

Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen

Ondernemingsrecht 2020/XXV

In de ongekende coronacrisis komt er heel veel op bestuur en RvC af. In eerste instantie gaat het erom dat de onderneming overleeft en de werknemers en andere relevante stakeholders veilig en gezond zijn. Bestuur en RvC hebben beleidsvrijheid bij het nemen van maatregelen die het voortbestaan van de onderneming dienen. Benadeling van stakeholders kan daarbij onvermijdelijk zijn. Niet valt uit te sluiten dat instemming met een overname en opgeven van de zelfstandigheid de beste manier is de onderneming op termijn succesvol voort te zetten. Nadat het voortbestaan (voorlopig) is veiliggesteld, zal de vraag moeten worden beantwoord wat de gevolgen van de crisis zijn voor de bestaande strategie en vooruitzichten van de onderneming en waar aanpassing nodig is. In de tussentijd maakt de daling van de aandelenkoersen beursvennootschappen mogelijk tot goedkope en aantrekkelijke prooi van aandeelhoudersactivisten en andere investeerders/overnemers. Met dergelijke benaderingen moeten bestuur en RvC ook rekening houden, ook nu al. Gelukkig biedt het Nederlandse systeem bescherming. Bestuur en RvC kunnen weigeren medewerking te verlenen aan een vijandig bod (*just say no*). Zolang in crisistijd nog geen duidelijkheid bestaat over de gevolgen en de beste strategie na de crisis, moet bestuur en RvC tijd worden gegund. Een *just say not now* benadering is toelaatbaar. Daarnaast kunnen beschermingsmaatregelen nodig zijn om onomkeerbare gevolgen en inperking van de vrijheid van bestuur en RvC de strategie te bepalen te voorkomen, zoals mogelijk door onvriendelijke *stakebuilding*. Waakzaamheid van beschermingsstichtingen is dus ook geboden. Er zitten haken en ogen aan de voorgestelde wettelijke bedenktijd, maar in tijden van crisis zou die nog een nuttige extra signaalfunctie kunnen bieden bij een vijandig bod of opportunistische aandeelhoudersactivisten.

1. Inleiding

In de ongekende coronacrisis komt er heel veel op bestuur en RvC af. In eerste instantie gaat het om de ge-

zondheid en veiligheid van werknemers en andere relevante stakeholders en stabiliseren en overleven van de onderneming. Daarna zal de vraag moeten worden beantwoord wat de gevolgen van de crisis zijn voor de bestaande strategie en vooruitzichten van de onderneming en waar aanpassing nodig is. In de tussentijd maakt de daling van de aandelenkoersen beursvennootschappen mogelijk tot een goedkope en daarmee aantrekkelijke prooi voor activisten en mogelijk ook andere investeerders/overnemers. Met dergelijke benaderingen moeten bestuur en RvC ook rekening houden, ook nu al. Gelukkig biedt het Nederlandse systeem bescherming. Deze is vooral gebaseerd op de bevoegdheid van bestuur en RvC het beleid en de strategie te bepalen,² en de mogelijkheden die strategie te beschermen. Er zitten haken en ogen aan de voorgestelde wettelijke bedenktijd, maar in tijden van crisis zou die toch nog een nuttige extra signaalfunctie kunnen bieden bij een vijandig bod of opportunistische aandeelhoudersactivisten.

2. Het vennootschapsbelang: overleven in tijden van crisis

In het vennootschapsrecht is erkenning van de realiteit belangrijk. Dit geldt zeker bij de invulling van het vennootschapsbelang en de beoordeling van de beleidsvrijheid op dit vlak van bestuurders en commissarissen. Het is evident dat door de huidige crisis de nood aan de man is. Het is te verwachten dat inhoudelijke keuzes die in een crisis gemaakt worden, minder kritisch getoetst zullen worden, ook door rechters achteraf. Vanuit de gedachte "nood breekt wet" zal er meer begrip moeten zijn voor de uitkomst van onmogelijke keuzes. Daarnaast moet worden onderkend dat de keuzes nu moeten worden gemaakt terwijl grote onzekerheid en onduidelijkheid over de gevolgen van de huidige crisis bestaan. Het past dan niet daarover, zodra meer duidelijkheid is ontstaan, met *hindsight basis*, verwijten te maken. In een crisis zal grote(re) manoeuvreerruimte moeten bestaan. Deze extra ruimte zal – ook in rechte – gehonoreerd moeten worden, mits het binnen de vennootschap daadwerkelijk alle hens aan dek was, met bestuur en RvC in crisismodus, en dat sprake was van zorgvuldig(e) handelen en beleidsvorming.

¹ Christiaan de Brauw is advocaat te Amsterdam en auteur van "Overnames van beursvennootschappen" (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017 (hierna: De Brauw (2017)). De definitieve versie van dit artikel zal verschijnen in het themanummer 'Ondernemingsrecht in tijden van corona'.

² HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maeijer (ABNAMRO), r.o. 4.3; HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010, 544, m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI), r.o. 4.4.1; Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 (AkzoNobel), r.o. 3.9; HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018, 331 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6 en Kamerstukken II 2019/20, 35367, 3 (hierna: MvT Wetsvoorstel bedenktijd), p. 3.

