

## Lessen uit geprivatiseerde KPN voor te privatiseren ABN.

### Analyse aan de hand van de overnamestrijd met América Móvil<sup>1</sup>

#### Samenvatting

Privatisering impliceert het overdragen van de onderneming aan het marktmechanisme. Dat zou moeten leiden tot volledige terugtrekking door de Staat als aandeelhouder. De behartiging van staatsbelangen en de uitoefening van de publieke taak van de overheid moeten dan ook niet door middel van aandeelhouderschap in geprivatiseerde ondernemingen plaatsvinden. Tegen vijandige overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme werpen preferente beschermingsaandelen vanuit juridisch oogpunt bovendien geen effectieve wal op en op economische gronden lijkt het onwenselijk dat de Staat de stabiliteit van het financieel stelsel zou willen nastreven door middel van moeilijk te definiëren zeggenschap als minderheidsaandeelhouder in een systeembank. De staat beschikt over andere middelen om die stabiliteit te bewaken, en als dat niet zo is zouden die in het leven geroepen moeten worden. Een oplossing voor geprivatiseerde ondernemingen om zich te wapenen tegen een eventueel vijandig bod kan liggen in het toepassen van *embedded defences* zoals loyaliteitsclausules, *most favored nation clauses* of algemene *change of control* bepalingen. Deze hebben gemeen dat zij in het commerciële belang van de onderneming geacht kunnen worden te zijn maar ook afschrikwekkende werking hebben wanneer een overname of ingrijpen door een activistische aandeelhouder met een kortetermijnbelang dreigt.

#### KPN van staatsbedrijf tot beursfonds

In 2006 verkocht de Nederlandse Staat haar nog resterende KPN-belang via Goldman Sachs en Citigroup aan de 'markt'.<sup>2</sup> Hiermee kwam een einde aan het langdurig en geleidelijk afgebouwd aandeelhouderschap van de Staat. Het KPN aandeel werd sindsdien, en tot de interventie door

---

<sup>1</sup> Prof. mr. B.T.M. Steins Bisschop is hoogleraar ondernemingsrecht aan Nyenrode Business Universiteit en hoogleraar Corporate Law and Corporate Governance aan de Universiteit Maastricht, alsmede advocaat te Den Haag.

<sup>2</sup> Zie voor de geschiedenis W.J.M. Benschop, *Eduard Wenckebach en de Hollandse IJzeren Spoorwegmaatschappij als baanbrekers voor de openbare telegrafie in Nederland*, 's-Gravenhage, Hoofdbestuur de posterijen, Telegrafie en Telefonie 1947. H.W. Lintsen, *Geschiedenis van de techniek in Nederland. De wording van een moderne samenleving 1800-1890. Deel IV. Delfstoffen, machine- en scheepsbouw. Stoom. Chemie. Telegrafie en telefonie*, Zutphen, Walburg Pers 1993. M.Davids, *De weg naar zelfstandigheid: de voorgeschiedenis van de verzelfstandiging van de PTT in 1989*, Hilversum, Uitgeverij Verloren 1999. De 'Wet tot regeling der gemeenschap door electro-magnetische Telegrafien' werd op 7 maart 1852 aangenomen. Kamerstukken II 1997/98, 25862, 3. (MvT) Wijziging van de Machtigingswet Koninklijke PTT Nederland N.V.. HvJ EG 28 september 2006, nr. C-282/04 en C-283/04.

América Móvil, voornamelijk door institutionele beleggers gehouden. KPN heeft een transitie ondergaan waardoor zij in de loop van vele jaren van een staatsbedrijf is geworden tot een volwaardig beursfonds. Vanwege het internationale karakter van het aandeelhoudersbestand kan KPN overigens niet meer worden beschouwd als een 'Nederlandse' vennootschap.<sup>3</sup>

De geschiedenis van KPN, neerkomend op verzelfstandiging en privatisering, past in het internationale beeld waarin markten, waarop overheidsbedrijven voorheen dominant waren, werden geliberaliseerd teneinde marktwerking te bevorderen. Door staatsbedrijven te privatiseren werden taken en verantwoordelijkheden van de overheid overgedragen aan het spel van de vrije markt.<sup>4</sup> Het oogmerk was om op gecontroleerde wijze meer marktwerking te introduceren in het economisch proces en de rol van de overheid te herzien. In de VS en het VK was gedurende de regeringsperioden van Reagan en Thatcher sprake van een krachtige tendens tot privatiseren en liberaliseren.<sup>5</sup>

Privatisering en liberalisering beoogden, zeer kort samengevat, om door het terugtrekken van de overheid als eigenaar van staatsbedrijven enerzijds de efficiëntie van de productie van goederen en diensten te bevorderen en anderzijds door liberalisatie de marktwerking te stimuleren. Het uiteindelijke gevolg hiervan dient dan een toename van de algehele welvaart te zijn. De vraag is of deze doelstellingen zijn gerealiseerd. De Nederlandse ervaringen<sup>6</sup> lijken niet zonder meer te bevestigen dat liberalisering en privatisering leiden tot de gestelde maatschappelijke en economische effecten. De onderstaande schets van een beperkt aantal voorbeelden onderstreept dit.<sup>7</sup>

De in 1881 opgerichte Rijkspostspaarbank werd in 1986 geprivatiseerd tot de *Postbank* en uiteindelijk ondergebracht in het *ING*-concern. Waar destijds gebrek aan efficiëntie werd aangevoerd als motief voor privatisering, moet na het bijna-faillissement van ING in 2008 en de daaropvolgende staatsteun en verstrekkende reorganisaties worden geconcludeerd dat op zijn minst die efficiëntie niet is toegenomen. Een ander voorbeeld betreft de privatisering van Koninklijke *DSM* NV. Deze onderneming is in 1902 opgericht als staatsbedrijf ter exploitatie van ondergrondse steenkoolreserves, en haar geleidelijke privatisering in de periode 1989 – 1996 kan als succesvol

---

<sup>3</sup> Online register van aandeelhouders, bron: register AFM, [www.groootaandeelhouders.nl/aandelen/kpn](http://www.groootaandeelhouders.nl/aandelen/kpn), geraadpleegd op 3 Juni '14.

