidelijker aan bod, maar de hoofdrichting bleef wel de aandeelhouderswaarde. Recente voorbeelden vormen de snelle overname van DE Master Blenders 1753 door het Duitse Joh. A. Benckiser⁴ en het gesneefde bod van het Mexicaanse América Móvil op KPN.⁵

De grote aandacht voor één stakeholder staat niet alleen haaks op de bedoeling van de wetgever, maar legt tegelijk pijnlijk het tegenstrijdige

belang bloot waarmee besturen van ondernemingen te maken krijgen bij een bod. Werkgelegenheid en continuïteit en het aan de andere kant realiseren van koerswinsten ten gunste van beleggers lijken tegenstrijdig. Daarbij heeft de Hoge Raad in de ABN AMRO zaak uit 2007 nog eens duidelijk bevestigd dat bij een openbaar bod het bestuur van de doelvennootschap alle betrokken belangen in gelijke mate moet waarderen en daarbij niet het belang van de aandeelhouder voorop mag stellen.

Kemperink pleit er voor om een bod veel meer te bekijken op de economische effecten voor de onderneming en in brede zin. Dat komt overeen met het Rijnlandse (Duitse) model. Als de strategische gevolgen van een bod op een onderneming centraal staan, vloeien de belangen van alle betrokkenen in elkaar over. Het strategische en het financiële belang zijn immers beide gediend met de afweging of het bod resulteert in groei van aandeelhouderswaarde op lange termijn. De continuïteit dient uiteindelijk beide.

Strategie boven korte termijn gewin

Ook recente wet- en regelgeving over corporate governance ondersteunt die gedachte door te sturen op meer samenwerking tussen het bestuur van de onderneming en diens aandeelhouders op strategisch gebied. De aandeelhouder zou daarbij de door de onderneming uit te zetten strategie moeten steunen en zich daar ook voor lange termijn aan moeten committeren. Momenteel wordt onvoldoende onderscheid gemaakt tussen beleggers en speculanten die voor de snelle winst gaan, zoals hedge funds. Die laatste groep zou je niet moeten belonen. In de Verenigde Staten, toch bij uitstek een land waar aandeelhouderswaarde centraal staat in de afwegingen van het bestuur van een onderneming, zien we al belangrijke

ontwikkelingen die het kaf van het koren scheiden. Zo nam Airgas, producent van industriële gassen, beschermingsmaatregelen tegen het bod dat op haar door branchegeenoot Air Products and Chemicals werd uitgebracht. Het bestuur van Airgas beargumenteerde haar besluit met de redenering dat de strategie van de onderneming op langere termijn zal resulteren in een substantiële groei van de aandeelhouderswaarde, terwijl die groei niet verdisconteerd was in het bod van de belager. Beleggers drongen er bij het bestuur van Airgas op aan de beschermingsmaatregelen op te heffen zodat zij op het bod van Air Products and Chemicals in konden gaan. Uiteindelijk kwam de zaak bij de Delaware Supreme Court. Het Hooggerechtshof van de staat Delaware is de belangrijkste rechterlijke instantie in de Verenigde Staten op het gebied van vennootschapsrecht. Het Hof kwam in 2011 tot de conclusie dat Airgas, mede op basis van financiële prognoses, duidelijk had weten te maken dat de onderneming een strategie voert die zijn vruchten afwerpt en verder zal afwerpen. Airgas mocht de aandeelhouderswaarde van de onderneming op lange termijn beschermen en daarvoor een beschermingsmaatregel inzetten. Korte termijn beleggers behoren in de redenering van het Hof niet beloond te worden ⁶.

Zelfs in het Verenigd Koninkrijk zien we een soortgelijke trend ontstaan, waarbij de lange termijn aandeelhouderswaarde meer nadruk krijgt.