Er is dus grote beleidsvrijheid om de crisis te doorstaan, zoals ook Winter en Van de Loo bevestigen in dit themanummer.³ Er is echter mijns inziens een duidelijker richtsnoer voor bestuur en RvC dan zij stellen, ook bij de afweging over mogelijk nadeel bij stakeholders. De Cancun-beschikkingen van de Hoge Raad uit 2014 geven namelijk houvast, ook in crisistijd.⁴ De invulling van het vennootschapsbelang hangt af van de omstandigheden van het geval, waarbij bijvoorbeeld de aard en omvang van de onderneming en haar financiële situatie van belang zijn.⁵ Bij een vennootschap die een onderneming in stand houdt, zoals normaliter bij beursvennootschappen, gaat het "vooral om het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming". De Corporate Governance Code spreekt overigens van langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en haar onderneming en het afwegen van de belangen van de stakeholders.⁶ De lijn uit Cancun is duidelijker en geeft meer richting voor bestuur en RvC door de focus op het succesvol voortbestaan van de onderneming. Bovendien wordt in de Cancun-doctrine verduidelijkt hoe om te gaan met de af te wegen stakeholderbelangen als het erop aankomt, zie hierna.⁷

In crisistijd zal de eerste vraag zijn: is er nog realistisch uitzicht op succes van de onderneming, of is het omslagpunt bereikt richting – kort samengevat – insolventie? Indien er geen uitzicht is op succes, zal het vennootschapsbelang zich richten op een zo goed mogelijke afwikkeling (of eventueel op een doorstart), en zal het belang van crediteuren op de voorgrond komen.⁸ De beleidsvrijheid van bestuur en RvC worden dan verder beperkt door specifieke leerstukken rond het voorkomen van benadeling van crediteuren zoals de *Pauliana* en de *Beklamel*-norm over het aangaan van nieuwe verplichtin-

gen wanneer bekend moet zijn dat die niet kunnen worden nagekomen (*wrongful trading*).⁹

Indien en zolang er nog realistisch uitzicht is op succes van de onderneming tijdens en na de crisis, blijft de kerntaak van bestuur en RvC de beste stappen te nemen die gericht zijn op bestendig succes en langetermijnwaardecreatie van de onderneming. Het gaat allereerst om de gezondheid en veiligheid van werknemers en andere stakeholders en het stabiliseren en overleven van de onderneming. Daarbij kan de uitvoering van de bestaande langetermijnstrategie tijdelijk op de achtergrond raken. Mogelijk moet de strategie worden aangepast, zie par. 3 hierna.

Hoe de onderneming kan overleven, is uiteraard maatwerk, vereist improvisatie en het nemen van (aanzienlijk) risico's omdat besluiten moeten worden genomen in een situatie waar veel onduidelijk is. Ook kan vereist zijn dat kansen die zich voordoen worden benut, zoals de overname van een in nood verkerende concurrent. De keuzes moeten redelijkerwijs het voortbestaan van de onderneming dienen. Het is essentieel voor bestuur en RvC die richting te kiezen die de onderneming helpt te overleven en – waar dit tegelijk mogelijk is – vervolgens succesvol te zijn. Dat is de primaire taak volgens Cancun, de eerste focus van bestuur en RvC, toegepast in crisistijd. De primaire focus op het overeind houden van een zo succesvol mogelijke onderneming dient ook – in ieder geval indirect – de stakeholders, aangezien degenen die betrokken blijven bij de onderneming gebaat zijn bij die overlevende en op termijn weer succesvolle onderneming. Daarnaast is er de tweede belangrijke stap binnen het stakeholdersmodel: de belangen van de stakeholders moeten ook nog afzonderlijk zorgvuldig worden afgewogen. Volgens de Hoge Raad *kan* deze afweging een correctie vereisen van de (voorgestelde) strategische route, indien die – zonder aanpassing – zou resulteren in *onnodige* of *onevenredige* benadeling van één of meer categorieën stakeholders. Het gaat om een afweging van wat vereist is voor het succes van de onderneming en de daarmee gemoeide benadeling van één of meer stakeholders-categorieën. De sturende vraag is dus wat het beste plan is voor de onderneming, en daarnaast moet beoordeeld worden of dat plan moet worden gecorrigeerd door maatregelen die de gevolgen voor stakeholders mitigeren. Benadeling is toelaatbaar indien die nodig en proportioneel is. Bij benadeling zal vaak sprake zijn van achterstelling op korte termijn, om op langere termijn de beste richting voor de onderneming te realiseren.¹⁰ Dit kan betekenen dat werknemers op korte termijn moeten worden ontslagen om de vereiste herstructurering mogelijk

3 Zie J.W. Winter & E.L.H.M. van de Loo, 'De rol van de raad van commissarissen ten tijde van nood', *Ondernemingsrecht* 2020/V, par. 3-4 (hierna: "Winter & Van de Loo (2020)"). Zie bijvoorbeeld ook C.J.C. de Brauw, 'Besluitvorming over strategie en openbare biedingen anno 2018', *Ondernemingsrecht* 2018/11 (hierna: De Brauw (2018)), par. 2.1.

4 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*), par. 4.2.1.

5 Zie B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht: over facilitering en regulering van ondernemerschap* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010 (hierna: Assink 2010), nr. 55 en B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, p. 945 e.v. Zie ook *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/126, waarin bevestigd wordt dat de "perspectivistische" benadering van Assink bodem lijkt te hebben gevonden in de rechtspraak, in het bijzonder in de Cancun uitspraak.

6 Corporate Governance Code principe 1.1.

7 Beide richtsnoeren worden ook door de Ondernemingskamer gebruikt in de AkzoNobel-beschikking: bestendig succes van de onderneming (r.o. 3.12) en langetermijnwaardecreatie (r.o. 3.34). De term bestendig succes geeft meer richting, zie De Brauw (2018), par. 2.3.2 en C.J.C. de Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel', *Ondernemingsrecht* 2019/94 (hierna: De Brauw (2019)), par. 2.2.

8 Bij insolventie is het perspectief van het vennootschapsbelang beperkter, gericht op behoorlijke afwikkeling van schulden en daarmee korte termijn gericht, zie Assink (2010, par. 55).

9 HR 6 oktober 1989, ECLI:NL:PHR:1989:AB9521, NJ 1990/286, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Beklamel*), r.o. 3.1-3.2.

