

NUMMER 5-JULI 2015 JAARGANG 10

TOP

TIJDSCHRIFT VOOR DE
ONDERNEMINGSRECHT-
PRAKTIJK

Van de uitgever van «JOR»

Klok en klepel: klokkenluidersregelingen vanuit arbeids- en privacyrechtelijk perspectief

Mr. M. Benbrahim en mr. F.C. van der Jagt

Bescherming van een systeembank; enkele bespiegelingen

Mr. A.J. Kaarls

WWW.TIJDSCRIFTTOP.NL

2015/5

Sdu

oprecht
de beste
keuze

450. Bescherming van een systeembank; enkele bespiegelingen

MR. A.J. KAARLS

Beursgenoteerde Nederlandse (systeem)banken kunnen zich tegen vijandige overnamepogingen verweren met onder andere het structuurregime, de uit Cryo-Save volgende responstijd en vertrouwen op kritische beoordeling door de toezichthouder van een verklaring van geen bezwaar (VVGB) voor de overnemer. Dat geeft nog niet de 'leverage' die een 'gewone' beschermingsmaatregel kan geven. Omdat een 'stichting preferente aandelen' een VVGB pas kan aanvragen bij uitoefening van de calloptie, is tijdstip van uitgifte echter onzeker, en dus gaat mogelijk kostbare tijd verloren. Hoewel certificering recent als beschermingsmaatregel in onbruik is geraakt, biedt het een goed, binnen het wettelijke kader passend, alternatief met de nodige flexibiliteit.

Op 22 mei 2015 stuurde de minister van Financiën zijn brief naar de Tweede Kamer waarin hij de Kamer informeerde over het kabinetsbesluit om de verkoop (lees: beursgang) van ABN AMRO Group N.V. (ABN AMRO) te starten.¹ In zijn brief gaat de minister onder andere in op de voorgestelde governance van ABN AMRO na de beursgang en in het bijzonder de gekozen beschermingsmaatregel(en).

De minister beschrijft in zijn brief de algemeen bekende beschermingsmaatregelen die in Nederland gebruikt worden. De minister concludeert dat in het geval van ABN AMRO certificering van aandelen met behulp van een stichting administratiekantoor (STAK) de voorkeur lijkt te genieten. De certificaten van aandelen zullen worden aangeboden op de beurs. De STAK geeft automatisch stemvolmachten aan de houders van certificaten. De minister beschrijft een structuur waarbij een automatische stemvolmacht voor certificaathouders alleen wordt doorbroken in geval van een vijandige situatie (een vijandig bod of een dreiging van ongewenste aandeelhoudersactie gecoördineerd door een activistische investeerder).² De minister geeft aan dat deze structuur met de Europese Centrale Bank (ECB) wordt besproken, met het oog op afstemming van de gekozen structuur vóór effectuering van de beursgang van ABN AMRO en eventuele aanvraag van een verklaring van geen bezwaar (VVGB) eveneens vóór de beursgang. Tijdens het

op 23 juni jl. in de Tweede Kamer gevoerde debat over de beursgang van ABN AMRO voegde de minister daaraan toe dat de ECB heeft gezegd dat de ABN AMRO-STAK een aanvraag kan indienen die vervolgens beoordeeld zal worden.³

De prijs van bescherming

In zijn brief erkent de minister dat beschermingsmaatregelen in bijzondere omstandigheden de rechten van aandeel- of certificaathouders (afhankelijk van de gekozen structuur) beperken. Dit zou een waardedrukkend effect kunnen hebben op de beurskoers. Ik ben het echter eens met de minister dat geen eenduidig onderzoek op dit gebied voor handen lijkt te zijn. Wel meldt de minister dat het Centraal Planbureau (CPB) uit de empirie twee (tegengestelde) effecten constateert op de waarde, afhankelijk van de mate van bescherming. Een beperkte beschermingsconstructie kan een positief waarde-effect hebben als gevolg van de extra tijd die de onderneming daarmee 'koopt' in de situatie van dreiging van een vijandige overname. Daarentegen zou een minder beperkte beschermingsconstructie, zoals certificering, leiden tot een gemiddelde daling van de waarde van de uitgevende instelling van ongeveer 8 tot 10%.⁴ De minister schrijft dat aangezien financiële instellingen ook bescherming genieten via een VVGB, de gemiddelde waardedaling daardoor ongeveer 5 tot 10% zou zijn. Deze inschatting lijkt relatief concreet. De minister

1 Brief van 22 mei 2015 van de minister van Financiën, betreffende Verkoop ABN AMRO, met kenmerk FIN/2015/227 U; *Kamerstukken II* 2014-2015, 31 789, nr. 64.

