

Artikel 4 van de dertiende richtlijn en minderheidsaandeelhouders

Mr. Drs. G.E. Krouwel

1 Inleiding

Het *NRC Handelsblad* van 11 september 1992 bericht op pagina 11 dat het bestuur van de Amsterdamse effectenbeurs bij de SER-fusiecommissie voorstellen heeft ingediend, die moeten leiden tot regels ter bescherming van (kleine) aandeelhouders. Volgens het *NRC Handelsblad* is de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) 'niet erg enthousiast over het voorstel van de beurs.' Daarom zou de VEB pleiten voor het invoeren van 'een biedingsplicht bij het verkrijgen van een belang van meer dan 30 procent van de aandelen van een onderneming.' Een biedingsplicht zoals door de VEB wordt voorgesteld is vervat in artikel 4 lid 1 van het gewijzigde voorstel voor de dertiende richtlijn inzake het vennootschapsrecht.¹ Het eerste lid van artikel 4 bepaalt:

Iedere persoon die ten gevolge van een verwerving, door hem of een der in lid 2 bedoelde personen (verwerver), effecten mocht verwerven waardoor hij, in voorkomend geval, samen met de effecten die hij reeds houdt, de beschikking verkrijgt over ten minste een percentage stemrechten in een vennootschap dat niet op meer dan een derde van de op de datum van deze verwerving bestaande stemrechten mag worden vastgesteld, is verplicht een aanbod uit te brengen op alle effecten van deze vennootschap.

De considerans van de richtlijn geeft als reden

voor het invoeren van artikel 4 dat het noodzakelijk is minderheidsaandeelhouders te beschermen, door aan verwervers van een 'aanzienlijke deelneming' de verplichting op te leggen een bod te doen op alle uitstaande aandelen, een argument dat ook de VEB hanteert. Het lijkt mij dat de considerans bedoelt, dat minderheidsaandeelhouders moeten worden beschermd tegen het structurele verlies van zeggenschap dat kan optreden indien een aanzienlijk pakket in vaste handen komt. Het lijkt mij minder waarschijnlijk dat aandeelhouders beschermd zouden moeten worden tegen de te verwachten afname van de marktliquiditeit indien een aanzienlijk pakket van een bepaald fonds in vaste handen komt. De dertiende richtlijn bevat immers een regeling van *overnemingen* en geeft geen *beurzenrecht*.

In de financiële economie komen vraagstukken met betrekking tot de zeggenschap in vennootschappen vooral aan de orde in de 'corporate control' literatuur. Aan de hand van een drietal problemen die in de 'corporate control' literatuur worden gesignaleerd zal ik nagaan of artikel 4 van de dertiende richtlijn minderheidsaandeelhouders daadwerkelijk beschermt. Daarbij zal ik eerst aandacht besteden aan het door Grossman & Hart (1980) beschreven *free-riderprobleem*. Daarna komt het probleem van '*expropriation*'² aan de orde en tot slot zal ik aandacht besteden aan de gevolgen van artikel 4 voor de concurrentie op de overnamemarkt.

Ter afsluiting van deze inleiding wordt opgemerkt

Mr. Drs. G.E. Krouwel studeerde Nederlands recht en Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam en werkt als bedrijfsjurist bij een bank.

dat de dertiende richtlijn een aantal (juridische) problemen oproept. Met name wil ik erop wijzen dat de naleving van de verplichting van artikel 4 lid 1 tot het doen van een openbaar bod niet is gesanc-tioneerd.³ De richtlijn bevat ook geen expliciete beperkingen die de bieder bij het uitbrengen van zijn bod in acht dient te nemen, 'met name bij het stellen van voorwaarden aan acceptatie van de aangeboden effecten.'⁴ Een verplicht bod kan dus (de facto) worden ontweken door zo'n lage prijs te bieden dat het voor aandeelhouders onaan-trekkelijk is hun stukken aan te bieden. In het ver-volg veronderstel ik dat deze problemen worden opgelost voordat artikel 4 wordt ingevoerd.

