

De jacht op Hunter Douglas: wat zegt geplaatst kapitaal nou helemaal?

Inleiding

Ongeveer vijftien jaar nadat de regeling omtrent het tenderbod in Nederland is ingevoerd, is onlangs het eerste tenderbod in Nederland uitgebracht. Het betrof een door Ralph Sonnenberg (hierna: Sonnenberg) via het daartoe opgerichte vehikel Bergson Holdings N.V. (hierna: Bergson) uitgebracht tenderbod op de gewone aandelen van Hunter Douglas N.V. (hierna: Hunter Douglas). Een en ander is niet onopgemerkt voorbij gegaan. Een aantal minderheidsaandeelhouders heeft getracht de doorgang van dit tenderbod te verijdelen – eerst bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB),¹ daarna bij de voorzieningenrechter in Rotterdam.² Tevergeefs. In het navolgende wordt kort ingegaan op enkele kenmerken van het openbaar bod in het algemeen, en het tenderbod in het bijzonder. Daarna worden enkele relevante feiten uit de zaak van het door Bergson uitgebrachte openbare bod genoemd. Voorts wordt ingegaan op het oordeel van het CBB, alsmede het oordeel van de voorzieningenrechter Rotterdam. Afgesloten wordt met enkele opmerkingen en vragen.

Openbaar bod en regelgeving

Nederland kent drie vormen van een openbaar bod, te weten een vast bod, een partieel bod en een tenderbod. Bij een vast bod vermeldt de bieder de vergoeding voor de effecten en wordt geboden op alle effecten van een bepaalde soort. Een partieel bod daarentegen strekt tot verwerving van een gedeelte van de effecten van een bepaalde soort. Een tenderbod strekt eveneens tot verwerving van een gedeelte van de effecten van een bepaalde soort, maar daar worden de rechthebbenden op effecten uitgenodigd om – binnen een bepaalde bandbreedte – effecten aan te bieden tegen een door henzelf te noemen tegenprestatie. De bieder mag na aanvaarding van de effecten bij zowel het partieel bod als het tenderbod niet meer dan 30% van het geplaatste kapitaal houden. Bovendien geldt voor zowel het partieel bod als het tenderbod dat binnen een jaar na het verschijnen van het biedingsbericht de bieder niet opnieuw een openbaar bod mag uitbrengen. Evenmin mag de bieder in die periode effecten verwerven indien hij daardoor boven de 30%-grens komt.

Regelgeving omtrent openbare biedingen is te vinden in met name de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) en het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995). Daarnaast is regelgeving opgenomen in onder andere het Fondsenreglement, de Wet melding zeggenschap in ter beurze

genoteerde vennootschappen 1996, de Wet op de ondernemingsraden (WOR) en de SER Fusiegedragsregels 2000. Een aantal van die regels wordt momenteel samengebracht in de Wet op het financieel toezicht (Wft), die thans in voorbereiding is.

Afgezien van de regelingen die zien op werknemersbelangen (de WOR en de SER Fusiegedragsregels 2000), is de Autoriteit Financiële Markten (AFM) belast met het toezicht op de naleving van de regels. Dat zal onder de Wft niet anders zijn. Indien belanghebbenden zich niet kunnen vinden in het door de AFM uitgevoerde toezicht, kunnen zij beroep aantekenen bij het CBB. Het CBB oordeelt in eerste en enige instantie.

Openbaar tenderbod op aandelen Hunter Douglas

Hunter Douglas is een vennootschap opgericht naar Nederlands-Antilliaans recht, met een beursnotering aan Euro-next Amsterdam N.V. Gelet op dat laatste is de Nederlandse regeling van openbare biedingen van toepassing op een openbaar bod op de aandelen van Hunter Douglas. Een van de vier bestuurders van Hunter Douglas is Sonnenberg.

Voorafgaand aan het uitbrengen van het tenderbod bezat Sonnenberg indirect en direct ongeveer 79% van de stemrechten en verschaft hij ongeveer 78% van het geplaatste kapitaal van Hunter Douglas. De nominale waarde per aandeel van de door Sonnenberg gehouden aandelen was € 0,24. Gelet op voornoemde percentages zou, in het licht van de 30%-grens, een tenderbod door Sonnenberg op aandelen Hunter Douglas niet zijn toegestaan. Hunter Douglas gaf echter cumulatief preferente aandelen uit aan ING met een nominale waarde van € 30 per aandeel. Deze uitgifte zou mede in de financieringsbehoefte van Hunter Douglas voorzien. Als gevolg van de uitgifte van aandelen aan ING daalde het belang van Sonnenberg in het geplaatste kapitaal tot beneden de 30% en was een tenderbod alsnog mogelijk.

