

Wat te doen tegen *hedgefunds* die bedrijven na opsplitsing kaal plukken? DSM probeerde aandeelhouders die hun aandelen langer dan drie jaar hielden een dividend van 10% te geven, maar de Ondernemingskamer verbood dit. Wiek Slagter beargumenteert waarom een dergelijke beloning voor trouwe aandeelhouders rechte(n)s wél mogelijk is.¹

Wat te doen tegen *hedgefunds*?

Voor het loyaliteitsdividend

.....
Prof. mr. W.J. Slagter
 advocaat en emeritus hoogleraar Erasmus Universiteit
 Rotterdam

In november 2006 heeft DSM voorgesteld dat aandeelhouders in de gelegenheid worden gesteld om hun aandelen in DSM aan toonder om te wisselen in aandelen op naam, die in een register worden opgenomen, en dat aandeelhouders die volgens het register hun DSM-aandelen langer dan drie jaren hebben aangehouden, naast het reguliere dividend recht zullen hebben op een loyaliteitsdividend van 10% per jaar. Omzetten van aandelen aan toonder in aandelen op naam is nodig, omdat anders niet is te controleren of een aandeelhouder zijn aandelen drie

jaren heeft behouden. Dit noopt tot een wijziging van de statuten, die in de aandeelhoudersvergadering van 28 maart 2007 is aanvaard ondanks de bezwaren van onder meer de VEB, die onder andere bezwaar maakte (naast overige, mijns inziens minder belangrijke bezwaren) tegen de bij de uitvoering aan ABN Amrobank toegekende monopoliepositie.

Een *hedge fund* heeft tegen dit besluit bezwaar gemaakt, omdat een hedge fund doorgaans een aandeel korter dan drie jaar houdt en dus als een deloyale aandeelhouder is te beschouwen. Daarom heeft het hedge fund zich gewend tot de Ondernemingskamer en zich er over beklagd dat het besluit van DSM in strijd is met het gelijkheidsbeginsel. De zelfkennis van dit hedge fund is te

prijzen. Omgekeerd kan men stellen dat het besluit van DSM is te beschouwen als een middel om zich te wapenen tegen hedge funds als aandeelhouders. Daarbij heeft een hedge fund gesteld dat er door toekenning van dit loyaliteitsdividend twijfel is aan het beleid bij DSM, zodat een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer kon worden ingediend. Bij wege van voorlopige voorziening heeft de Ondernemingskamer in zijn beschikking van 28 maart 2007, JOR 2007/118 m.nt. M. Brink beslist, dat een zodanig loyaliteitsdividend in strijd is met de gelijkheid die de vennootschap jegens aandeelhouders moet betrachten (art. 2:92 BW).

Rechtspolitiek gerechtvaardigd

Ik acht de beschikking van de Ondernemingskamer om twee redenen onjuist.² In de eerste plaats, zelfs indien men van mening is dat het bestuur van DSM een besluit heeft genomen in strijd met

.....
¹ Op verzoek van het *Advocatenblad* bespreekt de heer Slagter enkele hoofdpunten van het opstel over dit onderwerp in de lustrumbundel van de Vereniging voor Effectenrecht, die op de jaarvergadering in Hotel Krasnapolsky te Amsterdam op 15 november 2007 ten doop zal worden gehouden.

.....
**De sigaar uit eigen
 doos wordt zo een
 sigaar uit ander-
 mans doos**

.....
² OK 28 maart 2007, JOR 2007, 118 m.nt. M. Brink inzake DSM. Onlangs is bekend geworden dat de PG bij de Hoge Raad cassatie in het belang van de wet tegen deze beschikking, waarin DSM reeds had berust, heeft ingesteld. Er is dus nog hoop.



een bepaling van dwingend recht (art. 2:92 BW), betekent dat nog niet dat er twijfel is aan het beleid of de gang van zaken. De poort naar het enquêterecht dient niet te spoedig te worden geopend, indien niet het vooruitzicht bestaat dat er wellicht uiteindelijk wanbeleid zou kunnen worden vastgesteld. Daarvan is ten dezen geen sprake, zodat het verzoek van het hedge fund om voorlopige voorzieningen ex art. 2:349a BW reeds daarom had moeten worden afgewezen.