10 Vgl. B.F. Assink, 'Belang van de vennootschap, overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, par. 9.

te maken. Het kan ook andersom. Zo kan het voor het voortbestaan van de onderneming nodig zijn om de lange termijn achter te stellen, bijvoorbeeld door het lange termijn investeringsbudget of andere reserves op korte termijn aan te wenden om de liquiditeit crisis het hoofd te beiden.¹¹

Bij moeilijke keuzes, die zich bij uitstek in crisistijd voordoen, wordt duidelijk dat de Cancun-norm, als inkleuring van het vennootschapsbelang vooral gericht op het bestendige succes van de onderneming, meer houvast geeft dan de voorafgaand aan Cancun als heersende leer beschouwde resultantebenadering. In de resultantebenadering staat niet het ondernemingsbelang voorop. De belangen van alle stakeholders worden gewogen om een overheersend stakeholderbelang vast te stellen of een vaak in de praktijk ongrijpbaar resultaat uit de mix van verschillende belangen.¹²

In normale tijden kunnen bestuur en RvC een alternatieve strategische route initiëren of een voorstel daartoe steunen, indien die route superieur is aan de bestaande strategie, zie par. 3. Ook in dat geval kan het nodig zijn benadeling op de koop toe te nemen, bijvoorbeeld verlies van werkgelegenheid na een overname of reorganisatie. In tijden van een crisis die levensbedreigend is voor de onderneming, zal benadeling van stakeholders eerder nodig en proportioneel kunnen zijn dan in een normale situatie. Indien de voor lijfsbehoud nodige stappen niet worden genomen, is er immers geen onderneming meer en volgt normaliter benadeling van alle stakeholders, met uitzondering wellicht van crediteuren waarvan de belangen dan prominent worden. Het is zelfs niet ondenkbaar dat een bepaalde stakeholderscategorie onevenredig wordt geschaad, indien dat voor het voortbestaan van de onderneming vereist is en er geen andere mogelijkheden zijn.¹³

Wat betekent de missie tot overleven en vervolgens bevorderen van succes in de praktijk? De noodzaak tot overleven geeft vanuit het vennootschapsrecht bestuur en RvC de ruimte om te besluiten tot benadeling van bepaalde stakeholders. Het moet gaan om redelijke stappen met een aanvaardbaar nadeel nadat, waar mogelijk, verzachtende maatregelen zijn getroffen.

In eerste instantie zullen oplossingen gevonden moeten worden voor de liquiditeitsproblemen die ontstaan door wegvallende omzet, bijvoorbeeld door maatregelen aan de uitgaven- en kostenkant te nemen. Deze kunnen gericht zijn op herstructurering van de activiteiten van de

onderneming, bijvoorbeeld door een al dan niet tijdelijke staking of wijziging van bedrijfsonderdelen om kosten te besparen of definitief af te slanken. Ook kunnen al voorgenomen plannen of reorganisaties worden geaccelereerd. Het kan verder bijvoorbeeld gaan om benadeling van werknemers bijvoorbeeld door het bevriezen van lonen, opschorten van bonussen, het niet verlengen of beëindigen van de contracten met flexwerkers en het ontslaan van werknemers. Ook benadeling van aandeelhouders kan aan de orde komen zoals door het opschorten van dividend en inkoopprogramma's. Denk ook aan tijdelijk uitstel van betaling aan bepaalde crediteuren zoals verhuurders en uitstel van het afnemen van leveranciers. Vanzelfsprekend kunnen er naast het vennootschapsrechtelijk perspectief andere juridische belemmeringen zijn die moeten worden meegewogen, zoals bestaande contracten en de gevolgen van tekortkoming daaronder. Ook is er regelgeving die in acht moet worden genomen, zoals vereist advies van de ondernemingsraad. Indien daar ruimte voor is en dit al voldoende in kaart is gebracht, zou bij het nemen van dergelijke maatregelen die voor de eerste fase van overleven vereist zijn, ook rekening moeten worden gehouden met de tweede fase, de route richting succes. Dit kan erop neer komen dat mogelijk definitief afscheid moet worden genomen van werknemers die werkzaam zijn binnen een bedrijfsonderdeel dat niet zal worden voortgezet. Werknemers die werkzaam zijn binnen een onderdeel dat zal bijdragen aan het toekomstige succes, moeten het bestuur en de RvC daarentegen proberen te behouden. Als gezegd, bestaat bij een crisis nog ruimere beleidsvrijheid om nodige en proportionele maatregelen te nemen. Dit alles binnen redelijke grenzen, want ook in een crisis is er geen vrijbrief voor willekeurige en evident ondoordachte ingrepen. Er zal – ook bij rechters – weinig sympathie zijn voor misbruik van de crisis, bijvoorbeeld door op persoonlijk belang – en niet dat van de onderneming – gerichte ingrepen.

3. Strategiebepaling tijdens en na de crisis

3.1 Strategiebepaling tijdens en na crisis

In crisissituaties kan de gerichtheid om op korte termijn te overleven, langetermijnoverwegingen naar de achtergrond verdringen. Indien het voortbestaan is veilig gesteld, wordt het vennootschapsbelang in de praktijk behartigd door het bepalen en uitvoeren van de beste strategische koers gericht op *bestendig* ondernemingssucces en *langetermijn* waardecreatie.¹⁴

11 Zie nader Winter & Van de Loo (2020), par. 3.

12 Zie bijvoorbeeld Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/126 en Van der Heijden/*Van der Grinten/Dortmond*, Handboek2013/231.

13 De Cancun-formulering laat dit toe, de zorgvuldige afweging kan meebrengen dat correctie vereist is, dat hoeft dus niet.vgl. De Brauw (2017), par. 5.1.4.2.7. Onevenredige benadeling is in uitzonderlijke gevallen denkbaar, indien die nodig is voor het voortbestaan van de onderneming.