De nieuw uit te geven aandelen hadden in vergelijking met de aandelen die reeds uitstonden, een zeer hoge nominale waarde (€ 30 tegenover € 0,24). Aan elk van de nieuw uit te geven aandelen werd, net als aan de reeds uitstaande aandelen, één stemrecht verbonden. Als gevolg van de uitgifte verkreeg ING een belang van 72% van het geplaatste kapitaal, terwijl zij slechts 2% van de stemrechten verwierf. Sonnenbergs kapitaalbelang zakte als gevolg van vorenstaande uitgifte naar 22%, maar zijn zeggenschapsbelang bleef nagenoeg ongewijzigd (meer dan 80%). Deze constructie was mogelijk omdat Nederlands-Antilliaans recht van toepassing is, dat – anders dan in beginsel het Nederlands recht – geen verplichte koppeling kent tussen kapitaalbreng en stemrecht.

Een aantal minderheidsaandeelhouders is van mening dat de hiervoor omschreven constructie (de uitgifte van preferente aandelen waardoor het kapitaalbelang onder de 30%-grens komt) in strijd is met het doel en de strekking van de

1. CBB 30 juni 2005, JOR 2005, 193 m.nt. Nieuwe Weme.

2. V.zr. Rb. Rotterdam 14 juli 2005, JOR 2005, 216.

30%-grens. Zij vinden dat de uitgifte van de cumulatief preferente aandelen als gevolg waarvan het door Sonnenberg gehouden percentage onder de 30% daalt, bij de uitleg en toepassing van artikel 91 Bte in aanmerking moet worden genomen. Zij stellen dat het tenderbod uitsluitend mag worden gebruikt om een strategisch minderheidsbelang te verwerven en niet om een controlerend belang uit te bouwen. Verder heeft het tenderbod volgens hen verschillende nadelige gevolgen voor de aandeelhouders. Bij dat laatste denken zij aan een verminderde liquiditeit van de aandelenhandel, een lagere koers van het aandeel, een te lage overnamepremie en afnemende invloed van minderheidsaandeelhouders. Voornoemde bezwaren hebben de minderheidsaandeelhouders ertoe gebracht de AFM te vragen om Sonnenberg een aanwijzing te geven (art. 28 lid 2 Wte 1995) in verband met het niet naleven van de biedingsregels met betrekking tot zijn bod op Hunter Douglas. De AFM heeft hierop afwijzend gereageerd. Tegen dat besluit is door de minderheidsaandeelhouders beroep ingesteld bij het CBb (art. 44 Wte 1995).

Oordeel CBb

Het CBb verklaart het beroep ongegrond en kiest daarbij een tamelijk legistische uitleg. Het CBb is van oordeel dat de bewoordingen van het Bte 1995 duidelijk zijn. Voorop staat de 30%-grens, die enkel ziet op het percentage van het *geplaatste kapitaal* dat op het moment van de gestanddoening van het bod wordt gehouden. Het CBb merkt nog wel op dat niet kan worden uitgesloten dat feiten of gebeurtenissen voorafgaand aan het gestand doen van het bod van belang zijn voor de uitleg en toepassing van artikel 91 Bte 1995. Gelet op de duidelijke bewoordingen van het artikel zal dit echter enkel in zeer uitzonderlijke situaties zo kunnen zijn. Van dergelijke uitzonderlijke omstandigheden is in casu geen sprake. De door de minderheidsaandeelhouders aangevoerde argumenten zijn volgens het CBb inherent aan het tenderbod en kunnen daarom niet als uitzonderlijke omstandigheden worden aangemerkt. Onjuist is volgens het CBb de stelling van de minderheidsaandeelhouders dat het tenderbod enkel strekt tot verkrijging van een strategisch minderheidsbelang; waarom dat onjuist is, laat het in het midden. Het eindoordeel van het CBb is dan ook dat de AFM terecht niet heeft ingegrepen.

Het CBb gaat nog in op de vraag of de omstandigheid dat aan de uitgifte van de cumulatief preferente aandelen aan ING mede ten grondslag ligt het motief om Sonnenberg in een positie te brengen dat hij minder dan 30% van het geplaatste kapitaal houdt en dus in de positie is om een tenderbod uit te kunnen brengen, als uitzonderlijke omstandigheid kan gelden. Het antwoord daarop is ontkenkend, omdat de uitgifte mede was ingegeven door de financieringsbehoefte van Hunter Douglas. De vraag of een uitgifte van preferente aandelen die enkel en alleen geschiedt om een tenderbod mogelijk te maken, geldt als uitzonderlijke omstandigheid die van belang kan zijn bij de uitleg en toepassing van artikel 91 Bte 1995, is daarom in casu niet aan de orde en wordt door het CBb niet beantwoord.