Voert Nederland, waar ondernemers zich vaak lijken te spiegelen aan de Angelsaksische gebruiken, een achterhoedegevecht door nog vast te houden aan korte termijn gewin? Volgens Kemperink hebben Nederlandse ondernemingsbesturen, beleggers en politici in deze materie een nogal dubbel houding. Ons vennootschapsrecht sluit nauw aan bij dat van andere continentaal Europese landen en lijkt daarin erg op het Duitse model. Dat geldt voor de toezichtstructuur met een RvC, de afweging van het vennootschapsbelang en de implementatie van de Europese overnamerichtlijn. Een bedrijf mag zich in Nederland beschermen tegen een bod. In bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk is dat niet het geval. Tegelijk hebben ondernemers, maar ook politici en bestuurders een sterke binding met het Angelsaksische denken. Het Nederlandse systeem sluit daar echter niet op aan. "Een wetgeving die uitgaat van bescherming van alle stakeholders en van een pluralistische visie op het vennootschapsrecht verdraagt zich slecht met gebruikers die Angelsaksische visie aanhangen, waar alle aandacht is gericht op het belang van de aandeelhouder. Dan werkt het systeem niet meer en loopt het vast". Volgens Kemperink moeten we vasthouden aan het bestaande systeem, maar tegelijk instrumenten ontwikkelen die aansluiten bij een situatie van sterk verspreid aandeelhouderschap en de dominante positie van Angelsaksische aandeelhouders in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Veelal zit meer dan de helft van de aandelen in buitenlandse handen.

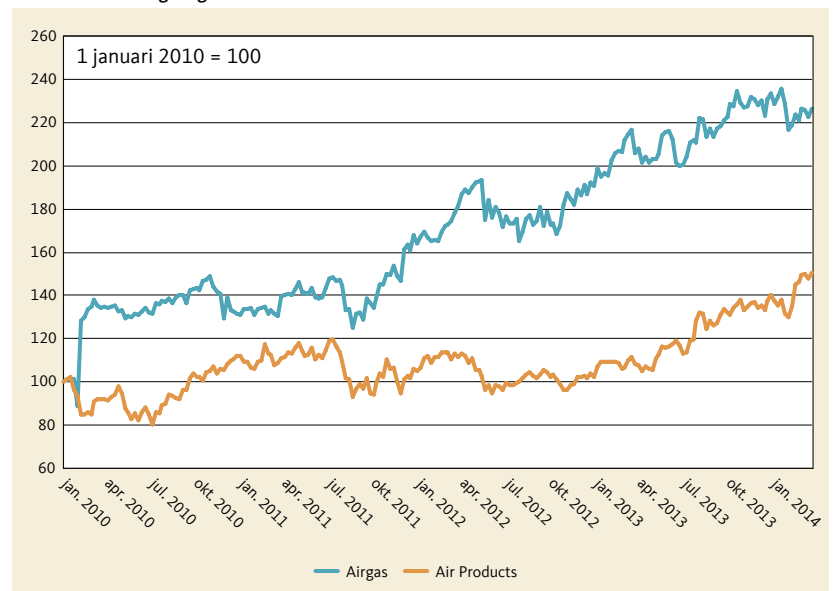
De rol van de RvC bij een bieding

In zijn dissertatie pleit Kemperink sterk voor een sleutelrol voor de RvC in het overnameproces. De rol van het bestuur wordt daarmee in een overnamesituatie minder pregnant. Hij wijst daarbij op de aandelen- en optiebelangen die bestuursleden doorgaans houden. Ook de eigen carrière van deze bestuurders staat bij een openbaar bod op het spel. Bestuursleden hebben daardoor in de situatie van een bod grote persoonlijke belangen die strijdig

kunnen zijn met die van de vennootschap. De wetgeving op het gebied van tegenstrijdige belangen is sinds 1 januari 2013 ingrijpend gewijzigd en verscherpt. Thans is het bestuurders, die zich in een dergelijke positie bevinden, bij wet verboden om deel te nemen aan de beraadslagen en de besluitvorming van het bestuur. Wel mogen zij deelnemen aan de onderhandelingen over een onderwerp waarbij zij een tegenstrijdig belang hebben. Deze wettelijke eisen gelden dus ook in geval van een openbaar bod. Omdat in de praktijk de grens tussen onderhandelen en beraadslagen nauwelijks te trekken valt (neem als voorbeeld DE Master Blenders met Jan Bennink), dienen dergelijke bestuurders het proces in belangrijke mate over te laten aan niet-geconflicteerde bestuurders en aan de Raad van Commissarissen, ervan uitgaande dat de leden van de Raad van Commissarissen zelf geen persoonlijk financieel of ander belang bij de uitkomst van het bod hebben. "Bestuurders met een tegenstrijdig belang dienen zich beschikbaar te houden voor het geven van informatie en voor het geven van hun oordeel over de transactie aan niet-geconflicteerde bestuurders, waarbij die laatsten zich moeten realiseren dat deze informatie gekleurd kan zijn. Zij moeten die informatie dus op de juiste waarde schatten, wat in de praktijk niet altijd meevalt". Juist de Raad van Commissarissen moet er voor zorgdragen dat bestuurders met tegenstrijdige belangen op de juiste manier hun rol vervullen in het overnameproces. De Raad van Commissarissen moet vooral voorkomen dat dergelijke bestuurders zelfstandig onderhandelingen met de bieder voeren of een overwicht krijgen in de besprekingen met de bieder. In het transaction committee dienen onafhankelijke bestuurders en commissarissen voldoende overwicht te hebben om hun mening door te zetten.