2 Dit betekent dat art. 2:118a BW wordt toegepast en dat wordt afgeweken van de Nederlandse Corporate Governance Code (Best Practice-bepalingen IV.2.1-IV.2.8) waarin aan certificaathouders onder alle omstandigheden een volmacht wordt gegeven.

3 Stenogram van plenair debat in de Tweede Kamer over de kabinetsbeslissing om ABN AMRO naar de beurs te brengen, gevoerd op 23 juni 2015 om 16.00 uur

(www.tweedekamer.nl/kamerstukken/plenaire_verlagen).

4 Zie p. 21 van de in noot 1 vermelde brief.

wijst er echter op dat de bij ABN AMRO voorgestelde certificeringstructuur juist een zeer beperkte reikwijdte heeft omdat zij alleen een inbreuk zal maken op de rechten van certificaathouders in vijandige situaties. Daarnaast wijst de minister erop dat de empirische informatie eenvoudigweg niet geheel toepasselijk is in geval van een kredietinstelling. Immers, het VVGB-proces zal een vijandige overname niet noodzakelijkerwijs onmogelijk maken, maar de ECB zal waarschijnlijk sowieso terughoudend zijn in het goedkeuren van zo'n transactie (waarin o.a. geen boekenonderzoek mogelijk zal zijn).

Rients Abma, de directeur van Eumedion, heeft – naar aanleiding van de brief van de minister – gezegd dat de voorziene beschermingsconstructie onnodig en bovendien duur is.⁵ Met betrekking tot de 'prijs' van de beschermingsconstructie verwijst Abma naar het door de minister genoemde CPB-onderzoek. Verder stelt hij dat certificaten van aandelen een ernstig perceptieprobleem hebben onder beleggers, ook al hebben deze certificaten onder normale omstandigheden automatisch stemrecht en worden de rechten van certificaathouders alleen ingeperkt in geval van een vijandige dreiging. Abma wijst er daarbij op dat beleggers op die manier 'monddood' worden gemaakt juist in die gevallen dat het erop aan komt voor de vennootschap. Abma pleit ervoor dat indien er al een beschermingsconstructie moet komen toch vooral de mogelijkheid van een 'gewone' stichting continuïteit (met de optie om preferente aandelen te nemen) te heroverwegen.

Omdat de stemrechten bij beleggers in dat laatste geval ook worden weggenomen op het moment dat het er echt toe doet, dient, naar mijn gevoel, in beide gevallen sowieso de structuur goed te worden uitgelegd aan potentiële (Nederlandse, maar vooral ook internationale) beleggers. Hoe het ook zij, in zijn brief van 22 mei jl. schreef de minister dat tegenover een mogelijk waardedrukkend effect als gevolg van de invoering van een beschermingsmaatregel staat dat eventuele overnamepogingen volgens een meer gestructureerd proces ordelijk kunnen verlopen, waardoor ook de maatschappelijke belangen kunnen worden meegewogen. Ik voeg daaraan toe de kans om tijdens dat proces (door de tijdelijke inperking van stemrechten van een vijandige bidder) mogelijk een betere prijs uit te onderhandelen. De minister gaf op 23 juni jl. tijdens het debat in de Tweede Kamer aan dat geïnvesteerd zal worden in het uitleggen aan potentiële certificaathouders waarom de voorziene structuur moet worden gezien als een structuur die alleen in extreme (vijandige) situaties inbreuk zou kunnen maken op hun rechten (en die dus niet moet worden geïnterpreteerd als 'verdergaand' dan een 'standaard' preferente aandelenstructuur). De minister zei daarbij dat het gewoon is uit te leggen hoe dit werkt, want men kent beide vormen (stichting continuïteit en STAK). Ik ben het met de minister eens dat de nu gekozen structuur

de facto een combinatie van twee breed bekende structuren is; dat moet te begrijpen zijn.