<sup>4</sup> J.Vickers & G.Yarrow, 'Economic Perspectives on Privatization', *Journal of Economic Perspectives* 1991, Volume 5, nr.2, p.111-132.

<sup>5</sup> B.D. Merino, A.G. Mayper & T.D. Tolleson, 'Neoliberalism, deregulation and Sarbanes-Oxley; The legitimization of a failed corporate governance model', *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 2010, Volume 23, nr. 6, p. 774.

<sup>6</sup> C. van de Coevering & B. van der Werff, Marktwerking in Nederlandse netwerksectoren: leidt liberalisering tot grotere concurrentie? December 2001.

<sup>7</sup> Voor meer voorbeelden, zie Ministerie van Economische Zaken, *Liberalisering en privatisering in netwerksectoren*, Den Haag 2000, en W. van Engelen, *Blauw bloed; opkomst en ondergang van de Postbank*, Amsterdam, Pearson Education Benelux 2009, p.20.

worden gezien. De verklaring daarvoor is niet gelegen in de hierboven aangegeven motieven voor privatisering maar moet worden gevonden in de omstandigheid dat de steenkoolmijnen in de jaren zestig van de vorige eeuw werden gesloten en het aandeelhouderschap van de Nederlandse Staat als gevolg daarvan niet meer in verband kon worden gebracht met de kerntaken van de overheid op het gebied van infrastructuur, energie, vervoer of logistiek. Vanaf 1994 vond de geleidelijke privatisering van de nationale trots, *KLM*, plaats. Ook deze transactie is te verklaren uit het herdefiniëren van de rol van de overheid. Vanwege de na de privatisering nog steeds voortdurende doorslaggevende rol van de overheid met betrekking tot landingsrechten, vergunningen en milieuregelgeving is het echter lastig de privatisering van de KLM, die later door middel van een markttransactie opging in Air France KLM, te duiden tegen de achtergrond van de algemene doelstellingen van privatisering en liberalisering. Juist vanwege de discussie over aard en omvang van overheidsverantwoordelijkheid en overheidstaken is de voorgenomen beursgang van *Schiphol* uiteindelijk niet doorgegaan. De *Nederlandse Spoorwegen* is een overheidsonderneming waarvan de Nederlandse Staat enig aandeelhouder is. De geïnitieerde verzelfstandiging in 1993 werd mede ingegeven door de Europese wetgeving ter zake van de railinfrastructuur en het alleenrecht op de vervoersdiensten per spoor. Hoewel het doel van de verzelfstandiging was om de invloed van de overheid te herzien en te verminderen, heeft menig Minister van Verkeer en Waterstaat juist gezocht onder de blijvende overheidsverantwoordelijkheid. Privatisering van de Nederlandse Spoorwegen door verkoop van het staatsbelang ligt in de nabije toekomst niet in het verschiet.

De privatisering, beursgang en splitsing waaruit KPN ontstond, mede ingegeven door internationale ontwikkelingen, hebben plaatsgevonden in een periode waarin de telecommarkt werd gekenmerkt door sterke concurrentie, fors dalende prijzen en indrukwekkende innovatie. Het is echter de vraag of deze aspecten voortvloeiden uit de privatisering, dan wel ontwikkelingen waren die ongeacht de organisatievorm van KPN zich hadden moeten afspelen.

Op dit moment bevindt KPN zich in een overgangssituatie nadat de als vijandig aangemerkte overnamepoging door América Móvil is afgeslagen.

Voordat ingegaan wordt op de overnamestrijd die zich in 2013 rond KPN afspeelde, volgen enige algemene korte opmerkingen naar aanleiding van het privatiserings- en liberaliseringsproces dat zich ten aanzien van KPN, en vele andere voormalige staatsbedrijven, heeft afgespeeld.

### **Deregulering en Neoliberalisme**

Het hiervoor genoemde oogmerk van privatisering en liberalisering om door marktwerking en terugtrekking van de overheid toename van de algehele welvaart te bereiken, wordt veelal geplaatst in

de hoek van het neoliberale denken. Neoliberalisme is een lastig te definiëren begrip. Het heeft te maken met het zoeken van een middenweg tussen het *laissez faire* van de vrije markt enerzijds en de alom aanwezige en verzorgende overheid anderzijds. Tegenstanders wijzen op de gevaren voor minderheden en vermindering van welzijn wanneer te veel vrijheid aan de markt wordt gelaten en voorstanders wijzen op het gevaar dat overheidsdominantie tot inefficiëntie en zelfs totalitarisme leidt. Bij de strijd rond KPN speelde de positie van de overheid een rol. De vraag was of het belangrijke deel van de Nederlandse communicatie-infrastructuur onder controle van aandeelhouder América Móvil nog wel in veilige handen was. De vervolgvraag was of er ruimte was, of gecreëerd diende te worden, voor overheidsingrijpen ter beveiliging van de Nederlandse infrastructuur. De geuite wens tot overheidsingrijpen is opmerkelijk, juist nu de privatisering en beursgang van KPN impliceerden dat de voormalige verantwoordelijkheid en invloed door de Staat waren afgestoten en overgelaten aan de vrije markt.

