

Marktmeester in de polder?

Inleiding

De afgelopen maanden heeft het Nederlandse financiële nieuws in hoge mate in het teken gestaan van het proces rond de overname van de ABN Amro Bank. Begrippen als 'het Consortium' kunnen breed bekend worden verondersteld en de impact van een (buitenlandse) overname van een Nederlandse onderneming lijkt nog nooit zo groot. Consumentenorganisaties, vakbonden, beleggers en andere belanghebbenden hebben hun ongerustheid uitgesproken over de overname en de daarbij ontstane onzekere situatie. Op het moment van het schrijven van deze bijdrage is er nog steeds geen duidelijkheid over wie er als overnemende partij met de winst vandoor gaat en wat de mogelijke gevolgen voor *stakeholders* van de Bank zouden kunnen zijn.

Het aantal betrokken partijen, al dan niet met bepalende invloed, dat bij het overnameproces van ABN Amro een rol speelt, is bijzonder groot. Naast de rol van de mogelijke overnemende partijen hebben De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), op basis van respectievelijk artikel 1:24 en 1:25 Wet op het financieel toezicht (Wft), als toezichthouders eveneens een aanzienlijke invloed. De rol van de AFM zal nog verder toenemen door de implementatiewet van de overnamerichtlijn.¹ Verder dient de minister van Financiën, op basis van artikel 3:97 Wft, in deze situatie een verklaring van geen bezwaar voor de overname af te geven. Los van de rol van de toezichthouders hebben bepaalde aandeelhouders van ABN Amro zich in de strijd gemengd door bij monde van de Vereniging van Effectenbezitters een enquêteprocedure te starten met als hoofddoel het proces rond de fusie met Barclays Bank stil te leggen om verder te kijken naar alternatieven die voor de aandeelhouders van ABN Amro mogelijk tot een hogere opbrengst van hun aandelen kunnen leiden. De Ondernemingskamer heeft in haar beschikking van 3 mei 2007 gehoor gegeven aan deze oproep² en hierdoor het aantal partijen met direct bepalende invloed nog verder opgeschroefd. De meningen over deze beschikking zijn verdeeld, maar dat deze de transparantie en de timing van het overnameproces niet ten goede komt, lijkt geen punt van discussie.

Om het proces in geval van concurrerende openbare biedingen in de toekomst meer transparant en eerlijk te laten verlopen is de afgelopen periode vanuit verschillende hoeken de roep om de instelling van een zogenoemde marktmeester gehoord. Deze marktmeester zou naar Brits voorbeeld moeten toezien op de spelregels en tijdslijnen in het geval van concurrerende biedingen, zoals dit onder meer is

gebeurd ten tijde van de overnamestrijd om Corus Group Plc (hierna: Corus). Hierna wordt mede aan de hand van de strijd om Corus nader ingegaan op de uitwerking van de rol van de Britse marktmeester en een mogelijke toepassing daarvan in Nederland.

Het Takeover Panel

Het *Panel on Takeovers and Mergers*, door de Engelsen vaak aangeduid als Takeover Panel (hierna: het Panel) is een onafhankelijk lichaam dat is opgericht in 1968. De hoofdtak van het Panel bestaat in het bijzonder uit het uitvoeren en beheren van een code ten aanzien van de regels over fusies en overnames van Britse naamloze vennootschappen, de zogenoemde *City Code on Takeovers and Mergers* (de Code). Daarnaast dient het Panel aan de hand van de in de Code gegeven regels overnames en andere zaken die zijn geregeld in de Code, te reguleren, alsmede hierop toezicht te houden. Het Panel is door het Verenigd Koninkrijk aangewezen als toezichthoudende autoriteit als bedoeld in artikel 4 van de overnamerichtlijn en zijn bevoegdheden zijn vastgelegd in hoofdstuk 28 van de *Companies Act 2006*. Het Panel bestaat uit leden die afkomstig zijn van grote financiële en economische instellingen, waardoor de kennis ten aanzien van overnames en aandelenmarkten, naar eigen zeggen, ongeëvenaard is. Leden van het Panel worden door het Panel zelf benoemd, waarbij geldt dat 22 onafhankelijke leden op aanbeveling van hun adviesorgaan worden benoemd en de overige leden op voordracht van verschillende belanghebbende organisaties, zoals het Britse verbond van verzekeraars en het verbond van Britse banken. De dagelijkse leiding van het Panel berust bij de zogenoemde *Executive*. Daarnaast zijn er twee commissies die zich bezighouden met de bovengenoemde hoofdtaken van het Panel.

