4. Controlling the market for corporate control; conflicting public and private interest in listed companies

Marnix van Ginneken, hoogleraar Internationaal ondernemingsrecht, i.h.b. internationale corporate governance
Maarten Verbrugh, hoogleraar Europees en rechtsvergelijkend ondernemingsrecht
Kid Schwarz, hoogleraar in Ondernemingsrecht

Introductie

Denkend over het Onderzoeksthema, de borging van publieke belangen door private actoren, en zulks vertaald naar het terrein van het ondernemingsrecht in ruime zin, komt een scala aan onderzoeksthema's op, die een gemeenschappelijke basis hebben, te weten de invloed van ondernemersactiviteiten op publieke belangen en, omgekeerd, de invloed van vormgeving van publieke belangen op privaatrechtelijk wenselijke ontwikkelingen.

Wanneer het gaat om ondernemen in de private sfeer in relatie tot het al dan niet dienen van publieke belangen, is het overkoepelend thema te vinden in de klassieke benadering van het maatschappelijk verantwoord ondernemen. De maatschappelijke relevantie van het MVO-beleid van ondernemingen is groot, nu de kring van betrokken deelbelangen bij die ondernemingen groot is. We denken aan belangen van aandeelhouders, via die van werknemers en (andere) contractanten met de ondernemer tot aan onvrijwillig bij de effecten van de onderneming betrokkenen. Ook die laatste categorie stakeholders is groot en zeer divers, lopend van de belangen van bewoners van Gronings aardbevingsgebied via de boeren, die niet alleen verantwoordelijk worden gehouden voor milieuvervuiling, maar net als bouwers door milieuproblematieken in hun belangen lijken te worden geschaad, tot die van de wijnbouwers in Frankrijk en de ijsberen en Inuit. In het spanningsveld tussen publieke en private belangen zijn belangrijke thema's die zich lenen voor onderzoek gelegen in het bestuderen van: i). de rol die ondernemingen vrijwillig op zich nemen bij duurzaam ondernemingsbeleid; ii.) de rol die financiers spelen, zoals institutionele aandeelhouders; en iii) de rol van de nationale en Europese overheid bij het afdwingen van maatschappelijk verantwoord ondernemen en dan niet zozeer met het oog op de activiteiten van beursgenoteerde vennootschappen, maar vooral met aandacht voor financiering en productie binnen het MKB. Deze bestudering kan zowel door klassiek juridisch als door empirisch onderzoek plaatsvinden.

Door eisen te stellen aan het bewaken van financieringsstructuren en productieketens in het kader van bijvoorbeeld het centraal inkoopbeleid door de centrale overheid, maar ook op decentraal niveau, dragen overheden bij aan institutionalisering van een controlemechanisme dat bij beursvennootschappen en anderszins in het oog springende producenten wordt gevormd door de 'Courts of Public Opinion', die in hun oordeelsvorming worden gestimuleerd of zelfs beïnvloed door de informatieverstrekking van NGO's en andere activisten die mogelijke misstanden bij dit type ondernemers aan de orde stellen. Daar waar het MKB zich buiten het schootsveld van deze activisten beweegt, lijkt er een belangrijke taak voor de overheid in dat kader te zijn weggelegd. Interessant in dit verband is overigens het feit

dat de stakeholdersbenadering, die wij in continentaal Europa hanteren bij de definitie van wat het belang van de vennootschap inhoudt, tegenwoordig ook meer en meer wordt omarmd in het Anglo-Amerikaans denken, waardoor er een duidelijke waarneembare convergentie tussen het stakeholdersmodel en het aandeelhoudersmodel aanwezig is.