2 Overnemingen en het free-riderprobleem

Grossman & Hart (1980) beschrijven een free-riderprobleem dat zich in het overnameproces kan voordoen. Een derde doet *een voorwaardelijk bod*⁵ op de aandelen (met beurskoers p) ter grootte van biedprijs b . De marktverwachting is dat de waarde van de aandelen na een geslaagde overname v zal zijn. Omdat $v > b > p$ is het voor de aandeelhouders het meest voordelig hun aandelen te houden tot na de geslaagde overname.⁶ Als er een zo groot aantal aandeelhouders is dat geen van hen de kans op succes van de overname kan beïnvloeden, dan doet zich een free-riderprobleem voor: geen enkele aandeelhouder zal zijn stukken voor minder dan v van de hand doen.⁷ Bij deze prijs komt de waardevermeerdering als gevolg van de overname volledig ten goede aan de aandeelhouders. De bieder verdient niets met de overname, die daarom niet zal plaatsvinden. Een mogelijke oplossing voor dit probleem geven Shleifer & Vishny (1986).⁸ Winstgevende overnemingen kunnen, ondanks het free-riderprobleem, mogelijk zijn indien de overnemer een initieel belang heeft.⁹ Hoewel de overnemer de aandelen van de overige aandeelhouders neemt tegen hun waarde ná de overname en dus niets verdient op de aandelen die hij koopt voor een prijs v , verdient hij door de waardestijging van zijn initiële belang in de doelwitvennootschap. Stel: een overname door een aandeelhouder met een initieel belang van 20% genereert een winst van

f 100,—. Als de kosten van de overname kleiner zijn dan f 20,—, dan maakt de overnemer winst indien hij voor alle overige aandelen tezamen een premie biedt van in totaal f 80,— boven de beurskoers vóór de overname, ondanks de gratis rit van de overige aandeelhouders.¹⁰

Artikel 4 van de dertiende richtlijn, dat zich richt tot de verwerver van aandelen, kan gevolgen hebben voor deze oplossing van het free-riderprobleem. Zodra immers de grootaandeelhouder meer dan een derde van de aandelen in de doelwitvennootschap verwerft, moet hij direct een bod uitbrengen op de uitstaande aandelen. Een initieel belang kan dus niet boven een derde worden uitgebreid. Of een initieel belang dat kleiner is dan een derde van de uitstaande aandelen voldoende groot is om de overname voordelig te laten zijn voor de bieder/grootaandeelhouder is natuurlijk een empirische vraag. Echter: Shleifer & Vishny (1986, p. 462) spreken reeds van een grootaandeelhouder indien de betrokkene minimaal 5%¹¹ van de uitstaande aandelen in de vennootschap heeft. In het model van Shleifer & Vishny (1986) volstaat dit percentage in vele gevallen om het free-riderprobleem op te lossen. Kennelijk is een lucratieve overname ook mogelijk indien het initiële belang (aanzienlijk) kleiner is dan een derde van de uitstaande aandelen. Het lijkt mij dan ook niet dat artikel 4 een belemmering hoeft te zijn voor dergelijke marktoplossingen voor het free-riderprobleem. Uiteraard moet wel worden opgemerkt dat het van de concrete situatie afhangt hoe groot het 'minimale' pakket van de grootaandeelhouder moet zijn om het free-riderprobleem te kunnen omzeilen. Het is dus denkbaar dat in sommige gevallen de grens van een derde de werking van deze oplossing voor het free-riderprobleem zal beperken. Dat zal vooral het geval zijn indien de kosten van de overname hoog zijn of indien de te realiseren winst gering is.