Het Panel heeft de bevoegdheid bij de uitoefening van zijn taken op zijn verzoek van eenieder informatie en stukken op te vragen. Daarnaast heeft het Panel op basis van de hiervoor genoemde *Companies Act 2006* de mogelijkheid om een aantal sancties op te leggen wanneer partijen de Code niet naar behoren naleven. Een opmerkelijke sanctie is de mogelijkheid om bij schending van bepaalde artikelen van de Code te bepalen dat de schender aan de (voormalige) aandeelhouders van de doelvennootschap een zodanige financiële compensatie moet voldoen als door het Panel redelijk wordt geacht.³

Het Panel en de Corus-overname

In de strijd om Corus heeft het Panel een voorname rol gespeeld in de regulering van de overnamestrijd die eind 2006 ontstond. Tata Steel UK (Tata) had op 20 oktober 2006 de intentie uitgesproken om een openbaar bod uit te brengen op Corus voor 455 pence per aandeel. Op 10 december heeft zij dit bod verhoogd tot 500 pence per

1. Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004, betreffende het openbaar overnamebod.

2. Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, LJN BA4395.

3. Voor meer informatie over het Panel zie: www.thetakeoverpanel.org.uk.

aandeel. Eén dag later kwam CSN Acquisitions Limited (CSN) met de mededeling dat het een bod van 515 pence per aandeel wilde uitbrengen. Op 19 december heeft het Panel vervolgens besloten dat beide partijen tot 30 januari 2007 de tijd kregen om herziene biedingen uit te brengen. Voor het verstrijken van de tijdslimiet bleek echter al dat de biedingen van beide partijen niet definitief zouden zijn en dat verhoging ervan nog tot de mogelijkheden behoorde. Daarom heeft het Panel op 26 januari in overleg met partijen besloten om een veiling in te stellen om aan de voortdurende onzekere situatie een einde te maken. Het Panel heeft zich daarbij gebaseerd op Rule 32.5 van de Code, die in een dergelijke alternatieve oplossing voorziet. Het Panel heeft slechts driemaal eerder een dergelijke veilingprocedure ingesteld. In tegenstelling tot die eerdere veilingen werd er bij Corus voor gekozen om de veiling te laten plaatsvinden tussen half vijf in de middag en half drie 's nachts, zodat marktspeculatie op de beurzen van de aandelen van de doelvennootschap en de twee bidders (Londen, New York en Mumbai) kon worden vermeden. Na de veiling bleek dat Tata het hoogste bod van uiteindelijk 608 pence per aandeel Corus had uitgebracht. CSN erkende de uitkomst van de veiling en Tata heeft uiteindelijk op 2 april 2007 de overname weten te realiseren.

Een Nederlandse Marktmeester?

De strijd die om Corus was ontstaan, is op een praktische en ordentelijke manier opgelost. Het is dan ook niet verrassend dat de hiervoor weergegeven casus in Nederland, mede in het licht van de ABN Amro-kwestie, tot de nodige belangstelling heeft geleid. Het pleidooi van onder meer prof. dr. J. Frijns, als voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, om in Nederland over te gaan tot de instelling van een vergelijkbaar instituut als het Panel, is dan ook begrijpelijk. Volgens Frijns zou de Autoriteit Financiële Markten (AFM) deze rol op zich moeten nemen. Ook minister Bos van Financiën heeft onlangs aangegeven op termijn wel wat te voelen voor een instelling met dergelijke bevoegdheden. De vraag is echter of de instelling van een marktmeester de problematiek die bij ABN Amro speelt, in de toekomst in vergelijkbare gevallen kan voorkomen. Daarnaast zal het instellen van een marktmeester ook een aantal complicaties met zich brengen.