Indien het nu echter al extra energie vergt om de aanwezigheid van een beschermingsmaatregel bij een kredietinstelling als ABN AMRO uit te leggen, en als de voorziene structuur nu al extra vragen oproept, waarom is

Indien het nu al extra energie vergt om de aanwezigheid van een beschermingsmaatregel bij een kredietinstelling als ABN AMRO uit te leggen, en als de voorziene structuur nu al extra vragen oproept, waarom is deze dan toch zo verstandig?

deze dan toch zo verstandig? Om dat te beoordelen zet ik hierna kort de 'bescherming' uiteen die een kredietinstelling 'sowieso al' kan hebben (implementatie van het structuurregime, gekwalificeerde meerderheden in de algemene vergadering, jurisprudentie over agenderingsrecht, bijzondere doelomschrijving, toetsing van beleidsbepalers door toezichthouder en VVGB 10%+ aandeelhouder), de potentiële lacunes die ik daarin zie, overwegingen bij implementatie van 'gewone' beschermingsmaatregelen bij kredietinstellingen, en de conclusie die ik daaruit trek.

Structuurregime

Na implementatie van het (volledige) structuurregime is verplicht een aantal belangrijke (voorgenomen) bestuursbesluiten onderhevig aan voorafgaande goedkeuring door de raad van commissarissen (RvC) (art. 2:164 Burgerlijk Wetboek (BW)). Het is voorzien dat per de voorgenomen beursgang van ABN AMRO het volledig structuurregime van toepassing zal zijn.⁶ Bijgevolg zal de RvC de leden van de raad van bestuur (RvB) benoemen en ontslaan (art. 2:162 BW). Leden van de RvC zullen worden benoemd op voordracht van de RvC zelf (art. 2:158 BW). Daarbij dient voor een derde van de leden van de RvC, in beginsel, een daartoe door de ondernemingsraad opgestelde voordracht te worden gevolgd. De aandeelhouders zullen individuele commissarissen niet kunnen ontslaan. Wel kunnen zij het vertrouwen opzeggen in de gehele RvC (art. 2:161a BW). Wanneer zij dat mochten doen (er zijn nauwelijks precedentes aan te wijzen)⁷ dan is het aan de Ondernemingskamer om een, in eerste instantie tijdelijke, RvC te benoemen.⁸ Die zal dat weloverwogen en onafhankelijk

5 Schriftelijke visie van Rients Abma, directeur Eumedion op de voorgenomen beursgang van ABN AMRO t.b.v. het rondetafelgesprek in de Tweede Kamer op 16 juni 2015 (www.eumedion.nl/nl/kennisbank?search=abn+amro).

6 Op dit moment is het verlichte structuurregime van toepassing op ABN AMRO (op grond van art. 2:155a BW), zie ook p. 18 van de in noot 1 genoemde brief.

7 In de Stork-uitspraak (OK 17 januari 2007, «JOR» 2007/42, m.nt. Blanco Fernández) verbood de Ondernemingskamer de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders te stemmen over het voorstel tot het opzeggen van vertrouwen in de gehele RvC. Zie voorts Hof Amsterdam 7 februari 2012 (Ajax), «JOR» 2012/76 m.nt. Blanco Fernández.

8 Art. 2:161a leden 3 en 4 BW. De RvC bevordert vervolgens dat binnen een door de Ondernemingskamer vastgestelde termijn een nieuwe RvC wordt samengesteld met inachtneming van art. 2:158 BW.

doen. Een (publieke dreiging van) ontslag van de gehele RvC, hoe ongebruikelijk en onwaarschijnlijk ook, zou uiteraard wel destabiliserend kunnen werken. Naast de mogelijkheid om de gehele RvC naar huis te sturen, is een potentiële zwakte van het structuurregime als be-

