



'Wettelijke
overnames is
ge maatregel'

BANKEN TERUGHOUDEND

Financier preferente aandelen uit eigen middelen

Dit jaar vervalt de optie van de Stichting Ahold Continuïteit om preferente aandelen te kopen. Daarmee dreigt Ahold Delhaize een krachtig wapen te verliezen tegen vijandige overnames. Maar volgens promovendus Robrecht Timmermans moeten we ons niet blind staren op Ahold. 'Een meerderheid van de Nederlandse vennootschappen kan zich met preferente aandelen prima beschermen.'

Door Rutger Vahl

AANDEELHOUDERSWAARDE. IN DE TWEEDE

helft van de jaren negentig en de eerste jaren van de nieuwe eeuw was het dat wat de klok sloeg. Maar door de financiële crisis en dreigende of mislukte bedrijfs-overnames (ABN Amro, KPN, Boskalis/Fugro, Akzo-Nobel) zwaait de pendule alweer tien jaar de andere kant op. De herziene Code Corporate Governance uit 2016 is er duidelijk over: het bestuur van een vennootschap dient te streven naar het creëren van waarde op lange termijn voor alle stakeholders. En dus niet alleen voor (activistische) aandeelhouders. Sterker nog, CEO's en CFO's hebben er een argument bij gekregen zich te verzetten tegen aandeelhouders die het bestuur willen wippen of onderdelen van het bedrijf wensen door te verkopen aan de hoogste bidder. Ook de politiek bemoeit zich ermee. In het Regeerakkoord (oktober 2017) staat dat bedrijven bij een vermeende vijandige overname 250 dagen 'bedenktijd' moeten kunnen inlassen. Deze wettelijke *cooling down*-periode is bedoeld om al te verhitte aandeelhouders tot bedaren te brengen. Robrecht Timmermans, werkzaam bij Buren (een kantoor van advocaten, notarissen en belastingadviseurs), heeft zijn proefschrift – over de bescherming van beursvennootschappen door de uitgifte van preferente aandelen – naar aanleiding hiervan nog verder aangevuld. 'Maar eigenlijk was mijn boek al klaar', zegt hij.

Juist die pagina's over de wettelijke bedenktijd, die feitelijk losstaan van je eigenlijke promotieonderzoek, hebben de meeste aandacht getrokken.

'Ik heb de prefs juist ook in een breder perspectief geplaatst. Daar hoort ook een actualiteit bij. Die 250 dagen bedenktijd is heel actueel. Bovendien is een van de leden van de promotiecommissie, Harm-Jan de

Kluiver, een voorstander van die bedenktijd, terwijl ik er niet veel in zie. Journalisten dachten waarschijnlijk dat het spannend zou worden tijdens de promotie. Dat is hen dan tegengevallen. De Kluiver heeft mij wel vragen gesteld, maar niet over de bedenktijd.'

Waarom zie je niets in die time-outknop?

'Het is een overbodige maatregel. Nederlandse bedrijven hebben genoeg andere middelen om zich te beschermen tegen activistische aandeelhouders. In de eerste plaats is dat de uitgifte van preferente aandelen aan een stichting. Met die prefs verwerft de stichting controle. Hierover gaat mijn proefschrift. Preferente aandelen zijn een actief middel, zo beschrijf ik, waarmee bestuurders daadwerkelijk besluiten kunnen forceren. Die 250 dagen bedenktijd is een passief middel, het handhaaft de status quo. Bedrijven winnen er alleen tijd mee.'

Waarom is de uitgifte van preferente aandelen een probaat middel tegen activistische aandeelhouders?

'Omdat we dat in Nederland goed hebben geregeld, namelijk via een onafhankelijke stichting. Die constructie is ontstaan in de jaren zeventig van de twintigste eeuw. Bedrijven gaven tot die tijd aandelenpakketten uit aan bevriende partijen, meestal banken. Zo kon men de onderneming beschermen tegen vijandelijke overnames en onwillige grootaandeelhouders. Maar men ging inzien dat de bank meerdere petten kreeg en dat dit onwenselijk was. Zo ontstond het idee een derde partij, een stichting, een call-optie te geven tot het nemen van preferente aandelen. Die stichting staat los van de vennootschap en er zijn regels om belangenverstrengeling te voorkomen. Zo mogen bestuurders geen zitting

VOLGENS PROMOVENDUS TIMMERMANS MOETEN WE ONS NIET BLIND STAREN OP AHOLD

hebben in het stichtingsbestuur. Lucas Bols was in 1976 het eerste bedrijf dat aandelen uitgifte aan een onafhankelijke stichting.