Stakeholders

De rol van het Panel tijdens de Corus-overname bestond slechts uit het toezien op een eerlijk verloop van het biedingsproces en het bepalen van de daarvoor toepasselijke regels, zodat de aandeelhouders uiteindelijk een zo hoog mogelijke prijs voor hun aandelen zouden ontvangen. Belangen van *stakeholders* zijn niet in de afweging meegewogen. Uit de hiervoor geschetste samenstelling en werkwijze van het Panel blijkt dat het voornamelijk bestaat uit financiële experts die veel vrijheid hebben om de door henzelf opgestelde regels op een praktische manier toe te passen, om er zo voor te zorgen dat de hoogste bidder als winnaar uit de strijd komt. Daarnaast is de prijs per aandeel een vrij

objectief meetbaar criterium en zal de bepaling van het hoogste bod dus niet snel tot problemen leiden. Dit kan natuurlijk anders zijn, indien het bod niet geheel in contanten plaatsvindt. In Nederland geldt echter al sinds jaar en dag de breed gedragen gedachte dat ook andere belangen dan die van aandeelhouders een grote rol spelen bij de afweging om te bepalen welke partij het beste bod op tafel heeft gelegd. Zo wordt in het geval ABN Amro ook veel waarde gehecht aan de belangen van de werknemers en de klanten van de bank. Het zal volgens Nederlandse maatstaven dan ook niet zo eenvoudig zijn om vast te stellen welke partij in het geval van een overnamestrijd het beste bod op tafel legt. Dit zal naar mijn idee dan ook tot complicaties leiden bij een eventuele implementatie van de rol van een marktmeester in de Nederlandse situatie, aangezien de beslissingen van de marktmeester niet discutabel zouden moeten zijn. Afwegingen waarbij de belangen van *stakeholders* worden meegewogen, zouden de onafhankelijkheid en de objectiviteit van de marktmeester in gevaar brengen. Wanneer dus bijvoorbeeld de AFM een dergelijke rol op zich zou nemen, dan zal haar rol vergelijkbaar moeten zijn aan die van het Panel.

Marktmeester versus rechter

Een andere complicatie is de huidige rol van de Ondernemingskamer. Door de ruime bevoegdheid tot het instellen van een enquêteprocedure en de mogelijkheid tot het treffen van voorlopige voorzieningen op basis van artikel 2:349a lid 2 BW heeft de Ondernemingskamer de mogelijkheid om op vergaande wijze in te grijpen in een overnamestrijd, zoals recentelijk bij ABN Amro. Frijns meent dat de rechter zich zou moeten beperken tot de belangenafweging van de verschillende *stakeholders*, wanneer deze bij een overname in aanvaring komen. De marktmeester zou dan slechts het biedingsproces moeten leiden. Hij geeft aan dat een combinatie van deze rollen bij één instantie voornamelijk voor buitenlandse partijen onduidelijk is.⁴ Naar mijn mening zal echter het naast elkaar bestaan van de Ondernemingskamer en een marktmeester die beide vergaande bevoegdheden hebben om, al dan niet verzocht, in te grijpen in een overnamestrijd, het zo gewenste ordentelijke verloop van het proces ook niet ten goede komen. De rol van de Ondernemingskamer zal dan moeten worden ingeperkt om te voorkomen dat de marktmeester de leiding van het proces verliest of dat beide instanties tegenstrijdige beslissingen nemen. Daartoe zou bijvoorbeeld de bevoegdheid tot het instellen van een enquête bij een beursgenoteerde onderneming moeten worden afgeschaft wanneer deze onderneming onderwerp is van een openbare bieding. De precieze uitwerking hiervan zal echter tot een hoop discussie leiden en dient nader te worden onderzocht.

Conclusie

De instelling van een marktmeester naar Brits voorbeeld, die moet toezien op een eerlijk verloop van het biedings-

4. Zie Het Financieele Dagblad van 5 mei 2007.

Vennootschap & Onderneming

proces bij grote overnames in Nederland, zal voor zowel de biedende partijen als de doelvennootschap en haar aandeelhouders tot transparantie en duidelijkheid ten aanzien van het proces leiden. De regels zijn van tevoren bekend, maar kunnen, eventueel na onderling overleg, nog door de marktmeester worden aangepast, zoals dit ook gebeurde ten tijde van de Corus-overname. Ik vraag mij echter af of andere belanghebbenden ook gebaat zullen zijn bij de instelling van een marktmeester. Die belangen zullen veelal te complex zijn om te worden gewogen door een dergelijke instantie met de rol van scheidsrechter.

*Mr. W.N. Brugma
Stibbe*