In verschillende zaken heeft de Hoge Raad bevestigd dat het bepalen van de strategie van de vennootschap toebehoort aan de RvB; niet aan de algemene vergadering

schermingswal dat indien eenieder (vijandig of niet) zelf ook een structuurvennootschap is, de doelvennootschap na overname een afhankelijke vennootschap wordt en daarmee haar structuurregime zal kwijtraken.⁹

Gekwalificeerde meerderheden in de algemene vergadering

In zijn brief van 22 mei jl. zegt de minister dat in de nieuwe statuten van ABN AMRO zal worden vastgelegd dat voor besluiten over belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap een gekwalificeerde meerderheid van twee derde van de stemmen in de algemene vergadering vereist zal zijn, waarbij ten minste de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd dient te zijn. Dit zal de Staat de mogelijkheid geven dergelijke besluiten te blokkeren zolang de Staat inderdaad ten minste een derde van het kapitaal behoudt; daarna niet meer noodzakelijkerwijs. Uiteraard zal het derden die een zelfde hoeveelheid stemmen bij elkaar brengen eveneens in staat stellen een zelfde blokkade op te werpen.

Jurisprudentie over agenderingsrecht

In verschillende zaken heeft de Hoge Raad bevestigd dat het bepalen van de strategie van de vennootschap toebehoort aan de RvB; niet aan de algemene vergadering. Best practice-bepaling IV.4.4 van de Nederlandse Corporate Governance Code bepaalt dat een aandeelhouder het agenderingsrecht (art. 2:114a BW) slechts kan uitoefenen nadat hij daaromtrent in overleg is getreden met de RvB. Voorts zegt die bepaling dat wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, dan de RvB in de gelegenheid dient te worden gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd). Dit geldt expliciet ook voor een voornemen dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van art. 2:110 BW. Best practice-bepaling II.1.9 bepaalt dat de responstijd niet langer dan

180 dagen mag zijn, berekend vanaf het moment waarop de RvB door één of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering. De RvB dient de responstijd te gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de betreffende aandeelhouder(s), en voor het verkennen van alternatieven. In de Cryo-Save-zaak bepaalde de Ondernemingskamer dat de aandeelhouder de (volle) 180 dagen-termijn moest respecteren.¹⁰ Volgens de Ondernemingskamer kan de responstijd echter worden doorbroken of doorkruist indien daarvoor voldoende zwaarwichtige redenen zijn. De Ondernemingskamer lijkt het bestaan van zodanige redenen dan weer niet snel aanwezig te achten.

Deze jurisprudentie lijkt dus een beursfonds een 180 dagen-periode te geven waarin het alternatieve scenario's kan uitwerken in geval van een vijandig bod of agendering door een activistisch aandeelhouder. Een 'level playing field' van 180 dagen blijkt in de praktijk vaak voldoende om een 'white knight' te vinden of een ander alternatief scenario van de grond te krijgen. Ik zie echter twee bezwaren: ten eerste heeft de Cryo-Save-zaak de Hoge Raad niet gehaald, en die heeft dus niet bevestigd dat de 180 dagen-termijn inderdaad mag worden gezien als een soort 'wettelijke termijn' die aandeelhouders maar te respecteren hebben. Dit is ook niet oncontroversieel; het 'zachte' recht van de Nederlandse Corporate Governance Code zou op deze manier een 'hard' in het Burgerlijk Wetboek neergelegd recht inperken. Dit zou ook in strijd kunnen zijn met EU-recht, omdat het een ongerechtvaardigde inbreuk kan maken op het recht van aandeelhouders voorstellen ter stemming in de algemene vergadering in te brengen.¹¹ Ten tweede kunnen RvB en RvC van een beursvennootschap mogelijk inderdaad veel doen in 180 dagen, maar wanneer dit kan worden gezien als een maximumperiode zal het voor een vijandigeieder of activist relatief gemakkelijk zijn om deze periode eenvoudigweg 'uit te zitten' wanneer de dreiging van een mogelijke veel langere blokkade (zoals bij uitgifte van preferente aandelen) ontbreekt.