Feitelijk pleit Kemperink daarmee ook voor het afschaffen van aandelen of optierechten voor de leden van de RvC, omdat anders de raad zijn rol inboet als onafhankelijk orgaan dat een evenwichtige belangenafweging kan maken. Dat zou in de Corporate Governance Code moeten worden vastgelegd. In gesprekken die Kemperink in het kader van zijn onderzoek voerde met een aantal gezaghebbende commissarissen blijkt dat deze visie in de praktijk wordt onderschreven, zolang het daarbij om de situatie in Nederland gaat en niet bijvoorbeeld om het Verenigd

Koersontwikkeling Airgas versus Air Products





Guus Kemperink

Koninkrijk, waar het verstrekken van opties een gebruikelijke manier is om commissarissen aan de vennootschap te binden. Daar ligt dat echter ook in de lijn met de gedachte dat het belang van bestuurders altijd moet stroken met dat van de aandeelhouders.

Internationaal perspectief

In landen als Frankrijk en Duitsland zien we vaak dat nationale belangen veel zwaarder meewegen dan in Nederland. Volgens Kemperink past de Nederlandse houding goed bij onze “mercantilistische cultuur, waarin aandelentransacties in zekere zin als vorm van handel worden gezien”. In continentaal Europa geldt doorgaans een andere benadering ten aanzien van de positie van de onderneming bij een openbaar bod. Als voorbeeld noemt hij de geruchten in 2005 over de intentie van het Amerikaanse Pepsico om een openbaar bod te doen op het Franse voedingsmiddelenconcern Groupe Danone. Het bestuur van die laatste onderneming liet onmiddellijk weten dat een overname niet strookte met haar beleid. Ook de Franse politiek mengde zich in de discussie. Daarmee ontstaat direct een dynamiek die een overname niet alleen erg lastig maakt, maar een geïnteresseerde partij ook afschrikt om ook maar over een serieus bod na te denken. Als de belager

dat toch zou wagen, bestaat het risico dat het overname-doel beschermingsmaatregelen neemt. En tenslotte zal de Franse regering contact zoeken met het bestuur als de politiek niets voelt voor een overname van de onderneming door een buitenlandseieder. “In Nederland zal premier Rutte niet snel de voorzitter van de Raad van Bestuur van KPN, de heer Blok, bellen met de vraag waarom deze het bod van América Móvil in overweging neemt.” Of men dergelijk overheidsingrijpen in het biedingsproces nu goed of slecht vindt, hangt mede af van het antwoord op de vraag in welke mate de aandeelhouder de uitkomst van het bod moet kunnen bepalen. Als het antwoord luidt dat de aandeelhouder dit niet zouden moeten kunnen bepalen, dan ligt een actievere betrokkenheid van de overheid en de politiek voor de hand. “Er mag dan best vanuit de regering wel eens een reactie naar het bestuur van een onderneming komen, waarin de betreffende vakminister zijn zorgen uit over de mogelijk onevenwichtige belangenafweging ten faveure van de kapitaalmarkt”.

Kemperink wijst er wel op dat overheidsbemoediging in beginsel alleen is toegestaan in de context van het algemeen belang. Proactief kan dat bij nutsbedrijven en ondernemingen met een strategisch nationaal belang gebeuren via de het toezicht van de overheid op de

concessievoorwaarden of door middel van uitoefening van de zeggenschapsrechten van een zogeheten golden share. Een dergelijk golden share hield de staat tot een aantal jaren geleden in KPN.