Stimulering van het betrekken van het MVO-aspect is niet alleen gerelateerd aan de monitoring van en empirisch onderzoek naar de activiteiten die in de onderneming worden ontwikkeld en de board room dynamics, maar raken bijvoorbeeld ook aan het brede terrein van maatschappelijk verantwoord financieren. Wanneer gedacht wordt aan de organisatie van de financiering in private ondernemingen, in welk kader wel wordt gesproken van sustainable financing, gaat het niet alleen maar om de vraag naar de financiering van activiteiten die haaks staan op hetgeen als maatschappelijk verantwoord wordt beschouwd (denk aan de tabaksindustrie of de wapenindustrie), maar ook om de noodzaak om, eventueel via (in)formele regulering, te komen tot betrokken aandeelhouderschap van bijvoorbeeld institutionele beleggers, die wereldwijd de belangrijkste aandeelhouders in beursfondsen zijn. Als het gaat om de zeggenschap van equity partners in beursvennootschappen speelt al geruime tijd de discussie over de vormgeving van betrokken aandeelhouderschap, wat, in de sfeer van institutionele beleggers, impliceert dat de zeggensmacht als aandeelhouder ook daadwerkelijk en op basis van zorgvuldig geformuleerd beleggingsbeleid, dient te worden benut. Het staat volgens economen vast dat, wanneer de aandeelhoudersvergadering zijn aandeelhoudersmacht daadwerkelijk en op verantwoorde wijze uitoefent, de prestaties van de vennootschap in omvang en kwaliteit zullen verbeteren. Daarnaast is betrokken aandeelhouderschap ook een aspect dat een rol speelt bij het stabiliseren van het ondernemingsklimaat in een rechtsorde, ook ter vermijding van overnamepogingen van financiers die niet de steun van het management van de vennootschap hebben omdat die haaks staan op de vennootschappelijke belangen zoals die in het beleid zijn vormgegeven, waarbij dus alle belangen van alle deelbelanghebbenden betrokken zijn. Vanuit dat perspectief kunnen beschermingsstructuren worden beschouwd als gericht op bescherming van het vennootschappelijk belang en daarmee tevens van de genoemde stakeholders, ook al staan die op forse afstand van de (onderneming van de) vennootschap. Denk aan de taakopvatting van Paul Polman als voorman van Unilever toen een bod was aangekondigd op de vennootschap van het vooral op financiële resultaten gerichte Kraft Heinz. Betrokken aandeelhouderschap wordt dus ook uitgelegd als daadwerkelijk betrokken zijn bij het ondernemingsbeleid, hetgeen in feite een stemplicht voor institutionele beleggers behelst, die in theorie steeds zal leiden tot verbetering van het vennootschappelijk bestuur. In dit verband kan ook gedacht worden aan de aanstaande implementatie van de gewijzigde aandeelhoudersrichtlijn, die aan deze thema's raakt.

Een ander belangrijk aandachtspunt voor onderzoek is gelegen in de relatie tussen enerzijds het vennootschappelijk belang, dat immers in essentie samenvalt met het streven van overheden tot stimulering van welvaart en welbevinden, en anderzijds de interne verhoudingen en machtsposities binnen vennootschappen. Een vrolijk draaiende economie is immers van groot belang bezien vanuit het governance-perspectief van overheden, die zich tegelijkertijd op afstand dienen te houden van beïnvloeding van ondernemers- en ondernemingsstructuren. In dit spanningsveld valt veel te genieten. Zo is de vraag, die op dit moment steeds meer aandacht krijgt, of de overheid moet interveniëren in bijvoorbeeld de market for corporatie control.

Economen geloven in een belangrijke rol van die markt omdat de mogelijkheid tot het realiseren van een ongeïnviteerde overname van een doelwitvennootschap, een heilzaam effect heeft op de optimalisering van de performance van het management van grotere ondernemingen. Tegelijkertijd maakt een vrije overnamemarkt het mogelijk dat bieders vitale ondernemingen in handen kunnen krijgen. Men denke aan de schok die de overname van het