Bijzondere doelomschrijving en jurisprudentie systeembank

De minister geeft in zijn brief van 22 mei jl. aan dat voorzien wordt dat de nieuwe statuten van ABN AMRO expliciet vastleggen dat het belang van de vennootschap ook de belangen van de klanten, spaarders en depositohouders, aandeelhouders en de medewerkers omvat. Daarnaast zal waarschijnlijk in de statuten staan dat ABN

9 Op grond van art. 2:153 lid 3 BW.

10 OK 6 september 2013, «JOR» 2013/272 m.nt. Josephus Jitta; *Ondernemingsrecht* 2013/117 m.nt. Abma. Overigens overwoog de OK dat het invoeren van de responstijd ertoe strekt het bestuur een zekere termijn te gunnen om zich op het voornemen van de betreffende aandeelhouder te bezinnen. Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat de termijn niet altijd, niet onder alle omstandigheden, de maximale 180 dagen hoeft te zijn.

11 Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

AMRO rekening houdt met de samenleving als geheel. Dit lijkt aan te sluiten bij, en een zinnige aanvulling te zijn op, de recente jurisprudentie van de Hoge Raad, welke onder andere constateerde dat van Fortis als systeembank, gelet op haar bijzondere zorgplicht, meer kennis en inzicht (en meer inspanningen ter verkrijging daarvan) mag worden verwacht dan van een partij in een andere positie.¹² Bovenstaande uitbreiding van de doelomschrijving en jurisprudentie kleurt niet alleen hoe de RvB en RvC dienen te handelen, maar geeft ook extra invulling aan waar zij niet in mee hoeven te gaan (bij een vijandig bod of activistisch voorstel). Het levert daarentegen nog geen rechtstreekse bescherming, tenzij (bijvoorbeeld) een beschermingsstichting dezelfde overwegingen in haar besluitvorming mag (en moet) betrekken.¹³ Dat zou versterkt kunnen worden door het in de statutaire doelomschrijving van die stichting te verwerken.

Toetsing beleidsbepalers door toezichthouder

De leden van de RvC (ieder individueel, maar ook collectief) zijn naast de leden van de RvB (eveneens individueel en collectief) onderhevig aan een toetsing door de toezichthouder – ECB – op geschiktheid en betrouwbaarheid.¹⁴ Bij selectie van potentiële bestuurders en commissarissen zal de RvC dit, maar ook andere vennootschappelijke belangen, in overweging moeten nemen. In het buitengewoon onwaarschijnlijke scenario van benoeming door de Ondernemingskamer zou dat overigens niet anders zijn. Dit vormt een barrière voor vijandige bieders en activistische aandeelhouders, maar één die mogelijk nog wel overwonnen kan worden.

VVGB 10%+ aandeelhouder

Zoals hiervoor aangestipt, is een VVGB vereist voordat een aandeelhouder 10% of meer van het kapitaal of de stemrechten van een bank zoals ABN AMRO kan verkrijgen. Het door de toezichthouder – De Nederlandsche Bank (DNB) en ECB – gehanteerde beoordelingskader bij het beoordelen van een VVGB-aanvraag is echter een andere (en is wettelijk vastgelegd) dan welke een RvB, een RvC of beschermingsstichting zal hanteren bij het beoordelen van de wenselijkheid van een overname, de randvoorwaarden daarvan, enzovoort. Art. 3:100 Wft

noemt limitatief de gronden op grond waarvan de ECB een VVGB kan weigeren, welke zich (kort gezegd) richten op betrouwbaarheid van de aanvrager en de daaraan verbonden medebeleidsbepalers van de kredietinstelling (alsmede hun geschiktheid), waarborging van financiële soliditeit, mogelijkheid voor de kredietinstelling om te blijven voldoen aan prudentiële regels, afwezigheid van witwassen of financiering van terrorisme, en verstrekking van volledige en juiste informatie.