Juristen hebben slechts in beperkte mate toegang tot het economisch en politiek denken. In een multidisciplinaire benadering van maatschappelijke en economische vraagstukken speelt de juridische discipline met name een rol op het terrein van corporate governance. Een van de belangrijkste onderwerpen in dat verband is de vraag op welke wijze de vennootschappelijke organisatie en de governance van die organisatie ingericht dienen te worden. Er zijn redenen om aan te nemen dat het huidige organisatiemodel van de kapitaalvennootschap haar houdbaarheid heeft bewezen.<sup>8</sup> Er zijn minder redenen om hetzelfde aan te nemen ten aanzien van de heersende governance systemen.<sup>9</sup> De boekhoudschandalen uit het begin van deze eeuw en de huidige financieel-economische crisis onderstrepen dit.

Deze overwegingen zouden dienstbaar kunnen zijn bij pogingen om een antwoord te vinden op vragen naar de grens van de vrije markt in relatie tot de duiding van de verplichtingen van het bestuur van een beursvennootschap en de rechten van beleggers. In dat verband kan dan ook gediscussieerd worden over houdbaarheid en wenselijkheid van beschermingsmaatregelen. Al deze aspecten speelden bij de strijd rond KPN tijdens de overnamepoging door América Móvil. De privatisering kende neoliberale motieven. De Staat trok zich terug en concentreerde zich op het waarborgen van efficiënte marktwerking. De beursnotering van KPN bracht mede dat het bestuur in toenemende mate de beurskoers en het aandeelhoudersbelang als leidend ging beschouwen. Men moest meebewegen met wat de markt dicteerde. Zo werd KPN in het kader van de liberalisering van de

---

<sup>8</sup> B.T.M. Steins Bisschop, 'selected developments in corporate law', in: M. Faure & A. van der Walt, *Globalization and private law; the way forward*, Cheltenham 2010, p. 211-251

<sup>9</sup> Sun, W. et al., *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*, Cambridge University Press 2012.

telecommunicatiemarkt KPN in 1997 gedwongen haar kabelactiviteiten te verkopen. Door middel van internationalisatie en groei trachtte KPN haar aandeelhouders tevreden te stellen door tal van acquisities en andere investeringen te plegen. Deze strategie, onder meer leidend tot de joint venture met KPNQwest en de verworven kostbare UMTS frequenties, bracht KPN echter diep in de schulden. De koersontwikkeling was (zeer) negatief. De situatie in 2001 bedreigde zelfs de continuïteit van de onderneming. In de daarop volgende periode werden verstrekkende reorganisaties doorgevoerd, maar bleef het bestuursbeleid gericht op het creëren van aandeelhouderswaarde. De oorspronkelijke ambities en doelstellingen zijn niet gehaald. Na een zeer omvangrijk desinvesteringsprogramma is thans sprake van een onderneming waarvan het tafelzilver verkocht is en waarvan de omvang aanzienlijk is teruggelopen.

Het gevolg van de privatisering van KPN is geweest dat KPN als beursvennootschap in beginsel onderworpen was aan het marktmechanisme, dat de mogelijkheid van een al dan niet vijandige overname impliceert. Onder die omstandigheden kan de verdediging tegen de overnamepoging van América Móvil lastig worden gebaseerd op argumenten rond de wenselijkheid van het zelfstandig blijven van de onderneming, nationale belangen of politieke overwegingen. KPN leek in de biedingsstrijd aangewezen op – alleen – de vennootschapsrechtelijke middelen die haar ter beschikking stonden als verweer tegen het door KPN uiteindelijk als vijandig aangemerkte bod dat América Móvil aankondigde te zullen doen op haar aandelen.

Hierna zullen de kracht, en de zwakte, van dat verweer worden besproken.

Eerst zal de poging van América Móvil om controle over KPN te verkrijgen kort worden weergegeven.

### **América Móvil springt in het gat**

De sterk gedaalde beurskoers maakte KPN een mogelijke prooi. América Móvil heeft van deze gelegenheid gebruik gemaakt door pogingen te doen controle over KPN te verkrijgen en zo, als haar eerste investering buiten de Amerikaanse continenten, een fundament te creëren voor verdere expansie in Europa. Op 29 mei 2012 bracht América Móvil een partieel bod uit waarbij zij € 8,00 bood voor ieder te verkrijgen aandeel. Tot de dag van aanvaarding had América Móvil met aankopen ter beurse en onderhands reeds zo'n 25% verkregen. Met aanvaarding van slechts een deel van de aangeboden aandelen bracht zij haar belang op 27,7%. Volgens KPN beoogde América Móvil wel controle over KPN te verkrijgen, maar tegelijkertijd onder de 30% drempel te blijven,<sup>10</sup> welk

---

<sup>10</sup> Koninklijke KPN N.V. Position Statement 21 juni 2012, p.13.

percentage haar zou verplichten tot het uitbrengen van een verplicht bod.<sup>11</sup> Daarmee kwam América Móvil met een relatief kleine investering op de eerste rij te zitten, kon zij de weg afsnijden van andere partijen die wellicht in overname geïnteresseerd zouden zijn en behoefde zij geen of nauwelijks een overnamepremie te betalen.<sup>12</sup> KPN noemde het bod indertijd ongevraagd, substantieel ondergewaardeerd en opportunistisch.

Toch bleek América Móvil geen wolf in schaapskleren te zijn. Zij verkreeg zetels in de raad van commissarissen en er ontstonden samenwerkingsverbanden. América Móvil steunde op 20 februari 2013 een claimemissie van KPN en leek zich ook overigens te committeren aan het KPN-beleid. Partijen kwamen een *stand still* overeen, onder meer inhoudende dat América Móvil haar belang niet zou uitbreiden tenzij er een bod lag op KPN of een van de dochters. In juli 2013 kondigde KPN de verkoop aan van haar Duitse dochter E-plus, en ook daartegen verzette América Móvil zich feitelijk niet, hoewel aanvankelijk werd aangenomen dat deze transactie een doorkruising zou betekenen van América Móvil's strategie gericht op het vormen van een Europese basis. De zaken veranderden toen América Móvil op 9 augustus 2013 een openbaar bod op alle aandelen KPN tegen een prijs van € 2,40 aankondigde.