In de tweede plaats bestrijd ik, dat het voorgestelde loyaliteitsdividend in strijd is met het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 BW. Aan de hierna gegeven juridische motivering wil ik gaarne een meer rechtspolitiek argument toevoegen: geliet op de gevaren die een hedge fund als aandeelhouder kan veroorzaken met het oog op de aantasting van de continuïteit, acht ik het volkomen gerechtvaardigd – en ook een daad van juist beleid – dat een vennootschap zich wapent tegen het binnendringen van een hedge fund als aandeelhouder.

De bezwaren tegen het optreden van hedge funds zijn de volgende:

* hedge funds werken in hoofdzaak in de Angelsaksische rechtssfeer en niet in

het Rijnlandse model. Ze hebben daardoor weinig oog voor het continentale uitgangspunt waarbij het activisme van aandeelhouders in zoverre aan banden wordt gelegd dat strategische beslissingen zijn voorbehouden aan het bestuur en de commissarissen, zodat aandeelhouders (noch de algemene vergadering van aandeelhouders, noch grootaandeelhouders buiten de vergadering om) geen instructie kunnen en mogen geven aan het bestuur om een andere strategische beslissing te nemen dan het bestuur zelf

.....
**Bestuurders laten
zich verleiden door
een extra bonus,
aandeelhouders
door een biedprijs
veel hoger dan de
laatste koers**
.....

voorstaat. Besluiten om een gehele divisie te verkopen of de vennootschap te splitsen, zijn strategische beslissingen; een beslissing om na verkoop de opbrengst niet te herbeleggen, maar als extra dividend of bij wege van inkoop van eigen aandelen aan de aandeelhouders ten goede te doen komen, is weliswaar geen strategisch besluit, maar wel voor de continuïteit en voor de financiering van de onderneming zeer nadelig;

- hedge funds hebben in het algemeen slechts belangstelling voor de positie van aandeelhouders op korte termijn, met name koerswinst, ook wanneer dit ten koste gaat van de belangen van de onderneming op lange termijn, dus het belang van de continuïteit en van de werkgelegenheid;
- hedge funds dringen er vaak op aan een onderneming te splitsen, ook wanneer dat strijdig is met het belang van de onderneming als geheel, met de bedoeling de opbrengst van een verkoop van een afgesplitst onderdeel vervolgens aan de aandeelhouders uit te keren;
- hedge funds slagen er vaak in om eerst met geleend geld een vennootschap op te kopen en vervolgens die

schuld uit geldlening af te lossen met middelen uit de gekochte onderneming, in strijd met de ratio van de artt. 2:98c/207c BW; nadat de hedge funds de buit hebben binnengehaald en weer vertrokken zijn, treffen de oude eigenaren de vennootschap kaalgeplukt en met schulden overladen aan.

Sigaar uit andermans doos

De hedge funds beschikken vaak over zeer goede bestuurders en slagen erin om in korte tijd grote winsten te behalen, waardoor zij in staat zijn grote bedragen risicodragend kapitaal aan te trekken. Zij financieren de reusachtige aankopen van aandelen in andere vennootschappen echter in belangrijke mate met geldleningen. Het betreft hier dus schulden van de hedge funds; men ziet echter niet zelden, dat aan het eind van de rit die schulden gebracht worden ten laste van de doelvennootschap. Hoe is dat mogelijk?

Er zijn, afgezien van een bij de aanvang van de participatie gemaakt beding, twee verklaringen. In de eerste plaats kan het hedge fund in een algemene vergadering van aandeelhouders (ava) vaak de meerderheid van uitgebrachte stemmen uitbrengen en dus doen stemmen ten gunste van een voorstel om die schuld ten laste van de vennootschap te brengen. Dit schijnt bij Hertz (autoverhuur in Amerika) gebeurd te zijn. Ik stel hier tegenover dat, zolang er nog ten minste één andere aandeelhouder is, deze een zodanig besluit van de ava ex art. 2:15 BW door de rechter kan doen vernietigen. Een besluit waarbij de doelwitvennootschap een schuld op zich neemt zonder dat daar iets tegenover staat, is immers vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en de billijkheid.