Implementatie van 'gewone' beschermingsmaatregelen

Naar mijn mening blijft het dan ook passend om naast de hiervoor beschreven 'beschermingslagen' een 'gewone' beschermingsmaatregel te implementeren bij een (bijzondere) kredietinstelling als ABN AMRO. In eerste instantie lijkt het dan voor de hand liggend om een 'stichting preferente aandelen' (of 'stichting continuïteit') een 'call optie' te geven. Bij uitoefening van die optie zou de stichting (nagenoeg) de helft van het uitstaande kapitaal (met stemrechten) van de bank verkrijgen in de vorm van preferente aandelen. In zijn brief van 22 mei jl. constateert de minister dat deze structuur echter bezwaarlijk kan zijn met het oog op het (pas bij uitoefening van de optie) kunnen verkrijgen van een VVGB door een stichting continuïteit. De achtergrond hiervan is dat de tekst van de Verordening banktoezicht (ook wel de SSM-verordening genoemd) en de Kaderverordening banktoezicht (ook wel de SSM-kaderverordening) zo kan worden gelezen dat een VVGB pas aangevraagd kan

Naar mijn mening blijft het dan ook passend om naast de hiervoor beschreven 'beschermingslagen' een 'gewone' beschermingsmaatregel te implementeren bij een (bijzondere) kredietinstelling als ABN AMRO

worden bij een concrete (intentie tot) verwerving van een gekwalificeerde deelneming.^{15,16} Tijdens het op 23 juni jl. gehouden debat in de Tweede Kamer lichtte de minister toe dat de vraag met de ECB besproken is of niet een stichting continuïteit kan worden opgezet waarbij meteen al een VVGB – eventueel voorwaardelijk – aangevraagd kan worden. De ECB heeft in antwoord daarop de positie ingenomen dat de VVGB-procedure pas start als het juridische feit ontstaat dat een aandeelhouder in één keer 10% of meer van de aandelen en dus de zeggenschap in

¹² HR 6 december 2013, NJ 2014/167, m.nt. Van Schilfgaarde.

¹³ Zo liet het bestuur van Stichting Preferente Aandelen B KPN weten in de toelichting op het besluit om preferente aandelen uit te geven (als beschermingswal tegen het bod van América Movil) dat het zich daartoe genoodzaakt zag om de belangen van KPN en de met haar verbonden stakeholders en de Nederlandse samenleving als geheel veilig te stellen (persbericht van 30 augustus 2013). Het bestuur benadrukt het maatschappelijke belang van KPN door erop te wijzen dat het bedrijf in Nederland 'eigenaar en beheerder is van vitale netwerken'.

¹⁴ Art. 4 lid 1 sub e van Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

¹⁵ Zie art. 4 lid 1 sub c en met name art. 15 lid 2 waarin gesproken wordt over 'voorgestelde wijzigingen'.

¹⁶ Zie art. 86 lid 1 van de Verordening (EU) nr. 468/2014 van de Europese Centrale Bank van 16 april 2014 tot vaststelling van een kader voor samenwerking binnen het Gemeenschappelijk Toezichtmechanisme tussen de Europese Centrale Bank en nationale bevoegde autoriteiten en met nationale aangewezen autoriteiten. Hierin wordt gesproken over 'de intentie tot verwerving van een gekwalificeerde deelneming in een kredietinstelling'.

handen krijgt (oftewel, bij uitoefening van de optie door de stichting continuïteit).

Dit kan leiden tot een mate van onzekerheid over de beschermingsmaatregel (wordt de VVGB verleend?) en tot moeizame timingoverwegingen bij het nemen van een besluit tot het al dan niet uitoefenen van de optie door de stichting continuïteit (hoe lang duurt het voordat de

Met betrekking tot de klassieke beschermingsconstructies lijkt het bijzondere toezichtrechtelijke regime in de weg te staan aan het opzetten van een stichting continuïteit met een 'call optie' op nog uit te geven preferente aandelen

VVGB wordt verleend en de stemrechten dus verkregen kunnen worden?). Deze onzekerheid wordt vergroot door het feit dat beoordeling van een VVGB overeenkomstig de Verordening banktoezicht toekomt aan de ECB.