Met de op 16 oktober 2013 van de AFM verkregen goedkeuring van het América Móvil opgestelde prospectus kon het bod vanaf die datum worden uitgebracht. Toch heeft América Móvil nog op dezelfde datum aangekondigd af te zien van het uitbrengen van het aangekondigde openbaar bod. Dit opmerkelijke besluit werd gemotiveerd door te verwijzen naar de interventie door de Stichting Preferente aandelen B KPN. Deze Stichting beschikte over een in het verleden verleende optie tot het nemen van preferente beschermingsaandelen. Op 29 augustus 2013 heeft de Stichting de optie uitgeoefend. Het inzetten van deze beschermingsmaatregel betekende dat América Móvil, ongeacht het aantal aandelen dat zij zou verkrijgen bij uitoefening en gestanddoening van het openbaar bod, geen controle over de aandeelhoudersvergadering zou verkrijgen. Haar meerderheid in gewone aandelen zou immers kunnen worden 'overstemd' door de preferente aandelen waarover de Stichting het stemrecht uitoefende. Het daarop volgende intensieve overleg tussen América Móvil en de Stichting heeft niet geleid tot overeenstemming met de Stichting en KPN in de waardering van het bod, dat als vijandig aangemerkt bleef. De doelstelling van América Móvil om te komen tot een grotere operationele samenwerking en coördinatie tussen de twee ondernemingen en potentiële synergie te intensiveren, werd daarmee illusoir.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Artikel 5:70 Wet op het financieel toezicht.

<sup>12</sup> Persbericht 1 juni 2012 KPN en Koninklijke KPN N.V. Position Statement 21 juni 2012 p.12-14.

<sup>13</sup> AFM biedingsbericht: *this bid was not brought out*, 16 oktober 2013.

De preferente beschermingsaandelen werden ingezet ter afwering van een als vijandig bestempeld bod en 'de vijand' heeft zich inderdaad laten afschrikken.

De vraag is of het vertrouwen in de beschermende kracht van de preferente aandelen terecht was, en dus of América Móvil terecht heeft besloten de strijd te staken.

Het kan zijn dat strategische overwegingen ten grondslag hebben gelegen aan het besluit van América Móvil om de strijd te staken. Ook is het denkbaar dat zij aarzelde om haar entree op de Europese markt te maken door middel van een vijandige overname en dat de gezochte operationele en strategische samenwerking met KPN in zo'n vijandig scenario niet mogelijk was. Indien deze overwegingen de verklaring vormen voor het terugtrekken van América Móvil, betekent dit nog niet dat de juridische beoordeling van de kracht van de opgeworpen beschermingswal irrelevant zou zijn. Wanneer immers aannemelijk was dat die kracht gering geacht moest worden, zou de realisatie van de beoogde strategie van América Móvil wellicht als minder problematisch zijn ervaren. Wanneer die strategische overwegingen geen of een mindere rol hebben gespeeld bij het besluit van América Móvil om de strijd te staken, maar de juridische kracht van de bescherming het doorslaggevende argument voor América Móvil is geweest, dan is het eveneens relevant om de juridische kracht van die bescherming te analyseren.

### **De kracht van preferente beschermingsaandelen**

In de navolgende beschouwingen<sup>14</sup> wordt het standpunt verduidelijkt dat en waarom preferente beschermingsaandelen geen houdbare, en wellicht evenmin een geldige, beschermingsmaatregel vormen.

#### ***...de technische beschrijving***

In de praktijk worden preferente beschermingsaandelen door een beursfonds uitgegeven wanneer een speciaal daarvoor in het leven geroepen stichting met een onafhankelijk bestuur gebruik maakt van het bij de oprichting van de stichting reeds verleende optierecht tot het nemen van die aandelen. Het gaat daarbij om zoveel aandelen als voldoende worden geacht om voor de overnemer een meerderheid in de vergadering van houders van gewone aandelen te vermijden. Na uitgifte van de preferente beschermingsaandelen is het daarom niet meer mogelijk om met meerderheid van stemmen in de algemene vergadering de rechten uit te oefenen die anders aan dit orgaan zouden

---

<sup>14</sup> In de volgende paragrafen tot aan de conclusie is sprake van "zelf plagiaat" in die zin dat zij een verkorte en enigszins aangepaste weergave zijn van hoofdstuk 5 van *'Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme: een politiek correcte en bedrijfsmatig effectieve benadering'*, Zutphen, Uitgeverij Paris 2008; in verkorte vorm uitgesproken als oratie in Maastricht.

toekomen. De afschrikkende werking van deze dreiging zou voldoende moeten zijn om vijandige overnemers buiten de deur te houden.

De preferente beschermingsaandelen geven recht op een beperkt dividend,<sup>15</sup> en geven geen recht op de winst boven die aanspraak en op het liquidatiesaldo, althans op een bedrag hoger dan het op de aandelen gestorte bedrag. Vanwege deze beperkte aanspraken kunnen de aandelen worden uitgegeven tegen – slechts – de nominale waarde zonder financiële verwatering van de overige aandeelhouders te veroorzaken. Voorts kan gebruik gemaakt worden van de mogelijkheid<sup>16</sup> om van het nominale bedrag slechts een kwart vol te storten.<sup>17</sup>

### ***...de ontbrekende schakel in de redenering***

De rechtvaardiging van de emissie van preferente aandelen wordt uitsluitend gevonden in de genoemde financiële overwegingen. De emissie heeft echter niets van doen met die financiële overwegingen en vindt haar grondslag uitsluitend in zeggenschapsoverwegingen. Die leiden ertoe dat met de emissie van een preferent aandeel bereikt kan worden dat de verkrijger per aandeel één stem verkrijgt op grond van artikel 2:118 BW tegen betaling van een fractie van het bedrag dat voor diezelfde stem door een vijandige overnemer opgebracht moet worden.