3 Overnemingen en expropriation

Aan het uitoefenen van de zeggenschap binnen een vennootschap kunnen (niet contracteerbare) private opbrengsten verbonden zijn. Deze vloei-

en slechts toe aan degene die de zeggenschap uitoefent en niet aan de (overige) aandeelhouders. Tegenover deze private opbrengsten staan 'security benefits', die staan voor 'the total market value of the income streams that accrue to the corporation's securityholders.'¹² Voorbeelden van private opbrengsten kunnen zijn: synergie die door de verwerver wordt bereikt, diverse emolumenten die aan het uitoefenen van zeggenschap verbonden kunnen zijn, psychologische voordelen die voortvloeien uit het hebben van zeggenschap in een grote onderneming en de mogelijkheid de positie binnen de vennootschap te gebruiken om eigen doelstellingen te verwezenlijken.¹³ Indien er – in het kader van overnemingen – sprake is van private opbrengsten van zeggenschap, dan kan expropriation van (potentiële) waarde van minderheidsaandeelhouders voorkomen. Een bidder kan door de private opbrengsten namelijk een reden hebben een vennootschap over te nemen, *zelfs als de overname de waarde van de aandelen (van minderheidsaandeelhouders) doet dalen*.

Stel dat alle besluiten binnen de algemene vergadering van aandeelhouders (a.v.a.) van een doelwitvennootschap worden genomen met een gewone meerderheid van stemmen. De vennootschap heeft 100 aandelen, die allemaal worden verhandeld op een effectenbeurs. De koers bedraagt f 1,50 per stuk, zodat de totale waarde van het eigen vermogen f 150,- bedraagt. Een potentiële bidder wil de vennootschap overnemen. De waarde die de bidder per aandeel kan realiseren is f 1,- (de totale waarde van het eigen vermogen onder bestuur van de bidder bedraagt dus f 100,-). Daarnaast kan de bidder voor f 35,- aan private opbrengsten aan de vennootschap onttrekken. De overname door de bidder is voor de totaliteit van aandeelhouders onwenselijk: de door de bidder (in totaal) te realiseren waarde bedraagt f 135,- en dat is minder dan de huidige waarde van het eigen vermogen (f 150,-). Toch kan de bidder een succesvol bod uitbrengen. Om de zeggenschap te verkrijgen hoeft de bidder slechts de helft van de uitstaande aandelen te kopen. De beurswaarde van een pakket van 50% is $50\% \times 150 = f 75,-$. De bidder kan voor dit pakket maximaal $50\% \times 100 + 35 =$

f 85,- bieden.¹⁴ Een bod op de helft van de uitstaande aandelen kan dus slagen, hoewel de minderheidsaandeelhouders (als groep) niet bij een overname gebaat zijn.¹⁵ De waarde van de aandelen van de 'achterblijvende' aandeelhouders (waarvan de stukken niet door de bidder zijn genomen) is slechts $50\% \times 100 = f 50,-$. Er is dus sprake van expropriation van waarde van minderheidsaandeelhouders door de bidder ter grootte van $75 - 50 = f 25,-$.¹⁶

De veronderstelling dat besluiten met een gewone meerderheid van stemmen worden genomen staat in dit voorbeeld centraal. Deze veronderstelling gaat in de Nederlandse situatie vaak niet op: veelal worden belangrijke besluiten binnen een a.v.a. – zoals bijvoorbeeld een statutenwijziging – genomen met een gekwalificeerde meerderheid. Die bedraagt gewoonlijk $\frac{2}{3}$.¹⁷ Indien in vorenstaand voorbeeld de bidder minimaal $\frac{2}{3}$ van de uitstaande stemmen had moeten kopen, dan was het bedrag van expropriation van minderheidsaandeelhouders slechts $\frac{1}{3} \times (150 - 100) = f 16,67$ geweest.¹⁸

Deze vorm van expropriation kan op een aantal manieren worden voorkomen. Ten eerste kunnen (minderheids-) aandeelhouders met elkaar overeenkomen hun aandelen niet aan te bieden in het geval van een dergelijk, waardeverminderend, bod. Zo'n overeenkomst is echter problematisch: het is vooraf moeilijk te voorzien of, en zo ja hoe, een koper een waardeverminderend beleid zal gaan voeren. Het zal daarom moeilijk zijn de overeenkomst sluitend te krijgen. Daarnaast kan de bidder aandelen kopen via de beurs, waardoor de verkopende aandeelhouders niet weten met wie ze handelen. Het is dan ook niet mogelijk een inschatting te maken van het door de (anonieme) koper te voeren beleid. Tot slot brengt het toezicht op de nakoming van een dergelijke overeenkomst kosten met zich mee en is het de vraag in hoeverre aandeelhouders in een markt met asymmetrische informatie kunnen beoordelen wat de exacte waarde is van de aandelen indien de bidder het beleid van de vennootschap gaat voeren. Hierdoor is het onwaarschijnlijk dat een overeenkomst een perfecte oplossing kan bieden voor het gesignaleerde probleem.