In de tweede plaats kunnen de hedge funds strijd met de artt. 2:98 c en 2:207c BW voorkomen door een omgekeerde volgorde: niet eerst het (verboden) gebruik van de activa van de te kopen onderneming om daarmee de aankoop van de aandelen te financieren, maar eerst bij een derde een geldlening sluiten, daarna daarmee de aandelen in de doelwitvennootschap kopen en vervolgens, na aldus (indirect) eigenaar van de activa te zijn geworden, deze verkopen om aldus met de opbrengst de lening af te lossen. De

sigaar uit eigen doos wordt dan toch nog een sigaar uit andermans doos. Is dit in strijd met de ratio van de artt. 2:98c/207c BW en is er sprake van misbruik van recht?

Boter

Zowel bestuurders als aandeelhouders (alleen niet de werknemers) hebben ten dezen boter op hun hoofd. Bestuurders laten zich verleiden door een extra bonus of exitvergoeding, aandeelhouders door een biedprijs veel hoger dan de laatste koers. Er zit dan ook iets schijnheiligs in wanneer dezelfde personen die het optreden van sommige hedge funds veroordelen, vervolgens als aandeelhouders deelnemen in het aandelenkapitaal van datzelfde hedge fund. Het hemd is nader dan de rok. Voor geld worden principes helaas opzij gezet. De aandeelhouders, die onder andere door de Code corporate governance op een voetstuk zijn geplaatst, hebben er toch eigenlijk blijk van gegeven die hoge positie niet waard te zijn. In de kwestie ABN Amrobank geven de aandeelhouders wellicht evenals de werknemers de voorkeur aan een voortzetting van een zelfstandige ABN Amrobank, dus aan het afslaan van zowel het bod van Barclays Bank als van het bankentrio, maar uiteindelijk zwichtten de aandeelhouders toch voor het hogere bod van het bankentrio. Zo krijgen ook de hedge funds vrij spel. Of toch niet?

Geen schade!

Daarbij kan men aan twee dingen denken. In de eerste plaats zou men kunnen stellen dat in zoverre een verfijning van de Wennexleer³ nodig is dat weliswaar aan de aandeelhouder een recht is gegeven om zijn stem in eigen belang uit te brengen, zonder zich te hoeven laten leiden door het belang van de vennootschap, maar dat die vrijheid niet zo ver gaat dat het een aandeelhouder zou vrijstaan om zijn stem zodanig uit te brengen dat zelfs aan de vennootschap schade wordt toegebracht. Hij brengt schade aan de vennootschap toe indien hij door zijn stemmen op de aandelen meewerkt tot een besluit tot bijvoorbeeld splitsing, verkoop van een onderdeel en uitkering van de opbrengst aan de aandeelhouders, en aldus door



opsouperen schade toebrengt aan de groei, de continuïteit en het voortbestaan op gelijke schaal van de vennootschap. Hoewel zulks het gevolg kan zijn van iedere aandelenmutatie, worden hier toch wel op bijzonder grote schaal activa – verworven uit ingehouden winst ten koste van de oude aandeelhouders (die anders meer dividend zouden hebben gehad) – te gelde gemaakt door een nieuwe aandeelhouder (het hedge fund).

In de tweede plaats kunnen weliswaar uit een zo algemeen beginsel als art. 2:8 BW geen vergaande conclusies worden getrokken, zoals gebleken is uit de uitspraak van de Hoge Raad inzake ABN Amrobank,⁴ maar daaruit blijkt tevens dat zulks wellicht wel mogelijk is indien dit algemene beginsel zou kunnen worden geconcretiseerd, en wel op twee wijzen.

In art. 2:336 lid 1 BW worden in het kader van de Geschillenregeling maatregelen mogelijk gemaakt tegen een aandeelhouder 'die door zijn gedrag het belang van de vennootschap zodanig schaadt, dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet kan worden geduld'. Dit artikel is ten dezen niet van toepassing, onder meer omdat dit alleen geldt voor de bv en niet voor de nv, maar er spreekt een gedachte uit die ook zonder de Geschillenregeling zou kunnen worden toegepast. Daardoor zou men een andere invulling

⁴ HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 m.nt. Macijer, JOR 2007, m.nt. Nieuwe Weme, P. van Schilfgaarde, NJB 2007, p. 1950-1956.

³ HR 30 juni 1944, NJ 1944/45, 465 inzake Wennex.



.....