### ***...niet realistische financiering***

In de praktijk financiert de stichting het verkrijgen van de aandelen door een banklening.<sup>18</sup> De stichting beschikt niet over enige activa die als zekerheid voor de terugbetaling van de lening kunnen dienen, behoudens de aandelen zelf die zeker vanwege de niet-overdraagbaarheid ervan nauwelijks zekerheidswaarde kunnen hebben.

Het gaat dus om het verstrekken van een feitelijk niet gecureerde lening waarbij de bank bereid blijkt tot verstrekking vanwege de relatie die in de regel zal bestaan tussen bank en vennootschap. Die relatie moet impliceren dat de bank terzake van het debiteurenrisico van de stichting op de vennootschap vertrouwt. Dit is een situatie die dicht in de buurt komt van het financieringsverbod van artikel 2:98c BW. De vennootschap geeft aan de financierende bank zekerheid, en wel in de zin van bij

---

<sup>15</sup> dat gekoppeld is aan de rente verschuldigd door de Stichting aan de bank die de transactie door middel van een lening financiert

<sup>16</sup> Zie artikel 2:80 jo. 82.3 BW

<sup>17</sup> De hieraan verbonden risico's zijn al geruime periode een onderwerp van debat. Zie onder meer W.J. Slagter, De financiering van een stichting continuïteit als houdster van beschermingsprefs, *TVVS* 1991, p.182-184, naar aanleiding van de discussie tussen Schwarz en Van Schilfgaarde gevoerd in het FD over de vraag of bestuurders van de stichting in persoon aansprakelijk kunnen zijn voor de storting van het obligo op de prefs wanneer deze niet zijn volgestort bij plaatsing en vervolgens de vennootschap faillieert waarbij de curator het obligo opvraagt bij de stichting. Zie ook de reactie van P.J. Dortmond, *TVVS* 1991, p.261-262.

<sup>18</sup> De bank verklaart zich bereid het te storten aandelenkapitaal aan de stichting te lenen, waarbij geldt dat het door de stichting te ontvangen dividend gelijk is aan de rente die de stichting aan de bank dient te vergoeden.



de bank opgewekt vertrouwen dat de lening zal worden terugbetaald. Het kan zijn dat de zekerheid niet geschiedt op de wijze die artikel 2:98c BW verbiedt, maar de lening van de bank aan de vennootschap kan niet kwalificeren als een transactie die op zakelijke voorwaarden is aangegaan, terwijl deze wel leidt tot nadeel van de gewone aandeelhouders aan wie controle wordt ontnomen, maar die geen premie voor de overdracht van zeggenschap ontvangen.

Men zou kunnen stellen dat door de onwaarschijnlijkheid van tekortschieten door de stichting in de nakoming van de verplichtingen jegens de bank en het feit dat met name de bank 'met open ogen' het financieringsarrangement is aangegaan, de geldigheid van de transactie niet ter discussie kan worden gesteld. Wat er van deze argumenten ook moge zijn, de kern van het betoog over de houdbaarheid van preferente beschermingsaandelen is niet de afzonderlijke geldigheid van de financieringstransactie (in combinatie met de overige hiervoor genoemde aspecten), maar het geheel van kenmerken van de beschermingsmaatregel op de kunstmatigheid waarvan aandeelhouders zich kunnen beroepen bij het maken van aanspraak op het uitgangspunt dat zeggenschap principieel in proportionele overeenstemming dient te zijn met de kapitaalverschaffing.

### *...miskend risicoprofiel*

Het verstrekken van de lening en de mogelijkheid tot het storten van slechts een kwart van het nominaal bedrag wordt wel aangemerkt als een risicoloze transactie, omdat de preferente beschermingsaandelen slechts gedurende een beperkte periode uitstaan en aan het eind van die periode worden ingetrokken. Deze overwegingen zouden rechtvaardigen dat de bank de niet gecureerde lening verstrekt en dat de bestuurders van de stichting die de aandelen neemt aanvaarden dat zij niet aan de eventuele plicht tot volstorting kunnen voldoen. Die opvatting lijkt onjuist omdat nimmer zeker is dat de vennootschap verschoond zal blijven van de continuïteit bedreigende voorvallen gedurende de periode dat de preferente beschermingsaandelen uitstaan. Indien een dergelijke calamiteit zich mocht voordoen en het faillissement van de vennootschap zou veroorzaken, zal de curator de stichting op grond van artikel 2:80.1 j° 84 BW aanspreken tot volstorting van het nog niet gestorte deel en zal de bank de stichting aanspreken tot terugbetaling van de lening. Aan die verplichtingen kan niet worden voldaan, hetgeen leidt tot de dreiging van bestuurdersaansprakelijkheid op grond van het feit dat de bestuurders van de stichting de preferente beschermingsaandelen door de stichting hebben doen nemen en het financieringsarrangement doen aangaan in de wetenschap dat de stichting niet aan de plicht tot volstorting en terugbetaling kon voldoen.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> HR 6 oktober 1989, NJ1990/286, (Beklamel).