Het CBb overweegt ten slotte nog dat het zijn rechtsvormende taak te buiten gaat om op zichzelf duidelijke voorschriften inzake het tenderbod modificerend uit te leggen om tegemoet te komen aan de op het belang van de toezichtswetgeving gebaseerde bezwaren tegen een strikte toepassing van die voorschriften.³

Voorzieningenrechter

De minderheidsaandeelhouders hebben zich niet bij de uitspraak van het CBb neergelegd en hebben een kort geding aangespannen tegen Hunter Douglas bij de voorzieningenrechter in Rotterdam. De voorzieningenrechter stelt vast dat de vragen die in het kort geding worden voorgelegd, dezelfde vragen zijn als de vragen die in de procedure bij het CBb aan de orde zijn gesteld. De voorzieningenrechter acht zich niettemin bevoegd nu de grondslag van de vordering wordt gevonden in een onrechtmatige daad. De voorzieningenrechter merkt op dat aan Sonnenberg/Bergson/Hunter Douglas een wettelijk instrumentarium is gegeven om een tenderbod uit te brengen. Nu niet is gebleken dat het besluit om een tenderbod uit te brengen in strijd is met wettelijke regelgeving, valt reeds daarom niet in te zien dat de voorbereidingshandelingen van een bestuurder van Hunter Douglas om het voorgenomen tenderbod gestalte te geven, onrechtmatig zijn, aldus de voorzieningenrechter. Het door de minderheidsaandeelhouders aangevoerde punt van het in de voorbereidingsfase hanteren van 'kunstgrepen' wordt door de voorzieningenrechter van tafel geveegd: onduidelijk is waarop de minderheidsaandeelhouders precies doelen, nog los van het feit dat zowel de AFM als het CBb heeft geoordeeld dat de constructie niet in strijd is met geldende regelgeving.⁴

Vragen

Naar aanleiding van de uitspraken van het CBb en de voorzieningenrechter rijst een aantal vragen. Hiervoor constateerden wij al dat het CBb in het midden laat welke omstandigheden voorafgaand aan het gestand doen van het bod zo uitzonderlijk zijn dat zij van belang kunnen zijn voor de uitleg en toepassing van de 30%-grens in artikel 91 Bte. Of het uitgeven van preferente aandelen enkel om een tenderbod mogelijk te maken als zodanig kwalificeert, wordt niet duidelijk.

Het CBb en de voorzieningenrechter gaan naar onze mening op basis van de letterlijke tekst van het besluit wel heel gemakkelijk voorbij aan het zeggenschapsaspect bij het invulling geven aan het 30%-belang. Wij menen dat er wel degelijk aanknopingspunten zijn om aan te nemen dat 30% ziet op zeggenschap ('control') in plaats van enkel geplaatst kapitaal.

3. Zie noot 1, r.o. 8.2.8.

4. Zie noot 2, r.o. 3.4.

Een eerste aanwijzing menen wij te vinden in de toelichting die is gegeven op de SER Fusiegedragsregels 1975. De regels omtrent openbare biedingen, die eerst waren opgenomen in de SER Fusiegedragsregels 1975, zijn destijds overgeheveld naar en zo veel mogelijk één op één overgenomen in het Bte 1995. Indien bij de interpretatie van de regels uit het Bte 1995 was gekeken naar die toelichting op de SER Fusiegedragsregels van destijds had de uitspraak in de onderhavige zaak wellicht anders geluid. Immers, uit die toelichting lijkt te volgen dat de 30%-grens daar wel degelijk ziet op zeggenschap. In de toelichting op de SER Fusiegedragsregels 1975 wordt de situatie geschetst waarin door de partieel bidder – volgens de SER Fusiecommissie bestaat een analogie tussen de tenderbidder en de partieel bidder – een converteerbare geldlening wordt opgenomen. Indien door conversie van die lening het door de bidder gehouden belang de grens van 30% overschrijdt, is er, zo stelt de SER Fusiecommissie, sprake van strijd met de strekking van partiële biedingen. De partiële bieding beoogt, als dus nog steeds de SER Fusiecommissie, immers niet meer dan de bidder in staat te stellen een belang in de doelwitvennootschap te verwerven, welk belang evenwel uitdrukkelijk geen zeggenschap mag vertegenwoordigen in de zin van de fusiecode.⁵ Wij realiseren ons dat in casu geen sprake was van het verwerven van zeggenschap door Bergson – zeggenschap was immers al aanwezig – maar niettemin lijkt uit deze passage af te leiden dat doorslaggevend is het aspect van zeggenschap en niet louter het kapitaalbelang. Wij vragen ons voorts af hoe het vorenstaande zich verhoudt tot de opmerking uit de nota van toelichting bij het Bte 1995, die inhoudt dat de Stichting Toezicht Effectenverkeer (tegenwoordig: AFM) bij de uitleg en toepassing van het Bte 1995 zo veel mogelijk het commentaar bij de SER Fusiegedragsregels 1975 als leidraad zal hanteren.⁶