Waar DNB bekend is met de typische Nederlandse preferente aandelenstructuur zullen de behandelaren bij de ECB dat waarschijnlijk niet zijn. Hoewel DNB het voorbereidende werk doet, is de beslissing omtrent een VVGB uiteindelijk aan de ECB. DNB dient daartoe binnen 45 werkdagen na de ontvangstbevestiging van de aanvraag van een VVGB (voor welke ontvangstbevestiging DNB 2 werkdagen heeft) een ontwerpbesluit op te stellen en dat aan de ECB te zenden.¹⁷ Daarbij heeft DNB overigens de bevoegdheid om de termijn eenmalig met maximaal 30 werkdagen op te schorten indien DNB om aanvullende informatie heeft verzocht.¹⁸ De ECB dient vervolgens binnen een termijn van 60 werkdagen na de ontvangstbevestiging (of 90 werkdagen in geval van een door DNB verlengde termijn) over de verlening van de VVGB te beslissen.¹⁹ Als gevolg hiervan kan de totale termijn 92 werkdagen bedragen. Bij gebreke van een goedkeurend of afkeurend besluit binnen deze termijn zal de VVGB overigens worden geacht te zijn verleend.²⁰ Separaat dienen goedkeuringsregels (en meldingsregels) op grond van buitenlands recht niet vergeten te worden.²¹

Nu een vijandige bidder zelf ook een VVGB zal moeten verkrijgen, vanwege de bescherming die tot op zekere hoogte kan worden geboden door implementatie van het structuurregime (of andere drempels die de mogelijkheid de RvB of RvC te vervangen inperken) alsmede met het oog op de 180-dagen responstijd die uit de Cryo-Save uitspraak – ook in geval van activistische aandeelhouders – kan volgen, is het mogelijk dat een stichting continuïteit uiteindelijk voldoende tijd zal hebben om na uitoefening

van de call optie een VVGB te verkrijgen, alvorens de stichting daadwerkelijk de preferente aandelen verkrijgt. De combinatie van onzekerheid over en tijd benodigd voor de uiteindelijke beoordeling door de ECB, en het feit dat de stichting continuïteit *de facto* gedwongen wordt om (mogelijk onnodig) zeer tijdig de optie uit te oefenen (immers, waar een eventuele uitgifte van preferente aandelen normaliter nauwkeurig getimed kan worden, zou dat bij een kredietinstelling pas kunnen nadat de VVGB eenmaal verkregen is), maakt de preferente aandelenstructuur waarschijnlijk een minder nauwkeurig toepasbaar beschermingsmiddel.

Dit richt de schijnwerpers op de mogelijkheid van certificering. Een STAK zou de (gewone) aandelen van de vennootschap (gelijk per de beursgang) houden en per aandeel een (beursgenoteerd) certificaat uitgeven. Toegegeven, dit is een tegenwoordig bij Nederlandse beursvennootschappen minder regelmatig voorkomende structuur. Het kan echter een volstrekt met preferente aandelen vergelijkbaar beschermingsniveau bieden als het gaat om de bescherming van de continuïteit van de vennootschap door het beperken, uitsluiten of herroepen van een stemvolmacht in het geval van een vijandig overnamebod of een activistische aandeelhoudersactie die ingaat tegen het belang van de vennootschap en al haar belanghebbenden als geheel. In potentie biedt een STAK-structuur zelfs meer flexibiliteit (door middel van het wel of niet beperken, uitsluiten of herroepen van de volmacht voor specifieke voorstellen), waarbij de minister in zijn brief van 22 mei jl. overigens heeft aangegeven dat dit in het geval van ABN AMRO slechts mogelijk zal zijn met instemming van de minister voor zolang de Staat nog ten minste een derde van het kapitaal houdt.²²

Opgemerkt is dat er in de bij ABN AMRO voorgestelde structuur niet voor is gekozen om de STAK 'automatisch' stemrecht te laten behouden in het geval dat houders van certificaten 'niet de moeite nemen om te stemmen' (oftewel in geval van aandeelhoudersabsenteïsme). Deze keuze beperkt aanzienlijk het effect dat een STAK-structuur anders ook in 'normale' omstandigheden kan hebben.