Dit samenstel van feiten en juridische omstandigheden kan leiden tot twijfel aangaande de geldigheid van de emissie van preferente aandelen.<sup>20</sup> Gesteld kan worden dat een emissie van aandelen onder de geschetste omstandigheden en voorwaarden geen reële emissie oplevert en gezien moet worden als een schijnhandeling, welke vergelijkbaar is met de nietige schijnhandeling beschreven in het – oude – HVA vs. Westertoren I-arrest.<sup>21</sup> Een ander aspect dat de geldigheid van de beschermingsmaatregel bedreigt en dat gelegen is in de genoemde omstandigheden dat de leningovereenkomst met de bank geschiedt op niet-zakelijke voorwaarden en in strijd met de geest van artikel 2:98c BW, betreft de vraag of de aan de transacties ten grondslag liggende overeenkomsten geoorloofde oorzaken bevatten. Wanneer het tegendeel aannemelijk gemaakt kan worden, en daarvoor lijken mij gronden te bestaan, kunnen deze overeenkomsten met een beroep op artikel 3:40 BW als nietig worden aangemerkt.<sup>22</sup>

## Conclusie

De discussie rond beschermingsconstructies leeft weer op bij vennootschappen die naar de beurs gebracht worden, maar ook gezien het lot dat genoteerde ondernemingen ondergingen mede als gevolg van het ontbreken van effectieve bescherming. De door beursfondsen in het algemeen gewenste bescherming betreft niet alleen verweer tegen vijandige overnames maar ook tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme. Wat overigens als ‘vijandig’ en ‘ongewenst’ moet worden aangemerkt, rechtvaardigt voortgezette studie en discussie, niet alleen op juridisch niveau maar ook op financieel, politiek en economisch niveau. In het kader van dit artikel wordt volstaan met de verwijzing naar de teloorgang van ABN AMRO en de daaraan voorafgaande perikelen rond andere fondsen zoals PCM, VNU en Stork.

## *Bescherming in de toekomst door preferente aandelen*

Waar in het laatste decennium van de vorige eeuw en de eerste jaren van deze eeuw nog sprake was van een tendens ‘tegen’ bescherming, is met name sedert het optreden van activistische aandeelhouders bij onder meer PCM, Stork en ABN AMRO een zekere kentering waarneembaar. Tijdens de overnamestrijd rond KPN werd in de juridische literatuur noch in de media in het algemeen

---

<sup>20</sup> B.T.M. Steins Bisschop, *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 1991, p. 157 e.v.

<sup>21</sup> Hof Amsterdam 30 maart 1973, NJ 1975/7; Zie ook W.J. Slagter *TVVS* 1974, p. 289.

<sup>22</sup> Zie J.H. Nieuwenhuis, *Drie beginselen van contractenrecht* (diss. Leiden 1979), Deventer: Kluwer 1979, p. 73-78, en ook: R.M. Wibier, Covered Bond Programmes, De titel van overdracht, artikel 3:84 lid 3 BW en het causaverenvereiste bij overeenkomsten, *NJB* 2008, p. 146.

veel oppositie vernomen tegen de emissie van de preferente beschermingsaandelen of tegen het optreden van de Stichting. Het is daarbij opmerkelijk dat de voorzitter van het Stichtingsbestuur ook publicitair actief was ter verantwoording van de opgeworpen bescherming; de door de Stichting verworven doorslaggevende rol in het overnameproces leek vrij algemeen aanvaard te worden.

### ***Bescherming in de toekomst door certificering***

Het toegenomen gebruik van preferente beschermingsaandelen gaat gepaard met het uit de gratie raken van certificering als permanente beschermingsmaatregel. Principe IV.2 van de Nederlandse Corporate Governance Code bepaalt apodictisch: 'Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel'. Naar mijn mening is dit principe niet in overeenstemming met de wettelijke regeling van artikel 2:118a, waarin juist wordt bepaald dat certificering onder omstandigheden wél als beschermingsmaatregel kan worden gehanteerd. Onlangs is in het Cryo-Save arrest uitgemaakt dat de regeling van de Code ten aanzien van de responstijd voorrang krijgt boven het wettelijke recht van aandeelhouders om op kortere termijn het agenderingsrecht uit te oefenen.<sup>23</sup> Aan de bepaling van *soft law* uit de Code werd dus voorrang verleend boven de bepaling van *hard law*.<sup>24</sup> De Hoge Raad oordeelde onder meer dat de redelijkheid en billijkheid, bij het gebruik van de aandeelhoudersbevoegdheid, in deze specifieke casus, meebrachten dat de bepaling van de Code in acht genomen moest worden bij het uitoefenen van de wettelijke bevoegdheid. Naar mijn oordeel kan de wettelijke regeling van artikel 2:118a BW niet op vergelijkbare of andere gronden voorrang nemen boven principe IV.2 van de Code. De wetgever staat ondernemingen toe om zich te beschermen in specifiek in de wet omschreven gevallen, namelijk wanneer uitoefening van stemrecht door de certificaathouder die gebruik maakt van de volmacht 'wezenlijk in strijd met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming' zou zijn. De Code zou een dergelijke bescherming niet mogen blokkeren.

Niettemin lijkt mij dat in het algemeen uitgegaan moet worden van de onhoudbaarheid van certificering als beschermingsmaatregel wegens de permanente ontneming van zeggenschapsrechten aan de kapitaalverschaffer en de overige in het verleden ingebrachte bezwaren tegen certificering, in combinatie met de waargenomen tendens om daarvan steeds minder gebruik te maken.

Bewijst de KPN-casus toch de effectiviteit van preferente aandelen?

---

<sup>23</sup> Hof Amsterdam 6 september 2013, nr. 200.131.526/01 OK, (Cryo-Save arrest)

<sup>24</sup> Art. 2:114a BW.

Naar mijn mening is het kennelijke vertrouwen in de effectiviteit van preferente beschermingsaandelen als beschermingsconstructie niet gerechtvaardigd. Het feit dat KPN toch met succes de toenadering van América Móvil heeft weten tegen te houden, mede door het hanteren van deze bescherming, toont de juridische kracht ervan niet overtuigend aan. Er is geen 'eindspel' geweest waarbij América Móvil daadwerkelijk het aangekondigde bod heeft uitgebracht en vervolgens in juridische procedures de uitoefening van het stemrecht door de Stichting heeft bestreden. Zoals hierboven aangegeven, is het denkbaar dat América Móvil heeft overwogen dat de 'vijandige' route bedrijfseconomisch en strategisch geen goede entree zou vormen op de Europese markt, waarin zij voornemens was om door middel van overname van KPN de eerste stappen te zetten. Ook is denkbaar dat América Móvil de juridische houdbaarheid van de opgeworpen bescherming vreesde en op die grond heeft afgezien van het uitbrengen van het aangekondigde openbaar bod. In beide gevallen, en overigens ook meer in het algemeen, lijkt het mij noodzakelijk dat de ingebrachte bezwaren tegen de geldigheid en houdbaarheid van preferente aandelen als beschermingsmaatregel nader worden overwogen.