Het probleem van expropriation kan worden voorkomen door het bestuur van de doelwitvennootschap als onderhandelingsagent voor de aandeelhouders te laten optreden. De onderhandelingspositie van het bestuur kan eventueel worden versterkt door de implementatie van beschermingsmaatregelen. Deze oplossing heeft als bezwaar dat er in de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders van een (doelwit)vennootschap een agentenprobleem schuilt; een probleem dat alleen maar groter wordt indien ook het bestuur, dat immers de zeggenschap binnen een vennootschap uitoefent, private opbrengsten geniet.

Ten derde zal het probleem van expropriation in de overnamemarkt zich ook niet, of in mindere mate, voordoen indien er een concurrerende bidder is. Door concurrentie tussen de bidders zal de biedprijs immers worden opgedreven, hetgeen de mate van expropriation van minderheidsaandeelhouders kan beperken. De concurrentie tussen bidders wordt aanzienlijk vergroot indien ook de concurrerende bidder private opbrengsten aan de doelwitvennootschap kan onttrekken.¹⁹

Tot slot kan het probleem van expropriation worden opgelost door het invoeren van een wettelijke bepaling zoals opgenomen in het eerste lid van artikel 4 van de dertiende richtlijn. Dit probleem van expropriation ontstaat immers omdat een bidder die private opbrengsten kan onttrekken aan zeggenschap, kan volstaan met een partieel bod. De verwerving van de *helft* van het risicodragend vermogen levert de bidder (effectief) *alle* stemmen en daarmee de volledige zeggenschap op. In deze zin is er sprake van '*cheap votes*'. '... votes attached to securities whose cash flows are not very sensitive to the outcome of control contests. Such votes enable an inferior candidate to gain control without suffering from the consequent reduction in firm value.'²⁰ De bidder kan zich de private opbrengsten *volledig* toeëigenen, terwijl hij de *helft* van het verlies aan 'security value', dat door zijn inferieure beleid ontstaat, kan 'doorschuiven' naar derden-aandeelhouders. Het spreekt voor zich dat deze vorm van expropriation zich niet kan voordoen indien een bidder wordt gedwongen alle uitstaande aandelen te kopen. De bidder die alle aandelen houdt draagt

dan namelijk *zelf* de volledige kosten van zijn slechte beleid en kan slechts een succesvol bod doen indien de totale waarde na de overname (de som van de waarde die aan de aandeelhouders toevloeit *plus* de private opbrengsten) hoger is dan de beurskoers van het uitstaande eigen vermogen. De aandeelhouders kunnen hun aandelen verkopen tegen minimaal de beurskoers voor de overname en lopen geen risico dat ze door de bidder worden benadeeld.