De Nederlandse Corporate Governance Code stelt, onder andere, dat certificering van aandelen een middel is om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering een (toevallige) meerderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Volgens de Code dient certificering van aandelen niet gebruikt te worden als be-

17 Art. 1:106b lid 1 en lid 2 Wft.

18 Art. 1:106c lid 3 en lid 4 Wft.

19 Art. 1:106b Wft. Vergelijk ook art. 86 lid 2 van de Kaderverordening banktoezicht waarin aangegeven wordt dat de ECB ten minste vijftien werkdagen heeft voor haar (deel van de) beoordeling.

20 Art. 1:106d Wft.

21 Ik denk met name aan toepasselijke regels in Guernsey, Hong Kong, Jersey, Singapore en de VS.

22 De minister geeft op p. 20 van zijn brief d.d. 22 mei 2015 ook aan dat stemontzegging niet langer dan twee jaar zal mogen duren. De achtergrond hiervan zal zijn dat op grond van jurisprudentie (HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA) en HR 9 juli 2010, «JOR» 2010/228 (ASMI)) beschermingsmaatregelen slechts van tijdelijke aard mogen zijn. Daarnaast lijkt de termijn van maximaal twee jaar (vrijwillig) aan te sluiten bij de strekking van art. 5:71 lid 1 sub c Wft, welke de plicht een openbaar bod uit te brengen niet van toepassing verklaart op een stichting continuïteit die aandelen na aankondiging van een openbaar bod gaat houden voor de duur van maximaal twee jaar ter bescherming van de doelvennootschap. De verplicht bod-regeling is op een STAK sowieso niet van toepassing op basis van art. 5:71 lid 1 sub d.

schermingsmaatregel, en dient het bestuur van de STAK aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden onbeperkte stemvolmachten te verlenen. In het geval van ABN AMRO wordt hier uitdrukkelijk van afgeweken. Dat is toegestaan onder de wet. Afwijkingen van de Code door een beursvennootschap moeten, jaarlijks, uitdrukkelijk (en met redenen omkleed) worden beschreven in het jaarverslag. De door de minister gegeven achtergrond bij de keuze voor de structuur lijkt een goede reden te geven voor zo een afwijking.

Het Burgerlijk Wetboek voorziet er, in art. 2:118a, in dat waar met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de gereglementeerde markt, de certificaathouder op zijn verzoek wordt gevolmachtigd het stemrecht op de aan zijn certificaten onderliggende aandelen uit te oefenen. De wet voegt daar echter expliciet aan toe dat de stemgerechtigde (de STAK) de volmacht kan beperken, uitsluiten of een gegeven volmacht herroepen in drie limitatief opgesomde gevallen. Een van die gevallen is de situatie waarin een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de vennootschap of op certificaten of de gerechtvaardigde verwachting bestaat dat daartoe zal worden overgegaan, zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap (oftewel, een vijandig bod). Een ander is de situatie dat naar het oordeel van de stemgerechtigde uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (dus inclusief ongewenste voorstellen van activistische aandeelhouders).

Concluderend

Diverse (beschermings)maatregelen kunnen benut worden om te voorkomen dat een systeembank als ABN AMRO in vijandige situaties (te veel) een speelbal wordt van een partij met ongewenste intenties. De meeste maatregelen bieden slechts gedeeltelijk soelaas. Zo bieden het structuurregime en gekwalificeerde meerderheden enige mate van bescherming, maar waterdicht zijn deze niet. Met betrekking tot de klassieke beschermingsconstructies lijkt het bijzondere toezichtrechtelijke regime dat nu op een systeembank als ABN AMRO van toepassing is, in de weg te staan aan het opzetten van een stichting continuïteit met een 'call optie' op nog uit te geven preferente aandelen. De uitoefening van die optie is onderworpen aan goedkeuring van de ECB en zal dus in elk geval tijd kosten op het moment dat het erop aan komt. Met het oog hierop geloof ik dat ABN AMRO met het reeds bij de beursgang optuigen van een beperkte, gefocuste certificeringstructuur waarbij stemvolmachten alleen worden onthouden in 'oorlogstijd', een passende beschermingsmaatregel lijkt te hebben gevonden die mogelijke bezwaren van een stichting continuïteit omzeilt.

Over de auteur

Mr. Alexander J. Kaarls is advocaat bij Houthoff Buruma in Amsterdam. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.