14 Strategie en beleid zijn niet hetzelfde als het vennootschapsbelang, zij behelzen het plan, de route om het vennootschapsbelang te verwezenlijken. Zie nader Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/128, B.F. Assink, 'Aandeelhouders en strategie na Boskalis/Fugro', in: *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3 en L. Timmerman, 'De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018/1, par. 4.

Bestuur en RvC zullen moeten beoordelen of de bestaande strategie van voor de coronacrisis gehandhaafd kan blijven of dat aanpassing nodig is. Besluitvorming over de strategie moet zorgvuldig geschieden. Bestuur en RvC hebben voldoende tijd nodig voor onderzoek en beraadslaging op basis van relevante en redelijkerwijs beschikbare informatie en adviezen. Een belangrijke voorwaarde is dat de gevolgen van de crisis voldoende duidelijk zijn. Dat is nu vermoedelijk voor de meeste ondernemingen nog niet het geval. Er is onduidelijkheid op ondernemingsniveau: hoe lang zal de *lockdown* duren en de ondernemingsactiviteiten belemmeren? Wanneer kan de onderneming de activiteiten weer hervatten? Zijn er blijvende beperkingen, bijvoorbeeld in de *supply chain*? Ook de macro-economisch impact is niet duidelijk, zoals de omvang van de recessie of depressie, het consumentenvertrouwen en andere factoren die voor het succes van de strategie van belang zijn. Bestuur en RvC zullen verder moeten bezien in hoeverre het bedrijfsmodel moet worden aangepast aan de nieuwe realiteit na Corona, inclusief beperkingen door mogelijk langdurige *social distancing* vereisten en de houdbaarheid van het vertrouwen op een wereldwijde *supply chain*. Bij de herijking van de strategie zullen duurzaamheidsaspecten ook een nog prominenter plek kunnen krijgen. Het zal immers steeds duidelijker worden dat dit van groot belang wordt voor bestendig succes van de eigen onderneming, ook in de strijd met concurrenten, bijvoorbeeld omdat klanten en afnemers duurzame producten verwachten en ook institutionele beleggers steeds meer waarde aan duurzaamheid hechten.

Het valt dus te verwachten dat de beoordeling van de bestaande strategie en de noodzakelijke aanpassingen pas betekenisvol kunnen plaatsvinden nadat meer duidelijk is geworden over de impact van de crisis. Die duidelijkheid zal pas in over de tijd gespreide fases komen. Tot die tijd zal de bestaande strategie nog wel richting kunnen geven. Bij het maken van materiële en onomkeerbare stappen om de bestaande strategie uit te voeren, zou echter beoordeeld moeten worden of die niet opgeschort moeten worden.

3.2 Opgeven strategie voor (ongevraagde) voorstellen?

Bestuur en RvC moeten in het algemeen openstaan voor alternatieven die mogelijk meer in het vennootschapsbelang zijn, ook indien die ongevraagd worden gedaan door activisten, andere aandeelhouders of potentiële overnemers.¹⁵ Zij hebben beleidsvrijheid bij het afwegen van de alternatieven en bij het bepalen van het juiste interne besluitvormingsproces en interactie met externe partijen. Overleg kan mogelijk worden afgewezen (*just say no*).¹⁶

Just say never kan niet, nieuwe voorstellen en verbeteringen daarvan zullen steeds zorgvuldig moeten worden beoordeeld om te zien of deze niet superieur zijn aan de bestaande strategie.

Het zal niet eenvoudig zijn in deze tijd een zorgvuldig en afgewogen oordeel te vormen over een ongevraagd voorstel. Voor beoordeling of een voorstel moet worden gesteund, zijn vooral de volgende criteria van belang: (i) strategie, (ii) prijs waardering, en (iii) andere gevolgen voor de stakeholders en (iv) executie zekerheid (een redelijkerwijs te verwachten zekerheid dat de strategiewijziging kan worden gerealiseerd).¹⁷

Voor de beoordeling of een voorgestelde wijziging van de strategie, bijvoorbeeld een overnamebod van een bieder of een voorstel tot verkoop van een divisie door een activist, superieur is aan de bestaande strategie, is allereerst nodig dat voldoende duidelijkheid bestaat over de bestaande strategie en de gevolgen van de crisis daarop. Vervolgens is een adequate beoordeling van de door de bieder voorgestelde strategische plannen vereist en eventuele andere strategische alternatieven. Hierover zal in tijden van crisis ook onzekerheid bestaan. Voor de gevolgen voor de stakeholders is onder meer een goed inzicht in de juiste waardering van de onderneming (en bijvoorbeeld de daarmee te realiseren biedprijs) essentieel. Voor het vaststellen van de waardering is vooral de *Discounted Cash Flow* (DCF) methode belangrijk, omdat die de stand-alone waardering weergeeft, gebaseerd op de individuele bedrijfsplannen. Omdat de strategie en het bestaande business plan mogelijk herbevestigd of aangepast moeten worden aan de gevolgen van de crisis, is dit moeilijk vast te stellen. Andere gebruikte waarderingmethoden zoals gehanteerde *multiples* in vergelijkbare transacties en premies op de beurskoers, verliezen veel aan waarde, omdat de uitgangspunten die voor de coronacrisis werden gehanteerd inmiddels mogelijk hun relevantie hebben verloren. Afweging van de aanvaardbaarheid van de lange termijn gevolgen voor bijvoorbeeld werknemers kan mogelijk ook pas echt plaatsvinden op een moment dat de gevolgen van de crisis zichtbaarder zijn, nadat de bestaande strategie is herijkt en andere opties in kaart zijn gebracht. Ten slotte is de executie zekerheid vermoedelijk uitdagender dan normaal. Zo kunnen toezichthouders mogelijk langer de tijd nemen. Ook kunnen aandeelhouders nog niet zijn overtuigd van de realiteit van (de mate van) de daling van de pre-crisis beurskoers en daarmee de voor hen mogelijk teleurstellende overnamepremie, en daardoor hun aandelen niet aanmelden onder het bod.