4 Concurrentie op de overnamemarkt

Zoals hiervoor al is gezegd, bestaat de waarde van aandelen voor een bidder uit de waarde van de kasstroomrechten die het aandeel hem oplevert vermeerderd met de waarde van de zeggenschapsrechten die met het aandeel verbonden zijn. Deze laatste zijn waardevol vanwege de private opbrengsten van zeggenschap. Harris & Raviv (1988b) wijzen erop, dat de winst van een overname voornamelijk wordt bepaald door de hoogte van de private opbrengsten.²¹ Immers: stemrechten zijn voor 'gewone' beleggers, die geen zeggenschapsaspiraties hebben, zonder waarde. Hierdoor kan een bidder deze zeggenschapsrechten verkrijgen voor een waarde die lager is dan de waarde die ze voor hem hebben.²² De aan een aandeel klevende kasstroomrechten hebben voor alle beleggers (dezelfde) waarde, waardoor een bidder deze rechten slechts kan verwerven tegen de waarde die deze rechten onder het beleid van de winnende bidder zullen hebben.²³ Concurrentie tussen bidders zal zich dan ook voornamelijk toespitsen op de waarde van de aan het aandeel verbonden zeggenschapsrechten. De invloed van artikel 4 op deze concurrentie om de zeggenschapsrechten zal worden toegelicht aan de hand van het volgende voorbeeld, dat is ontleend aan Grossman & Hart (1988, p. 180).

Stel dat besluiten binnen de a.v.a. van een vennootschap met gewone meerderheid van stemmen worden genomen.²⁴ Indien er één bidder is die private opbrengsten kan genieten ten gevolge van het uitoefenen van de zeggenschap, dan zijn er mogelijkheden voor expropriation van min-

derheidsaandeelhouders. Dit is in de vorige paragraaf aan de orde gekomen. Stel nu echter dat er twee (potentiële) bieders zijn die beide private opbrengsten kunnen genieten. De private opbrengsten zijn niet voor beide bieders even groot: de private opbrengsten voor bidder A zijn f 1,-; voor bidder B zijn ze groter. De beurskoers van de doelwitvennootschap is f 5,-; de waarde onder bestuur van bidder A bedraagt f 10,- en onder bestuur van B f 15,-. Als bidder B een bod doet van net meer dan f 15,- (voor alle uitstaande aandelen) dan zullen alle aandeelhouders dit bod accepteren.²⁵ De waarde die de derden-aandeelhouders ontvangen is (iets meer dan) f 15,-. Echter; als de doelwitvennootschap twee soorten 'aandelen' heeft uitstaan, de ene klasse met slechts stemrechten, de andere met uitsluitend dividendrechten, dan zal de concurrentie tussen A en B over de zeggenschap zich concentreren op de klasse 'aandelen' met stemrechten. De concurrentie tussen beide bieders zal de prijs van deze stemrechten opdrijven tot net boven f 1,- (de waarde van de private opbrengsten van A die lager is dan de waarde van de private opbrengsten van B). B zal nu de zeggenschap gaan uitoefenen, waardoor de waarde van de dividendrechten f 15,- zal zijn. In totaal ontvangen de aandeelhouders van de doelwitvennootschap nu f 16,- en dat is méér dan in de eerste situatie. Dit voorbeeld toont aan dat het voor aandeelhouders voordelig is, bieders te laten bieden op 'produkten' waarvoor zij een vergelijkbare betalingsbereidheid hebben; in dit geval zeggenschapsrechten. De specifieke uitkomst van dit voorbeeld wordt gedragen door de veronderstelling dat de bidder met de hoogste private opbrengsten ook de bidder is die de hoogste waarde voor de dividendstroom kan realiseren. In een dergelijk geval is het voor de aandeelhouders van de doelwitvennootschap voordelig de bieders niet te verplichten een bod te doen op alle aandelen (in de zin van 'kasstroomrechten'): een bod op alle aandelen (stemrechten *en* kasstroomrechten) maakt bidder A bij voorbaat kansloos, zodat het onmogelijk is een deel van de private opbrengsten van B 'af te romen'. Indien in dit voorbeeld A – en niet B – de hoogste private opbrengsten zou hebben, dan zou het uiteraard beter zijn beide te verplichten