Het Hof van Justitie van de EU heeft echter strikte regels ontwikkeld, waarin de bevoegdheden die de lidstaten kunnen ontlenen aan een dergelijk aandeel beperkt zijn en in verhouding dienen te staan tot het veiligstellen van het publieke belang, zoals bijvoorbeeld de instandhouding van de telecommunicatiestructuur, alarmdiensten en datatransmissie ten behoeve van de overheid.

Solide lange termijn strategie

De meest effectieve bescherming tegen een vijandige overname blijft een solide lange termijn strategie. Kemperink pleit voor de beoordeling van een openbaar bod vooral vanuit het strategische belang van alle participanten. Uiteraard moet een onderneming zijn lange termijn strategie dan wel op orde hebben. Verkoop van bedrijfsonderdelen om activistische beleggers te paaien in de hoop dat zij hun aanval op het beleid en de strategie van de vennootschap zullen staken, vindt hij onverstandig. "Dat is angstgedrag, ingegeven door de onjuiste gedachte dat korte termijn beleggers uiteindelijk de dienst in de vennootschap kunnen uitmaken. Ondernemingen moeten daarvoor in de plaats een strategie ontwikkelen, onderbouwen en documenteren die voor aandeelhouders waarde creëert op lange termijn. Dat voorkomt dat je zwak staat in onderhandelingsituaties met partijen die snel geld willen verdienen of het bedrijf willen opsplitsen".

Indien een branchegeenoot op strategische gronden een bod uitbrengt, ontstaat echter een andere, interessantere situatie. Zo'n bieding door een partij met verstand van zaken valt moeilijker te voorkomen. Het bestuur, in casu de RvC, dient dan een afweging te maken tussen de kansen als zelfstandige onderneming ten opzichte van marktconcentratie. Dat dwingt om serieus naar het bod te kijken uit het belang van alle partijen. Het opent mogelijk nieuwe perspectieven voor een vennootschap en de RvC dient die overweging te initiëren. Bovendien behoort de strategie van een onderneming tot de bevoegdheden van het bestuur en niet tot die van de aandeelhouder. Met andere woorden, de overnemende partij, vooralsnog vooral beoogd aandeelhouder, kan de strategie aan de doelvennootschap voor het slagen van een bod niet opleggen.

Europese beschermingsmaatregelen

In Europa bestaat sinds 2004 een overnamerichtlijn, maar die is vooral het resultaat van een compromis tussen de lidstaten. Individuele lidstaten kunnen daarmee kiezen of zij hun ondernemingen toestaan zich te beschermen tegen een openbaar bod of juist niet. Dat leidt tot de ongelukkige situatie dat bijvoorbeeld Nederland, België en Duitsland wel hebben gekozen voor het toestaan van dergelijke

maatregelen, maar landen als het VK, Oostenrijk, Spanje en Italië niet. Kemperink zou dan ook graag op termijn op Europees niveau nieuwe uniforme wetgeving zien, met een beperkt en mild beschermingsregime voor alle lidstaten. Dat zou moeten uitgaan van een evenwichtige afweging van de belangen van alle betrokkenen met de strategie als belangrijke bepalende factor. Wie een solide lange termijn strategie kan aantonen, die zich richt op continuïteit en daarmee op de dienstbaarheid aan de groei van de aandeelhouderswaarde over een lange periode, mag geen slachtoffer worden van het snelle geld. Alleen dat soort ondernemingen verdient bescherming. ■

Noten

1 Mr. Dr. G.N.H. Kemperink is partner bij advocatenkantoor Van Doorne. Hij legt zich toe op vennootschapsrecht, internationale fusies en overnames, alsmede arbitrage op dat terrein. Op 26 september 2013 promoveerde hij aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam.

2 G.N.H. Kemperink, Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen, Erasmus Universiteit Rotterdam 2013, ISBN 978-90-13-11814-8

3 Bieding 12 april 2013

4 Bieding 9 augustus 2013

5 Het bod werd 4 februari 2010 uitgebracht en 15 februari 2011 na een lange juridische machtsstrijd weer ingetrokken.