Het door América Móvil aangekondigde bod is door de AFM is goedgekeurd en voldoet ook overigens aan redelijk te stellen voorwaarden. De Stichting was van mening dat América Móvil, daarenboven, diende toe te treden tot een overeenkomst met de vennootschap alvorens een bod uit te brengen. Deze voorwaarde is niet gebaseerd op enige wettelijke of andere regeling van het biedproces. Het niet tot stand komen van die overeenkomst vormt op zich geen rechtvaardiging voor het inzetten van de beschermingsmaatregel. Er werden geen wezenlijke bedrijfskundige bezwaren ingebracht tegen het voornemen tot samengaan van beide ondernemingen. Argumenten ontleend aan nationale veiligheid en vergelijkbare gronden ontleend aan overheidsverantwoordelijkheid moeten vanwege het privatiseringstraject als verdampt worden beschouwd. Dit brengt met zich mee dat het vertrouwen in de beschermingskracht van preferente aandelen gebaseerd diende te worden op juridische argumenten, welke naar mijn oordeel op zijn minst twijfelachtig zijn. Een ander bezwaar tegen deze beschermingsmaatregel is het volgende. Wanneer geen sprake is van een aankondiging van een openbaar bod, maar wel van ongewenst aandeelhoudersactivisme, waarvan in het afgelopen decennium regelmatig sprake was, kan deze beschermingsmaatregel niet ingezet worden. De uitzondering op de verplichting van artikel 5:70 Wft een openbaar bod uit te brengen wanneer een belang van 30% is bereikt, geldt immers alleen bij aankondiging van een bod maar is niet beschikbaar in het geval van dergelijk aandeelhoudersactivisme. De KPN-casus vormt daarmee geen bevestiging van de kracht van preferente beschermingsaandelen.

## Overwegingen bij beursgang ABN AMRO

In een interessant artikel door Oostwouder en Schenk wordt als opinie van het bestuur van ABN AMRO weergegeven dat preferente beschermingsaandelen voldoende veilig zijn en dit het liefst in combinatie met een permanente minderheidspositie van de Staat als aandeelhouder.<sup>25</sup> Toegegeven kan worden dat een 'permanente minderheidspositie' een voor een overnemer onaantrekkelijke zaak is en dat daarmee het vrije spel van de markt, en dus ook van de overnamemarkt, wordt beperkt. Ook gezien de hiervoor beschreven ervaringen met privatiseringen van staatsbedrijven moet betwijfeld worden of statelijke doeleinden door aandeelhouderschap nagestreefd zouden moeten worden. Gezien de ervaringen in 2007 en de analyses die naar aanleiding daarvan hebben plaatsgevonden ligt het meer voor de hand de taken en verantwoordelijkheden van de Staat in het kader van financiële stabiliteit te reguleren in specifiek daarop toegesneden wettelijke en andere maatregelen. Op juridische gronden lijkt mij de conclusie gerechtvaardigd dat preferente beschermingsaandelen geen effectieve wal opwerpen tegen vijandige overnames en ongewenste aandeelhoudersactivisme. Op economische gronden lijkt het mij onwenselijk dat de Staat de stabiliteit van het financieel stelsel zou willen nastreven door middel van moeilijk te definiëren zeggenschap als minderheidsaandeelhouder in een systeembank.

Ook de door Oostwouder en Schenk gesuggereerde alternatieve bescherming door middel van certificering stuit op bezwaren. Niet voorbij gegaan kan worden aan de feitelijke en juridische ontwikkelingen die de populariteit van certificering als beschermingsmaatregel in ernstige mate hebben doen afnemen. Ook Oostwouder en Schenk wijzen op een mogelijke zwakte van certificering door de retorische vraag te stellen: 'wie wil investeren in certificaten zonder wezenlijke zeggenschap?'.<sup>26</sup>

Met het privatiseren van ABN AMRO is het oogmerk van de Staat om de zeer aanzienlijke investeringen in de nationalisatie van het Nederlandse deel van het Fortis concern en in de nadien verstrekte financiële ondersteuning van de bank te gelde te maken. Op veel gronden, waaronder concurrentie overwegingen, ligt deze doelstelling ook voor de hand en zou de Staat zich niet als een bankier moeten gedragen. Ook de geschiedenis van KPN leert dat privatisering het overdragen van de onderneming aan het marktmechanisme impliceert, hetgeen zal moeten leiden tot de volledige

---

<sup>25</sup> W.Oostwouder en H.Schenk, 'Modaliteiten van een duurzaam en efficiënt model voor de 'governance' van ABNAMRO', *NJB* 2014/198.p.254

<sup>26</sup> Oostwouder en Schenk, t.a.p.