Overigens denken wij dat er ook andere aanknopingspunten te vinden zijn voor het standpunt dat het 30%-belang bij het tenderbod ziet op zeggenschap. Zoals ook door de minderheidsaandeelhouders is gesuggereerd, kan ook worden gekeken naar de invulling van de 30%-grens bij de regeling van het verplichte openbare bod (concept-wet tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG).⁷ In die regeling wordt in ieder geval aangesloten bij het criterium van 'control'. Nieuwe Weme gaat hierop in zijn artikel in Ondernemingsrecht⁸ en zijn noot bij de uitspraak van het CBb⁹ uitgebreid in. De vraag is ook of het wenselijk is dat de invulling die het CBb en de voorzieningenrechter aan de 30%-grens in het kader van het tenderbod geven – namelijk dat 30% ziet op geplaatst kapitaal en niet op stemrechten – afwijkt van de

invulling die aan de 30% wordt gegeven in het kader van de regeling van het verplicht openbaar bod.

Een andere vraag die opkomt, is of de door het CBb en de voorzieningenrechter gedane uitspraken niet leiden tot ongelijkheid tussen vennootschappen opgericht naar Nederlands recht (waarin maar een beperkte stemrechtbeperking mogelijk is), en vennootschappen opgericht naar een buitenlands recht met veel flexibeler regels ten aanzien van aandelen verbonden stemrechten. Bieders op aandelen in laatstgenoemde vennootschappen kunnen de in de hiervoor beschreven uitspraak gehanteerde systematiek hanteren, waar bieders op vennootschappen opgericht naar Nederlands recht dat niet kunnen. Daaruit volgt dat beleggers in dergelijke buitenlandse, maar aan Euronext Amsterdam N.V. genoteerde vennootschappen een andere mate van bescherming genieten dan beleggers in Nederlandse vennootschappen.

Of dit problematisch is, is overigens maar zeer de vraag. Als het niet gaat om bescherming tegen overheersende zeggenschap, zien wij niet in welk belang deze grens dan wel beoogt te beschermen. Het nut van bescherming tegen een groot nominaal kapitaalbelang waaraan geen zeggenschap is verbonden, lijkt ons niet groot. Bovendien zal het belang waarvan wij menen dat dit bescherming verdient (bescherming van minderheidsaandeelhouder tegen het relatief goedkoop verwerven van overwegende zeggenschap), na invoering van het verplicht openbaar bod op spiegelbeeldige wijze worden beschermd: indien met een bod meer dan 30% van het kapitaalbelang of de zeggenschap wordt verkregen, dient een bod te volgen op het gehele uitstaande kapitaal. Ervaring in het buitenland wijst uit dat bieders daardoor onder de 30%-grens blijven of meteen een bod op alle aandelen doen. Een bod in een tendersituatie zal daardoor in de toekomst, zo lijkt ons, zowel wat betreft zeggenschap als wat betreft kapitaal onder het 30%-belang blijven.

Slot

Wellicht is de overweging van het CBb dat een modificerende uitleg van de biedingsregels met betrekking tot het tenderbod zijn rechtsvormende taak te buiten gaat, een verkapt uitnodiging aan de wetgever om de desbetreffende regels eens onder handen te nemen. Wat ons betreft, zou in die aangepaste regels bij bepaling van de 30%-grens het woord 'zeggenschap' een prominente plaats moeten krijgen.

*Mr. P. van der Zanden
Mr. I. Timmerman
Stibbe*

5. Fusiegedragsregels 1975 Commentaar, twaalfde druk, mei 2000, redactie mr. J.B.A. Hoyinck, p. 77.

6. Nota van toelichting Bte 1995, Stb. 2001, 316, p. 17 en 18.

7. Zie www.minfin.nl.

8. M.P. Nieuwe Weme, Het tenderbod op de aandelen van Hunter Douglas, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 446-449.

9. JOR 2005, 193.