De grote onzekerheid die gepaard gaat met zorgvuldige besluitvorming in crisistijd, is niet alleen voor bestuur en RvC een probleem. *Investment banks* zullen voor het afge-

15 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*), r.o. 3.20 en bijvoorbeeld De Brauw (2018), par. 6.

16 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*), r.o. 3.14-3.15 en bijvoorbeeld De Brauw (2018), par. 3.3.1.

17 Zie uitgebreid De Brauw (2018), par. 3.

ven van een *fairness opinion* een vergelijkbare exercitie moeten maken en het business plan tijdens en na verwerking van de impact van de crisis – op basis van de onderbouwde plannen van het management – valideren. Financierende banken zullen ook meer duidelijkheid kunnen wensen. Ten slotte zou de bieder ook pas een echt weloverwogen bod kunnen doen, indien hij voldoende inzicht heeft in de gevolgen van de crisis op de doelvennootschap. Het is de vraag of een bieder die zonder dit inzicht doorzet, een voldoende serieus en *bona fide* voorstel kan doen. Uitzonderingen zijn uiteraard denkbaar, bijvoorbeeld strategisch logische overnames die passen in een lange termijn ontwikkeling of in sectoren die niet door de crisis worden getroffen, zoals supermarkten.

Ten slotte moeten bestuur en RvC nog in de gelegenheid zijn de gemaakte strategische keuzes zorgvuldig en adequaat te verantwoorden aan de aandeelhouders en andere stakeholders. Daarvoor is ook tijd nodig. Aandeelhouders die daaraan voorafgaand bestuur of RvC bijvoorbeeld door dreiging met ontslag onder druk willen zetten een voorstel te aanvaarden, zullen daarin niet snel slagen.¹⁸

Gelet op het voorgaande ligt het voor de hand, en is te rechtvaardigen, dat bestuur en RvC bij ontvangst van een ongevraagd voorstel een *just say not now* reactie geven. De boodschap is dan dat de vennootschap nu bezig is de crisis te overleven en redelijkerwijs niet openstaat voor een nog niet op waarde te schatten overnamevoorstel.

Uitzonderingen op een *just say not now* benadering zijn uiteraard denkbaar. Ook in crisistijd kunnen er logische overnames en fusies zijn, die doorgang kunnen vinden en adequaat zijn te beoordelen, bijvoorbeeld afhankelijk van de industrie en sector. Strategieaanpassing kan ook al eerder vereist zijn, vooral wanneer het nuttig of noodzakelijk is voor overleven. Zo kan aan een bevriende investeerder een aandelenbelang worden uitgegeven met mogelijk strategische gevolgen, indien dat de beste (overbrugging) financieringsoptie is. Ook kan een overname gesteund worden, indien op eigen kracht voortbestaan niet realistisch meer is. Indien de nood dermate aan de man is, zijn mogelijk ook alternatieve transactiestructuren eerder aanvaardbaar, zoals de verkoop van de onderneming aan de overnemende partij in plaats van een openbaar bod. Een dergelijke *asset sale* is vaker gebeurd, in de regel indien er een rechtvaardiging is die het gebruik van die structuur vereist.¹⁹ Bij dreigend omvallen kan die recht-

vaardiging evident zijn voor het zeker stellen van het ondernemingssucces (als onderdeel van de groep van de koper). In dat geval is benadeling van aandeelhouders, bijvoorbeeld door niet de door de AFM gereguleerde openbaar bod route te kiezen, eerder nodig en proportioneel. Het kan bijvoorbeeld essentieel zijn dat de activa-passiva transactie eerder gereed is dan het tijdsplan van een openbaar bod mogelijk maakt.²⁰ Ook kan meer dealzekerheid vereist zijn dan bij een openbaar bod. Bij de asset sale volstaat aandeelhoudersgoedkeuring met slechts een gewone meerderheid in een aandeelhoudersvergadering op grond van art. 2:107a BW. Bij een openbaar bod is de normale aanvaardingsgrens 95% of – via gebruikelijke *pre-wired* alternatieve herstructurerings – 80%.

4. Bescherming tegen koopjesjagers

Er zijn signalen dat aandeelhoudersactivisten en mogelijke financiële of andere investeerders momenteel op jacht zijn naar beursgenoteerde ondernemingen. Door de gedaalde koersen zijn de ondernemingen goedkoper en mogelijk ondergewaardeerd. Beursvennootschappen in nood bieden mogelijk minder weerstand dan normaal of kunnen – zoals hiervoor gezegd – geen andere optie hebben dan een overname. Behalve het doen van een overnamebod, kunnen investeerders ook een materieel belang – in jargon een *toehold* – proberen te kopen. Afhankelijk van de omvang verkrijgen zij daarmee mogelijk een *seat at the table* voor de volledige overname. Activisten kunnen ook een strategische positie verwerven voor hun campagne, en met bijvoorbeeld 15-20% kan al sprake zijn van een strategisch blokkerend belang. Met een dergelijk belang kunnen zij bijvoorbeeld een gesteund overnamebod bemoeilijken door de gewenste *pre-wired* herstructurering eenzijdig te blokkeren.