Duitse Kuga (robotica) door het Chinese Midea-concern teweegbracht, nu plotsklaps evident werd dat toptechnologie gewoon te koop blijkt en weglekt in de sfeer van de overnemer. In een vrije overnamemarkt zal de positie van de aandeelhouders bepalend zijn in reactie op het bod, waarbij een belangrijke rol speelt dat daarbij de financiële belangen van die aandeelhouders veelal doorslaggevend zullen blijken te zijn. Vandaar dat wel wordt verdedigd dat het beter is om de keuze tot het al dan niet ingaan op een overnamebod, niet bij aandeelhouders te leggen maar bij onafhankelijke derden, zoals besturen van beschermingsstichtingen, die een overnamepoging kunnen blokkeren door gebruik te maken van de mogelijkheid om beschermings(preferente) aandelen bij de stichting te doen plaatsten. Ook in dat kader is een vraag hoe overheidsregulering in relatie met ondernemingsbelangen vorm moet krijgen. Op dit moment speelt de discussie over de vraag of de overheid moet kunnen interveniëren in een overnameproces waarbij vitale kennis of activiteiten 'weglekken' richting buitenlandse partijen. Het is interessant om te zien hoe op deze wijze de discussie over 'beschermingsmaatregelen', die al sinds de jaren "20 van de vorige eeuw speelt, nieuw leven wordt ingeblazen. Het is goed om ons te realiseren dat beschermingsmaatregelen ooit zijn ontstaan omdat er belang werd gehecht aan het weren van buitenlandse partijen in Nederlandse vennootschappen. Ook in dit verband relevant is de vraag of nationale overheden of, bijvoorbeeld de Europese regelgever, moet interveniëren in het kader van het creëren van een Global Level Playingfield. Er gaan de laatste tijd steeds meer stemmen op die vragen om overheidsingrijpen tegen de overnamemogelijkheden in Nederland of Europa van buitenlandse ondernemingen, terwijl een vergelijkbaar overnametraject in die andere rechtsorde (al dan niet feitelijk) onmogelijk is. Deze discussie wordt nog verscherpt door het feit dat buitenlandse partijen die overnameplannen hebben ook worden gefinancierd door overheden, althans door lokale sovereign wealth funds. Een cruciaal aspect in dit verband is ook de mogelijk noodzakelijke overheidsbetrokkenheid bij de totstandkoming van overnames van vennootschappen, met name door buitenlandse partijen, wanneer de totstandkoming van de thans bedreigde partij in hoge mate is gefinancierd met overheidsmiddelen, bijvoorbeeld door subsidies of andere steunmaatregelen met publieke middelen, waarbij bijvoorbeeld ook te denken valt aan startups die vanuit publiek-bekostigd universitair onderzoek geboren zijn. In dat verband komt de vraag op naar verdiscontering van die investeringen in de overnameprijs van aandelen, in welk verband er tegenwoordig wel wordt gesproken van true pricing.

Veel van deze aspecten kunnen potentieel worden betrokken in het volgend PhD-onderzoeksproject, waarbij het themaonderzoek van het sectorplan binnen het Ondernemingsrecht van start zou kunnen gaan.

PhD project

De overnamemarkt wordt gepercipieerd als een controle- en sturingsmechanisme dat essentieel is voor de bescherming van risicodragende kapitaalverschaffers in de vennootschap. In dit onderzoek wordt gekeken naar factoren die de effectiviteit van dit mechanisme beïnvloeden. Dat zijn er in Nederland ten minste drie, die leiden tot interessante onderzoeksvragen naar de rol van publieke belangen in private vennootschappen.

Allereerst speelt in Nederland het 'eigen' vennootschappelijk belang een rol als wettelijk richtsnoer voor het functioneren van bestuur en toezicht. De strategie die bij de realisatie van dat belang wordt gevoerd wordt, volgens vaste rechtspraak van de Hoge Raad, bepaald door het management. Dat maakt de slagkracht van dat management als gatekeeper groot, terwijl die positie nog wordt versterkt door recente acties van de wet- en regelgever, zoals bijvoorbeeld in het voorliggend wetsvoorstel 'Wettelijke Bedenktijd' alsook in de definitie van vennootschappelijke belangen in de Corporate Governance Code 2016. Een vraag bij deze