Is een stichting continuïteit, zoals deze vaak heet, een typisch Nederlands verschijnsel?

‘Ook in andere landen hebben vennootschappen de mogelijkheid zich te beschermen. Maar in de Verenigde Staten kan de vennootschap zelf beschermingsmaatregelen treffen. Daar kijkt men dan ook vreemd aan tegen onze stichtingsconstructie. Men heeft het idee dat een paar oude wijze heren en dames zonder last en ruggespraak op de knop kunnen drukken, wat uiteraard niet het geval is. In Nederland staat het stichtingsbestuur bijvoorbeeld in contact met de vennootschapsleiding en raad van commissarissen. In Engeland begrijpen ze sowieso niets van bedrijven die zich met preferente aandelen kunnen verweren. Dat komt omdat beursgenoteerde bedrijven in Engeland überhaupt bijna geen beschermingsmaatregelen hebben.’

In Engeland sprak men graag van de Dutch discount. In Nederland zouden aandelen structureel onderprijsd zijn vanwege alle beschermingsconstructies. Ook in eigen land viel dat geluid te horen. Maar het lijkt helemaal verstomd.

‘Dat komt omdat de tijdsgeest veranderd is maar ook omdat het bestaan van een Dutch discount nooit is aangetoond. Het valt namelijk niet te bewijzen dat Nederlandse aandelen minder renderen dan aandelen op buitenlandse beurzen en dat dit een gevolg is van de beschermingsmaatregelen die Nederlandse bedrijven tot hun beschikking hebben.’

Aan het uitgeven van preferente aandelen door een stichting kleeft wel een paar nadelen. De eerste is dat dit voor ruim een derde van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven geen


optie is omdat ze niet zo’n stichting hebben.

‘Maar dat betekent niet dat zij onbeschermd zijn! Er zijn tal van andere beschermingsmogelijkheden, zoals de uitgifte van prioriteitsaandelen. Daarmee kun je een vijandelijke overname weliswaar niet tegenhouden maar wel vertragen en onaantrekkelijker maken. Ook certificering van aandelen – het uitgeven van effecten zonder stemrecht – is een mogelijkheid. In noodgevallen is er de *poison pill*, waarmee bedrijven zich, op wat voor manier ook, onaantrekkelijk maken voor de koper. Sommige Nederlandse vennootschappen zijn daarnaast beschermd door een grootaandeelhouder. Denk aan Randstad, Heineken en Altice.’

Een stichting continuïteit mag maximaal 30 procent van het aandelentotaal hebben. En de bescherming mag maximaal twee jaar duren. Ook dat lijken nadelen.

‘ABN AMRO lag onder vuur van een aandeelhouder die maar één procent van de aandelen had. Dan is dertig procent meer dan genoeg tegenwicht. En het opwerpen van een beschermingswal met een stichting kan in principe voor onbepaalde tijd. Die tweejaarstermijn geldt alleen in het geval de prefs worden uitgegeven in reactie op een ongewenst bod.’

Een ander probleem is de financiering van preferente aandelen. Dit gebeurt doorgaans met een banklening. Maar banken zijn hierin steeds terughoudender.

‘Dat komt omdat zij aan steeds strengere regels zijn gebonden. Bankleningen zijn daarmee duurder en omslachtiger geworden. Ik vind dat vennootschappen meer moeten onderzoeken hoe zij preferente aandelen uit eigen middelen kunnen financieren. Een voorbeeld is Takeaway.com, dat in 2017 naar de beurs ging. Dit bedrijf kan de preferente aandelen, mocht dat nodig zijn, uit eigen reserves financieren.’ 

PERMANENTE EDUCATIE



Meer weten over overnames?
Volg een online cursus via
www.executivefinance.nl/pe