Het staat partijen uiteraard in beginsel vrij een aandelenbelang te nemen in een beursvennootschap.²¹ Indien het belang op de beurs of via rechtstreekse verkoop van een (groter) belang (*blocktrades*), wordt verworven, staat de doelvennootschap daar in beginsel buiten. Er zijn vele soorten aandeelhouders en investeerders en beleggingsstrategieën. Uitgangspunt is dat ondernemingen investeringen in hun kapitaal verwelkomen. Zeker in crisistijd kan er behoefte zijn aan nieuw kapitaal, kan de koers worden gesteund en kan een constructieve – mogelijk lange

18 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, AR 2017, 3929 (*AkzoNobel*), r.o. 3.29 en Rechtbank Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, RO 2017/74, r.o. 4.8. Vgl. ook L. Timmerman, 'Bescherming zonder bescherming', *Ondernemingsrecht* 2018/10, par. 4.

19 Zie bijvoorbeeld Invensys (2000), RNA (2002), Metron Technology (2004), New Skies Satellite (2004), EVC (2005), Equant (2005), Super de Boer (2009), AMT (2012), Quirius (2012), Roto Smeets (2015), waarover De Brauw (2017), par. 19.4 en J. Barneveld, 'De achterkant van het openbaar bod – Over de opkomst, ontwikkeling en normering van de *pre-wired back end*', MvO, 2019 afl. 5/6, par. 3.5.1.

20 Een openbaar bod zal niet snelle kunnen worden afgerond dan in 4 maanden, en dat is nog heel ambitieus. Onder meer door het vereiste goedkeuringsproces door de AFM en de minimum acht-weeken aanmeldingstermijn. Bij een asset sale zal de drijvende factor voor het tijdsplan vaak de te verkrijgen aandeelhoudersgoedkeuring van art. 2:107a BW zijn, waarvoor in de regel een 42 dagen oproepingstermijn in acht moet worden genomen. Al zijn hier in tijden van nood ook uitzonderingen op denkbaar op grond van art. 2:8 BW, vgl. Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2009, JOR 2009/70 (*Fortis*).

21 Aandeelhouders mogen in beginsel hun eigen belang dienen binnen de grenzen van art. 2:8 BW. Naarmate het belang groter wordt, zal hun verantwoordelijkheid jegens onder meer de vennootschap groter worden, vgl. de uitgangspunten bij de Corporate Governance Code, p. 8.

termijn – relatie worden opgebouwd. Die kan ook uitmonden in een vriendschappelijke strategische samenwerking.

Zodra het te verkrijgen belang toeneemt, kan dit gevolgen hebben voor het strategische domein van de vennootschap. Dat zal afhangen van de intenties van de nieuwe aandeelhouder. Bestuur en RvC hebben het primaat over de strategie. Indien de nieuwe aandeelhouder de strategie probeert te wijzigen, kunnen bestuur en RvC als gezegd een *just say no* of een *just say not now* reactie geven. Dit betekent dat zij geen medewerking aan een ongevraagd vijandig bod geven. Dat levert in de praktijk al een vrijwel niet te nemen hindernis op voor een vijandige bidder. Die ontbeert dan immers de medewerking van de onderneming aan de door de bidder gewenste *due diligence*, de te verkrijgen overnamefinancieringen de te nemen maatregelen die vereist worden door de mededingingsautoriteiten. Verder kan zonder medewerking van de doelvennootschap niet een *pre-wired* alternatieve herstructurering worden overeengekomen, als alternatief voor de uitkoopprocedure die een belang van 95% vereist. Zonder zo'n structuur zal de bidder de aanvaardingsdrempel niet van 95% naar 80% verlagen, althans niet zonder risico dat hij na het bod met minderheidsaandeelhouders blijft zitten. In dat geval kan het bod door bijvoorbeeld een *hedge fund* met 5% plus één aandeel mogelijk worden gedwarsboomd. Daarnaast kan het voor de bidder lastiger zijn de aandeelhouders te overtuigen door de eenzijdig geboden biedprijs, indien de doelvennootschap haar aandeelhouders afraadt het bod te aanvaarden wegens onderwaardering van de onderneming.

Indien het te nemen belang en de verdere intenties van een investeerder een bedreiging van de strategie en in bredere zin het vennootschapsbelang vormen, kan het inroepen van beschermingsmaatregelen aan de orde komen. De RNA-norm is in het algemeen richtinggevend en ook bij bescherming in crisissituaties toepasbaar.²² De essentialia daarvan zijn dat bescherming *noodzakelijk* moet zijn tegen een *relevante dreiging* van onder meer het belang van de vennootschap en/of de stakeholders. Daarnaast moet de bescherming *proportioneel* en *adequa*t zijn.²³

Bescherming kan allereerst zien op waarborging van een zorgvuldig besluitvormingsproces en dienen ter voorko-

ming van onomkeerbare gebeurtenissen. Het kan van belang zijn eerst de status quo te handhaven en de mogelijkheid voor overleg en onderzoek van alternatieven te creëren. In crisistijd is als gezegd vaak meer tijd nodig, omdat door onzekerheid over de gevolgen van de crisis de vereiste zorgvuldige afwegingen nog niet te maken zijn.

Daarnaast is er bescherming gericht op de inhoud, wanneer de voorgestelde strategiewijziging of plannen van de bidder of activist, het belang van de vennootschap, de onderneming en/of de stakeholders bedreigt. Die vorm van bescherming kan nodig zijn indien – na afweging van alle voorstellen en alternatieven – de bestaande strategie of alternatieven superieur zijn aan het ongewenste voorstel. In dat geval is verzet tegen de overname en bescherming van de gekozen strategie vereist. Dit kan zelfs het geval zijn als het bod door de meerderheid van de aandeelhouders wordt gesteund of de biedprijs meer *aandeelhouderswaarde* kan creëren dan door het volgen van de bestaande strategie. Zo bevestigde de Ondernemingskamer in de *AkzoNobel* uitspraak het in Nederland ontwikkelde betekenisvolle stakeholdermodel.²⁴

Een dreiging kan zich ook voordoen indien de bidder of investeerder/activist onomkeerbare gevolgen creëert, bijvoorbeeld door het nemen van een materieel strategisch aandelenbelang. Afhankelijk van de intenties van de aandeelhouder kan zo'n belang immers de strategische alternatieven belemmeren die de vennootschap tijdens of na de crisis wil nastreven.