terugtrekking door de Staat als aandeelhouder. Zoals ook hierboven ten aanzien van preferente aandelen gesteld, is het onwenselijk dat de behartiging van staatsbelangen en de uitoefening van de publieke taak van de overheid door middel van aandeelhouderschap plaatsvindt. Zo was het argument ontleend aan veiligheidsoverwegingen van de nationale infrastructuur van KPN niet overtuigend. Wanneer de staat directe of indirecte zeggenschap wil borgen, lijkt mij certificering geen geëigend middel. Een beroep op artikel 2:118a.3 BW, op grond waarvan de zeggenschap van de kapitaalverschaffer kan worden geblokkeerd, zal niet snel gedaan zal kunnen worden. In geval van een dreigende overname die zou leiden tot spanning op de stabiliteit van het financiële systeem over de stabiliteit waarvan de staat heeft te waken, ligt het niet voor de hand een beroep te doen op wettelijke bepalingen die gericht zijn op de verhouding tussen onderneming en belegger. De staat beschikt over andere middelen om die stabiliteit te bewaken, althans die middelen zouden behoren te bestaan of in het leven geroepen moeten worden. De discussie hierover is thans nog gaande mede naar aanleiding van de analyse van de rol van het Ministerie van Financiën en De Nederlandsche Bank in 2007 ten tijde van de overname van ABN AMRO door het consortium.<sup>27</sup>

Naar mijn mening is het op de hiervoor genoemde gronden niet verantwoord te vertrouwen op de beschermingskracht van preferente beschermingsaandelen en certificering. Toch lijkt het mij de plicht van het bestuur van een kapitaalvennootschap te voorzien in bescherming tegen (financiële) partijen die voor een dubbeltje op de eerste rang wensen plaats te nemen, korte termijn opportunistische belangen nastreven of op andere wijze naar het oordeel van het bestuur inbreuk dreigen te maken op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Een oplossing kan liggen in het toepassen van *embedded defences*. Bij dergelijke maatregelen gaat het niet om vennootschapsrechtelijke instrumenten, zoals de Nederlandse beschermingsmaatregelen, maar om andersoortige maatregelen die zijn ‘ingebouwd’ in andere arrangementen, en daardoor niet primair kenbaar zijn als beschermingsmaatregelen. Een veel voorkomende vorm bestaat uit contractuele arrangementen waarvan gesteld kan worden dat deze enerzijds in het belang van de vennootschap worden getroffen, maar anderzijds (ook) het effect kunnen hebben dat zij niet-geïnviteerde overnemers of activistische aandeelhouders afschrikken. Voorbeelden daarvan zijn te vinden in de praktijk in de VS.<sup>28</sup> Met enige vindingrijkheid zouden besturen van Nederlandse vennootschappen vergelijkbare contractuele regelingen kunnen treffen die naast het realiseren van commerciële doelstellingen ook een vijandige overname of ongewenst aandeelhoudersactivisme bemoeilijken of zelfs afschrikken. Het gaat hier niet om aan de Amerikaanse praktijk

---

<sup>27</sup> Kamerstukken II 2011/12,31980, 61, Parlementaire Enquête Financieel Stelsel

<sup>28</sup> Het eerste voorbeeld betreft de zaak *Air Line Pilots Association, International v. UAL Corporation*. Het tweede voorbeeld betreft de zaak *Oracle vs. Peoplesoft*.

vennootschapsrechtelijke of andere ontleende beschermingsconstructies,<sup>29</sup> maar om regelingen die in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming kunnen worden geacht te zijn.<sup>30</sup> Dat belang wordt omschreven, niet in vennootschapsrechtelijke termen maar als dienstig aan de commerciële doelstellingen van de onderneming.

Een voorbeeld is een loyaliteitsclausule in een overeenkomst tot het leveren van diensten met de bepaling dat een boete verschuldigd is indien de controle over de dienstverlener of het karakter van diens onderneming wijzigt. Het aanbieden van een dergelijk beding is aantrekkelijk voor de afnemer van de diensten en plaatst de onderneming in concurrentieel voordeel. Een ander voorbeeld kan gevonden worden in distributieovereenkomsten, waarin wordt bepaald dat de distributeur deelt in de onderzoeks- en ontwikkelingskosten van producten maar bij discontinuering van de ontwikkeling aanspraak kan maken op contante betaling van de winstdeling die bij continuering van de ontwikkeling anders zou zijn uitbetaald. Ook door boetes te stellen op inbreuk op bepaalde garanties aangaande exclusiviteit, vertrouwelijkheid en het niet direct of indirect beschikbaar komen van bepaalde bedrijfsgegevens aan derden kan vergelijkbare effecten opleveren. Tot slot noem ik als voorbeeld *most favored nation* clausules<sup>31</sup> of algemene *change of control* bepalingen<sup>32</sup>, met boeteclausules. Deze voorbeelden hebben gemeen dat zij in het commerciële belang van de onderneming geacht kunnen worden te zijn maar ook afschrikwekkende werking hebben wanneer een overname of ingrijpen door een activistische aandeelhouder met een kortetermijnbelang dreigt. Tegen de achtergrond van de exclusiviteit van het bestuur om het beleid van de vennootschap te bepalen in combinatie met de marginale toetsing van het bestuurshandelen, zal de geldigheid van deze contractuele regelingen niet snel aangetast kunnen worden.

Zelfs zou gesteld kunnen worden dat onder de huidige omstandigheden waarin de kracht van klassieke bescherming betwijfeld moet worden, het aangaan van dergelijke regelingen, althans het overwegen om die regelingen aan te gaan, behoort tot de behoorlijke uitoefening van de bestuurstaak.

---

<sup>29</sup> Vaak aangeduid met de veelzeggende termen als *golden parachutes*, *poison pills*, *shark repellants* of andere vergelijkbare termen, of wat in de Nederlandse context wordt aangeduid als Pandora-constructie.

<sup>30</sup> De navolgende voorbeelden zijn ook beschreven in de in noot 22 genoemde oratie.

<sup>31</sup> Waarbij de onderneming zich bijv. verbindt een bepaalde klant het recht te geven altijd tegen de beste voorwaarden in te kopen. Dit arrangement verstevigt de commerciële relatie met deze klant, maar wanneer deze een concurrent is van de potentiële overnemer, zal dit contractuele arrangement ontmoedigend effect hebben.

<sup>32</sup> Waarbij bijv. een lening opeisbaar wordt bij wijzigingen in het aandeelhouderschap.