het gehele eigen vermogen te kopen. Zoals Grossman & Hart (1988, p. 182) opmerken, is 'the impact on the bidding proces of restricted offers for a single class (of securities)... very similar to the impact of unrestricted offers for a two-class firm where the bidder can acquire control by buying votes of only one class.' De situatie die in vorenstaand voorbeeld werd geschetst is dus te vergelijken met een partieel bod op de aandelen van een vennootschap met slechts één soort aandelen. Artikel 4 verbiedt (de facto) een dergelijk partieel bod om de zeggenschap te verkrijgen. Zoals uit vorenstaand voorbeeld blijkt kan dat de concurrentie tussen bieders beperken. Het hangt uiteraard van de concrete situatie af in hoeverre de concurrentie wordt beperkt. 'When only one party has a significant private benefit, competition between the two parties is maximized by having them fight over as large a fraction of the firm's profit stream as possible since this puts minimum weight on private benefits in relation to public benefits.'²⁶ Als daarentegen beide bieders private opbrengsten kunnen genieten, kan een partieel bod (in dit geval op 50% van de uitstaande aandelen) voordelig zijn. Artikel 4 van de dertiende richtlijn kan dus de concurrentie tussen bieders op de overnamemarkt beperken. Dat komt doordat artikel 4 de flexibiliteit van de derden-aandeelhouders beperkt: concurrentie moet volgens artikel 4 plaatsvinden op grond van de te realiseren 'security value', terwijl onder omstandigheden een hogere prijs kan worden gerealiseerd indien concurrentie tevens op basis van private opbrengsten kan plaatsvinden.

5 Conclusie

In dit artikel is onderzocht op welke wijze een koopverplichting, zoals vervat in artikel 4 van de dertiende richtlijn, kan ingrijpen op enkele problemen die zich in de overnamemarkt kunnen voordoen. Daarbij is verondersteld dat een passende oplossing wordt gevonden voor de in de inleiding gesignaleerde problemen, die ontstaan omdat de verplichting een bod uit te brengen niet is gesanctioneerd.

De invloed op de positie van minderheidsaandeelhouders van regulering zoals vervat in het eerste lid van artikel 4, is niet eenduidig. Soms remt een koopverplichting als in artikel 4 de werking van een marktoplossing voor het free-riderprobleem, hetgeen de positie van minderheidsaandeelhouders kan uithollen. Deze situatie zal zich met name voordoen indien aan de overname hoge kosten verbonden zijn of als de met de overname te realiseren winst gering is.

In paragraaf 3 bleek daarentegen dat de invoering van artikel 4 positieve gevolgen voor minderheidsaandeelhouders kan hebben, omdat expropriation van hun waarde onmogelijk wordt. Overigens moet worden opgemerkt dat het probleem van expropriation minder dringend is in het geval van een concurrerende bidder. Tevens zijn er diverse andere mechanismen om expropriation te voorkomen. De invoering van artikel 4 is daarvoor dus niet strikt noodzakelijk. Tot slot kan de invoering van artikel 4 – onder omstandigheden – de concurrentie tussen bidders beperken, hetgeen een lagere biedprijs tot gevolg kan hebben. De considerans van de dertiende richtlijn stelt heel stellig 'dat met het oog op de bescherming van minderheidsaandeelhouders ... aan personen die een aanzienlijke deelneming hebben verworven de verplichting moet worden opgelegd op alle effecten van de vennootschap een aanbod uit te brengen ...'. In het vorenstaande is echter gebleken dat in sommige gevallen een wat meer genuanceerde benadering de bescherming van minderheidsaandeelhouders ten goede kan komen. Voordat tot de invoering van een zo verstrekkende bepaling als artikel 4 van de dertiende richtlijn wordt overgegaan, verdient het dan ook aanbeveling een brede(re) discussie over de merites van dit artikel te voeren.