Het afwijzen door bestuur en RvC van, of niet meewerken aan een bod dat door de meerderheid van de aandeelhouders wordt gesteund, kan niet voorkomen dat de bidder de meerderheid van de aandelen en daarmee in beginsel controle in de aandeelhoudersvergadering verwerft. Ook kan daarmee verkrijging van een materieel strategisch belang niet worden voorkomen.

Voor langetermijnbescherming tegen dit soort dreigingen zijn dus andere instrumenten uit het beschermingsarsenaal nodig, zoals in het bijzonder inzet van de stichting continuïteit.²⁵ De meerderheid van de Nederlandse beursvennootschappen kent deze vorm van bescherming.²⁶ De stichting kan controleverwerving door de vijandige bidder voorkomen door het uitoefenen van de calloptie op preferente aandelen en daarmee het belang van de overnemer neutraliseren. De stichting zou mogelijk ook in actie kunnen komen bij de (dreigende) verkrijging van een niet

22 HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, NJ 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer (RNA), r.o. 3.7. Vgl. De Brauw (2019), par. 3, Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11b 2019/575, R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 147)(diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018 (hierna: Timmermans (2018)), par. 3.5.2, S.B. Garcia Nelen, 'Het normatief richtsnoer voor bescherming van een beursvennootschap door een onafhankelijke stichting', *Ondernemingsrecht* 2018/12.

23 Zie uitgebreid M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 79), Deventer: Kluwer 2010, p.421-466, en De Brauw (2019), par. 3.

24 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 (*AkzoNobel*), r.o. 3.34.

25 *Ad-hoc*-bescherming kan ook voor beursvennootschappen zonder bestaande bescherming mogelijk zijn, bijvoorbeeld op dochterniveau, zie De Brauw (2019), par. 6 en 7.

26 Zo hebben 24 van de 42 AEX en AMX fondsen per 1 januari een beschermingsstichting, zie Eumedion reactie wetsvoorstel bedenktijd. Andere fondsen hebben andere bescherming, zoals prioriteitsaandelen of een bevriende meerderheids- of grootaandeelhouder, zoals Heineken en Randstad.

vriendelijk strategisch belang. Door dat belang kan de beste strategische optie en daarmee het belang van de vennootschap immers worden belemmerd of gefrustreerd. Daarmee ontstaat een dreiging die binnen het bereik van het beschermingsmandaat en instrumentarium van de stichting kan vallen.²⁷ De stichting zou moeten beoordelen wat een noodzakelijke, adequate en proportionele reactie is. De reactie zou bijvoorbeeld kunnen zijn het geven van een (duidelijke) publieke waarschuwing. De stichting kan ook de calloptie uitoefenen en een neutraliserend belang tot maximaal net beneden de 30%-biedgrens verkrijgen, of aankondigen dat de stichting zo'n belang kan verwerven, afhankelijk van het gedrag van de aandeelhouder.²⁸

5. De wettelijke bedenktijd: een duidelijk signaal in crisistijd?

Kan de voorgestelde wettelijke bedenktijd nog nodig of nuttig zijn in crisistijd, indien die snel zou worden ingevoerd?²⁹ Het bestuur krijgt in het voorgestelde art. 2:114b BW de mogelijkheid een wettelijke bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen. De wettelijke bedenktijd heeft als gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot het benoemen, schorsen of ontslaan van een bestuurder of commissaris wordt opgeschort. Het doel van de bedenktijd is beperkt tot het creëren van tijd en rust voor een zorgvuldige beleidsbepaling door bestuur en RvC.³⁰ Voor het invoeren is vereist dat naar het (voorlopige) oordeel van het bestuur het bod of het aandeelhoudersverzoek strijdig is met het wezenlijke belang van de vennootschap en dat er nog tijd nodig is voor zorgvuldige beleidsbepaling. De bedenktijd heeft geen juridisch effect tegen een vijandig bod, omdat het bod niet wordt belemmerd en de ingeroepen bedenktijd vervalt bij gestanddoening van het bod. De regeling voorkomt ook geen *stakebuilding*. Zij is wel effectief indien aandeelhouders met het verkregen belang op de wijziging van de samenstelling van bestuur of RvC uit zijn. Er kleven nadelen aan het invoeren van de bedenktijd. Hierbij valt vooral te denken aan het vereiste dat zij gebruikt wordt voor nadere beleidsbepaling, waardoor zij niet gebruikt kan worden indien het beleid al is bepaald en bestuur en RvC al een zorgvuldig oordeel hebben geveld. In dat geval is de meest overtuigende verdediging van de bestaande strategie vaak

om de superioriteit daarvan snel te bevestigen en na afweging van het voorstel dit duidelijk af te wijzen. Een ander nadeel is dat de vrije inrichting van het beleidsvormingsproces wordt beperkt door voorschriften over verplicht overleg met aandeelhouders en transparantie over ingenomen standpunten op de website. Misschien wel het belangrijkste nadeel is dat 3% aandeelhouders de Ondernemingskamer kunnen verzoeken de bedenktijd eerder te beëindigen. Dat verzoek moet worden toegewezen indien de Ondernemingskamer – na een marginale toets – oordeelt dat geen nadere beleidsbepaling nodig is. Aandeelhouders kunnen telkens wanneer bijvoorbeeld de bieder zijn voorstel wijzigt of de situatie anderszins materieel verandert, zo'n verzoek instellen – met alle onrust van dien. Gelet op deze nadelen valt in normale omstandigheden niet te verwachten dat het invoeren van de wettelijke bedenktijd bij een vijandige overnamepoging veel zoden aan de al goed beschermde dijk zet.