tweede factor is of die hier speelt is of de overheidsbemoeienis met aandeelhoudersactivisme gewenst is of juist niet. Zo kan goed verdedigd worden dat invoering van de wettelijke bedenktijd de dynamiek in de Nederlandse markt in hoge mate kan frustreren, daar waar aan de kant van de beleggers de institutionele partijen de boventoon voeren, maar tegelijkertijd geen neiging tot activisme hebben. Dat ontbreken van activisme (waarvan wordt aangenomen dat, mits met mate gehanteerd, een stimulerend effect het gevolg moet zijn in termen van kwaliteit van bestuur en dus ook rendement van de vennootschap) bij institutionele partijen kan op verschillende wijze worden verklaard, bijvoorbeeld door de neiging om niet alleen te willen investeren in een grotere aandeelhoudersbetrokkenheid bij wereldwijd gevestigde vennootschappen omdat dan ook de andere institutionelen van de koerseffecten zouden genieten (*free ridership).* Probleem hierbij is het feit dat de *performance* van institutionelen op relatieve wijze wordt beoordeeld, hetgeen besturen van individuele institutionele beleggers niet stimuleert om te investeren in grotere aandeelhoudersbetrokkenheid. Bij een relatieve prestatiebeoordeling leidt zo'n investering immers per definitie tot een negatieve score voor het investerende fonds dat bijdraagt aan de prestatievergroting van niet investerende fondsen. In dat verband worden activistische aandeelhouders zoals *hedgefunds* wel gezien als katalysator voor positieve ontwikkelingen op de beurs, nu deze beleggers, na zorgvuldige *targetting*, een vennootschap kiezen waar zij hun activistische pijlen op zullen richten om op de korte termijn een stevig resultaat te scoren op de belegging in dat fonds, die in de praktijk meestal minder dan 10 tot 15% van de aandelen omvat. Zo'n activist opereert in de praktijk met stille steun van een aantal institutionelen, die, wanneer het bed is opgeschut, zich eenvoudig en groepsgewijs achter het voorgesteld beleid van de activist kunnen stellen en daarmee koeswinsten genereren. Interessante vraag in dit verband is of voorgenomen wetgevingsplannen in dit kader niet dodelijk zijn voor deze marktontwikkelingen, waarbij dan op dit moment met name moet worden gedacht aan het wetsvoorstel inzake de wettelijke bedenktijd, die het activisten immers onmogelijk maakt om hun rol te spelen, nu, bijvoorbeeld, gedurende die bedenktijd de aandeelhouders niet het agenderingsrecht toekomt, op welke wijze in de praktijk nu juist de boel wordt opgeschut.

Ten slotte is een duidelijke tendens waarneembaar waarin overheidscontrole toeneemt op fusietrajecten waarbij buitenlandse partijen betrokken zijn. Hier spelen motieven met betrekking tot nationale veiligheid in ruime zin, waarbij wel wordt gesproken over de bescherming van 'vitale ondernemingen', maar moet ook worden gedacht aan de wens om een global level playingfield te creëren. Ten slotte speelt in dat kader nog de problematiek van de sovereign wealth funds waarbij sprake is van statelijke betrokkenheid bij overnamepogingen door buitenlandse partijen.

In dit project staan de volgende mogelijke subthema's en onderzoeksvragen centraal:

- Subthema 1. De rol van het vennootschappelijk belang bij vijandige overnamepogingen
  In hoeverre draagt de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie bij aan de machtpositie van het management bij het blokkeren van een niet gewenste overname en welk wisselgeld wordt geboden?
- Subthema 2. Regulering van aandeelhoudersactivisme
  Op welke wijze zou overheidsbetrokkenheid bij de market for corporate control geoptimaliseerd moeten worden, waarbij enerzijds gedacht moet worden aan stimulering van die betrokkenheid in het kader van de stabiliteit van ondernemingen, ook met het oog op overnamebedreigingen, en anderzijds aan het niet teveel tegengaan van aandeelhoudersactivisme.
- Subthema 3. Statelijke invloed op de overnemingenmarkt
  Wat zijn de vitale belangen die de overheid moet en mag dienen en welke mogelijkheden zijn er om te interveniëren bij ongewenste overnames?

Het gaat bij deze thema's over de spanning die het doorsijpelen van publieke belangen in de private vennootschappelijke omgeving met zich brengen. De inclusieve aanpak van dergelijke thema's in één onderzoek is sterk vernieuwend en biedt ruimschoots mogelijkheden om empirische onderzoekstechnieken te combineren met klassiek juridisch onderzoek.

Aansluiting bij aanwezige expertise

Kid Schwarz (hoogleraar Ondernemingsrecht) heeft gepubliceerd over voor dit project relevant onderzoek, waarbij onderzoekslijnen in dit veld recent bijeen kwamen in zijn Rotterdamse oratie getiteld "De impact van het vennootschappelijk belang" (2018).

Maarten Verbrugh (hoogleraar Europees en rechtsvergelijkend ondernemingsrecht) heeft gepubliceerd over het stakeholder-model en over herstructureringen, bijvoorbeeld in zijn dissertatie Herstructurering bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers, in het tijdschrift Ondernemingsrecht en in een bijdrage binnen de Springer boekserie Studies in European Economic Law and Regulation.

Marnix van Ginneken (hoogleraar Internationaal ondernemingsrecht, i.h.b. internationale corporate governance) heeft gepubliceerd over voor dit project relevant onderzoek, bijvoorbeeld zijn dissertatie Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten. Hij is tevens lid van de Raad van Bestuur, Executive Vice President en Chief Legal Officer van Koninklijke Philips N.V.