Literatuur

- Barclay, M.J. en C.G. Holderness (1991), Negotiated Block Trades and Corporate Control, *Journal of Finance*, 1991, pp. 861–878.
- Blair, D.H., D.L. Golbe en J.M. Gerard (1989), Unbundling the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares, *Journal of Political Economy*, 1989, pp. 420–443.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, Spring 1980, pp. 42–64.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart (1988), One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 175–202.
- Harris, M. en A. Raviv (1988b), Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules, *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 203–235.
- Harris, M. en A. Raviv (1989), The Design of Securities, *Journal of Financial Economics*, 1989, pp. 255–287.
- Hirshleifer, D. en S. Titman (1990), Share Tendering Strategies and the success of Hostile Takeover Bids, *Journal of Political Economy*, 1990, pp. 295–324.
- Hulle, C. van, T. Vermaelen en P. Wouters (1991), Regulation, taxes and the market for corporate control in Belgium, *Journal of Banking and Finance*, 1991, pp. 1143–1170.
- Perrick, S. (1990), Het nieuwe ontwerp voor een dertiende richtlijn inzake het vennootschapsrecht, *TVVS*, december 1990. Ik maak gebruik van een concept dat de schrijver mij ter beschikking heeft gesteld.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 1986, pp. 461–488.
- Spatt, C.S. (1989), Strategic Analyses of Takeover bids, in: S. Bhattacharya and G. Constantinides, eds. *Financial Markets and Incomplete Information*, Totowa, NJ: Rowman and Littlefield, 1989, pp. 106–121.
- Steins Bisschop, B. (1991), *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen; een analyse aan de hand van certificering*, Proefschrift Rotterdam, 1991.
- Timmermans, C.W.A. (1989), Voorstel dertiende EEG-Richtlijn vennootschapsrecht betreffende het openbare bod, Actualiteitenbijlage *TVVS*, 1989, pp. 149.

Noten

- 1 Pb. 1990. C 240/7. De richtlijn is van toepassing op een bod op de effecten van beursvennootschappen. De richtlijn is eerder besproken door onder andere Perrick (1990) en Steins Bisschop (1991).
- 2 'Expropriation' betekent 'onteigening'. Omdat het begrip onteigening in Nederland een zeer specifieke (juridische) betekenis heeft, zal ik verder de Engelse term hanteren. Expropriation refereert aan een handeling waarbij de rechtspositie van een partij wordt uitgehold zonder dat daar een passende vergoeding voor wordt betaald.
- 3 Timmermans (1989, p. 150).
- 4 Steins Bisschop (1991, p. 229).
- 5 De voorwaarde is dat het bod alleen gestand wordt gedaan indien de meerderheid van de uitstaande aandelen wordt aangemeld.
- 6 Spatt (1989) wijst erop dat het onduidelijk is of een *onvoorwaardelijk bod* wel tot een evenwichtsuitkomst kan leiden in een free-ridercontext. Immers: 'the free-rider problem occurs because, if the bid fails, the shareholder will be equally worse off, whether he tenders or not. In unconditional tender offers, the non-tendering shareholder will be worse off than the tender-

ing shareholder when the bid fails. Hence, not tendering is no longer an obvious optimal strategy for the small, atomistic shareholder. ... *However, this procedure will make unsuccessful bids very costly to the bidder* (Van Hulle, Vermaelen & De Wouters (1991, p. 1148), cursivering door mij, GK).

7 Een voorwaarde hierbij is dat de aandeelhouders verwachten dat het bod zal slagen. Het free-riderprobleem speelt daarom met name als er sprake is van een continuüm van 'atomistische' aandeelhouders: elke aandeelhouder heeft een oneindig klein percentage van de uitstaande aandelen, waardoor diens individuele aanmeldingsbeslissing de kans op slagen van het bod niet beïnvloedt.

8 Vergelijk ook Hirshleifer & Titman (1990).

9 Overigens vinden Barclay & Holderness (1991) dat het niet slechts relevant is dat er een grootaandeelhouder is, maar dat tevens de *identiteit* van die grootaandeelhouder van belang is. Kennelijk is niet elke willekeurige grootaandeelhouder even geschikt als 'toezichthouder' of potentiële overnemer. Daarbij valt met name te denken aan het verschil tussen bijvoorbeeld een institutionele – en een (in dezelfde bedrijfstak opererende) industriële grootaandeelhouder.