In crisistijd is het invoeren van de bedenktijd ook bij een vijandig bod mogelijk toch nuttig, omdat dit past in de uitzonderlijke situatie waar de aandacht op beheersing van de crisis is gericht en onvoldoende informatie bestaat voor zorgvuldige afweging van het bod. Er is dus evident meer tijd nodig voor nadere beleidsbepaling, vandaar *just say not now*. In die situatie is extra sympathie te verwachten van de Ondernemingskamer om de ondernemingsleiding de nodige tijd te gunnen, en zal zij niet licht de bedenktijd beëindigen. Maar ook dan zal het niet snel nodig zijn de bedenktijd in te zetten, omdat zij dan nog steeds geen juridisch effect heeft en het vijandig bod kan worden doorgezet. Een overweging de bedenktijd toch wel in te roepen zou kunnen zijn dat daarmee een heel duidelijk signaal wordt gegeven dat de vennootschap met rust moet worden gelaten in een dubbele crisissituatie waarbij zowel de coronacrisis als een vijandig bod spelen. In die omstandigheden kan dat signaal als extra opmaat dienen voor de door de beschermingsstichting te nemen maatregelen en het belang daarvan versterken.³¹

6. Tot slot

In de crisis zijn koopjesjagers te verwachten. In Europese en Nederlandse politieke kringen maakt men zich ook zorgen over – door staten buiten de EU gesteunde – vijandige overnames van bedrijven die door de coronacrisis zijn verzwakt.³²

27 G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2014/67 en De Brauw (2017), par. 12.4.7.4 over de vraag of rond het partiele bod van América Móvil in 2013 niet al bescherming had in kunnen worden geroepen.

28 Zonder aangekondigd bod kan geen gebruik worden gemaakt van de uitzondering op de biedplicht van art. 5:71 lid 1 onder c Wft.

29 Zie daarover M. van Olfen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2020/51; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebeepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2020/52; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *Ondernemingsrecht* 2020/53.

30 *Kamerstukken II* 2010/20, 35367, 3, p. 1.

31 Zie over samenloop van bescherming met de wettelijke bedenktijd Van Olfen, *Ondernemingsrecht* 2020/51, par. 3.6., De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/52, par. 4.2 en Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/632, sub n.

32 'Tweede Kamer wil meer bescherming tegen ongewenste overnames van bedrijven', FD 18 april 2020 en 'Coronavirus: Commissie komt met richtsnoeren voor bescherming kritieke Europese activa en technologie in huidige crisis', Europese Commissie 25 maart 2020.

In het Nederlandse governancesysteem ontbreekt een vruchtbare bodem voor koopjesjagers. Bij Nederlandse beursvennootschappen ligt het primaat van het op zorgvuldige wijze behartigen van het vennootschapsbelang en de uitvoering van de strategie bij bestuur en RvC. In tijden van crisis en onzekerheid over de gevolgen daarvan, ligt de focus in de eerste plaats op overleven en daarna weer op bestendig succes van de onderneming. Het ligt voor de hand dat de haalbaarheid van en de keuze voor de bestaande strategie wordt herijkt zodra de gevolgen van de crisis duidelijker zijn. Ook in crisistijd is waakzaamheid van bestuur en RvC geboden ten aanzien van ongevraagde overnames of activisme. Totdat de situatie duidelijker is, kunnen zij echter op een ongevraagd strategisch voorstel een *just say not now* reactie geven. Ook in andere landen bestaat begrip voor de noodzaak van (tijdelijke) bescherming. Zo heeft ISS, de vertegenwoordiger van institutionele beleggers, bekendgemaakt dat zij begrip heeft voor bescherming tegen – kort gezegd – profiteurs van de crisis, door het activeren van *rights plans*, het beschermingsinstrument in de Verenigde Staten, mits de looptijd minder dan een jaar is.³³

Alle betrokken partijen zullen het vereiste geduld moeten opbrengen tot meer duidelijkheid bestaat. Tot die tijd zal er geen sympathie zijn voor partijen die willen profiteren van de crisis. Eén van de eerste logische momenten waarop meer duidelijkheid kan ontstaan, kan de publicatie van de halfjaarcijfers zijn die beursgenoteerde ondernemingen in de zomer bekend moeten maken. Op dat moment zullen de gevolgen van de crisis voor de resultaten van de ondernemingen voor het eerst zichtbaar worden en kunnen mogelijk al (voorzichtige) aangepaste verwachtingen worden gegeven.

Het voorgaande betekent uiteraard niet dat Nederland op slot zou moeten en ondernemingen activisten en overnemers ongezien de deur moet wijzen. Er is zoals altijd ruimte voor voorstellen die superieure strategieën creëren voor Nederlandse ondernemingen. Ook kan een overname of een *equity* belang door investeerders het vennootschapsbelang dienen, bijvoorbeeld als overlevings- of overbruggingsstrategie. Gelet op de hiervoor geschetste verantwoordelijkheden van bestuur en RvC van een potentiële doelvennootschap, en de mogelijkheid voor hen 'nee' of 'niet nu' te zeggen en niet mee te werken, en zelfs beschermingsmaatregelen in te zetten, doen bieders en ook activisten er verstandig aan een vriendschappelijk proces na te streven. Indien zij dit niet doen, zal dit gedrag hun kunnen worden tegengeworpen bij een latere vriendschappelijke toenadering en de beoordeling van hun verdere (strategische) plannen.³⁴

33 'ISS Policy Guidance for Impacts of the COVID-19 Pandemic', ISS 8 april 2020, p. 6.

34 Vgl. De Brauw (2017), par. 12.4.5.8.2.2.2 over de aard van een dreiging die bescherming kan rechtvaardigen, waaronder het *trackrecord* en de opstelling van deieder.