Een aandeelhouder die zijn aandelen drie jaar heeft vastgehouden, is geen speculant en bevindt zich in andere omstandigheden dan een speculant die korte tijd de aandelen houdt

.....

kunnen geven aan het begrip 'redelijkheid en billijkheid' in art. 2:8 BW. Het blijft paradoxaal dat een aandeelhouder zich door privébelangen mag laten leiden bij de stemming over het ontslag van een bestuurder of commissaris, aan wie de aandeelhouders verwijten dat hij zich – overeenkomstig zijn wettelijke taak – uitsluitend heeft laten leiden door het belang van de vennootschap en niet van enige aandeelhouder.

Bovendien kan een beroep naar analogie worden gedaan op het ingetrokken wetsvoorstel 25 732 inzake doorbreking van beschermingsconstructies. Art.

2:359f BW regelde daarbij het geval dat beschermingsconstructies niet behoeven te worden ingetrokken indien de overvaller:

- 'c. door zijn gedragingen het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming in ernstige mate heeft geschaad;
- d. het voortbestaan van een onderneming van een andere rechtspersoon of vennootschap waarop hij invloed uitoefende heeft beëindigd of in gevaar gebracht zonder bedrijfseconomische noodzaak daartoe.'

De regeling was vooral ingegeven als wapen tegen *raiders*. Zijn hedge funds zoveel beter dan deze *raiders*?

Gelijkheidsbeginsel gaat niet op

Ik keer terug naar het voorstel tot invoeren van een loyaliteitsdividend bij DSM. Dit voorstel werd door de Ondernemingskamer onjuist bevonden met het argument dat aldus door DSM in strijd werd gehandeld met het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 BW. Uit de regel dat gelijke gevallen gelijk moeten worden behandeld, volgt ook het omgekeerde: ongelijke gevallen moeten ongelijk worden behandeld, en het spiegelbeeld daarvan: indien ongelijke gevallen gelijk worden behandeld, is dat evenzeer in strijd met het gelijkheidsbeginsel. Daarvan is sprake bij de beschikking van de Ondernemingskamer betreffende het loyaliteitsdividend, omdat loyale aandeelhouders niet gelijk staan met deloyale aandeelhouders.

Het gebod van gelijke behandeling geldt niet voor alle aandeelhouders,

maar alleen voor aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden. Art. 2:92 lid 2 BW sluit ten dezen precies aan op art. 42 van de Tweede EG-Richtlijn. Men kan dan stellen dat een aandeelhouder die zijn aandelen drie jaar heeft vastgehouden en daarmee te kennen heeft gegeven een echte aandeelhouder te zijn en geen speculant, zich in andere omstandigheden bevindt dan een speculant die korte tijd de aandelen houdt.

Hoewel gelijke behandeling van aandeelhouders als een beginsel van behoorlijk bestuur kan worden beschouwd, is van schending van dit beginsel geen sprake indien voor een verschil inzake voorkeursrecht een objectieve en redelijke rechtvaardiging aanwezig is; zulks kan redelijkheid en billijkheid medebrengen. Ongelijke behandeling van aandeelhouders kan gerechtvaardigd zijn, indien zulks in het belang is van de vennootschap.⁵

Aangezien er geen verschil in effect is tussen een aanval van een hedge fund van binnenuit of door een vijandelijke overname, dient een aanval van binnenuit door een hedge fund op dezelfde wijze beoordeeld te worden als een vijandelijke overname.⁶

5 HR 11 januari 1963, NJ 1964, 433 m.nt. G. J. Scholten inzake RCMA.

6 Anders: OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42 inzake Stork.

De donkere kamer van private equity

Zondagavond 11 november 2007, 20.00 uur, wordt in de Amsterdamse Rode Hoed gedebatteerd over 'de trucs van moderne investeerders'. Sprekers: Jeroen Wester (auteur van 'Help, we worden overgenomen'), Arie van der Zwan (econoom en adviseur van centrale ondernemingsraad van PCM ten tijde van de APAX-kwestie) en Hendrik-Jan Biemond (partner bij Allen & Overly, oud-officier van Justitie), Hugo van Berckel (directeur investeringsmaatschappij CVC) en Ewout Irgang (Tweede Kamerlid SP). Gespreksleiding: Joost Oranje (NRC Handelsblad). De vragen zijn: Hoe is het gesteld met de normen en waarden in het bedrijfsleven? En met de grenzeloze kant van de vrije markt? Kunnen we iets tegen de 'sprinkhanen' doen? Moeten we er überhaupt iets tegen willen doen? En wat is de rol van Justitie en toezichthouders? Meer informatie: www.rodehoed.nl.