10 Overigens vinden Van Hulle, Vermaelen & De Wouters (1991, p. 1153) dat in België, voor een steekproef van 40 openbare biedingen in de periode 1970 – 1985, het gemiddelde initiële belang van de bidder 46,9 % bedraagt. Hoewel gemiddeld een bidder in de steekproef van Van Hulle, Vermaelen & De Wouters (1991, p. 1165) wel degelijk een winst op zijn initiële belang maakt wordt deze winst (meer dan volledig) gecompenseerd door een hogere biedprijs. Het onderzoek van Van Hulle, Vermaelen & De Wouters laat dan ook geen statistisch significante winsten voor de bidder zien.

11 Dit percentage komt overeen met de meldingdrempel van de 'Amerikaanse Wet Melding Zeggenschap'.

12 Grossman & Hart (1988, p. 177).

13 Harris & Raviv (1989, p. 258) en Grossman & Hart (1988, p. 177).

14 Als de bidder dit pakket van 50% immers verwerft, dan kan hij zich de private opbrengsten (ter waarde van $f\ 35,-$) toeëigenen. Daarnaast is de waarde van 50% van de aandelen onder beheer van de bidder $f\ 50,-$. Voor hem is de waarde van dit pakket dus $f\ 85,-$.

15 Er moet op worden gewezen dat op dit moment een partieel bod op de helft van de aandelen niet is toegestaan. De fusieco-de laat immers slechts ruimte voor een vast bod op alle aandelen en een partieel- of een tenderbod op 30% van de aandelen.

De dertiende richtlijn stelt echter geen andere beperkingen aan het percentage aandelen dat de bidder wenst te krijgen dan artikel 4. Om de invloed van artikel 4 te analyseren kan dus zonder bezwaar worden voorbij gegaan aan het huidige verbod van een partieel bod op de helft van het geplaatste kapitaal.

16 Tegenover dit verlies voor achterblijvende minderheidsaandeelhouders staat een winst voor de bidder van $85\% \cdot 75 = f\ 10,-$. Het totale 'waardeverlies' bedraagt dus: $\% \cdot 25 + 10 = f\ 15,- = 150\% \cdot 135$.

17 Zie Steins Bisschop (1991, p. 140, voetnoot 245).

18 Ook in dit geval bedraagt het totale 'waardeverlies' $f\ 15,-$.

19 Zie Grossman & Hart (1988, p. 179).

20 Harris & Raviv (1989, p. 256).

21 Deze stelling moet overigens genuanceerd worden. Zo zal concurrentie op basis van uitsluitend de private opbrengsten slechts plaatsvinden indien die opbrengsten hoog zijn ten opzichte van de te realiseren verhoging van de waarde van de kasstroomrechten van aandeelhouders, vergelijk Blair, Golbe & Gerard (1989, p. 425, voetnoot 6).

22 Vergelijk ook Grossman & Hart (1988, p. 177): 'in the absence of competition from another buyer, a voting claim with no dividend rights will be tendered by a securityholder to an acquirer at any positive price. The voteholder would fail to tender at such price only if he faced a more attractive offer, but the only potential source of competition for pure votes comes from another party with private benefits'.

23 Tenzij de bidder de kasstroomrechten van niet-aanbiedende aandeelhouders op een of andere wijze kan verwateren.

24 Zie echter de opmerkingen hieromtrent in paragraaf 3.

25 Een cruciale veronderstelling is hier dat de waarde van de aandelen en van de private opbrengsten 'common knowledge' is. In een dergelijk geval zal een bod van net meer dan $f\ 11,-$ (de maximale waarde voor bidder A van alle uitstaande aandelen tezamen) in een free-ridercontext niet door de aandeelhouders worden geaccepteerd, zie paragraaf 2. Voor elk bod dat lager is dan $f\ 15,-$ zal het voor de aandeelhouders voordelig zijn hun stukken niet aan te bieden. Tegelijkertijd heeft het voor aandeelhouders geen zin hun stukken vast te houden bij een bod dat fractioneel boven $f\ 15,-$ ligt: de overige opbrengsten die B kan genereren zijn immers *private opbrengsten*, en daarin delen de overige aandeelhouders in geen enkel geval mee, ook niet indien zij hun stukken vasthouden tot na de geslaagde overname.

26 Grossman & Hart (1988, p. 189).