

Modaliteiten van een duurzaam en efficiënt model voor de ‘governance’ van ABN AMRO

Wilco Oostwouder en Hans Schenk¹

In vervolg op de reddingsoperatie van grote Nederlandse banken door de Nederlandse staat – die resulteerde in de nationalisering van onder meer ABN AMRO – dient zich nu ruim vijf jaar later de vraag aan of het wenselijk is de (deels) genationaliseerde banken weer (deels) te privatiseren. Minister Dijsselbloem deelde in een brief aan de Tweede Kamer mee dat ABN AMRO, het meest bekende voorbeeld van een geprivatiseerde bank, onder voorwaarden ‘terug kan naar de markt’. Als dit gaat gebeuren, op welke wijze zou dit dan het beste kunnen worden vormgegeven, om een herhaling van een beursstrijd zoals zich in 2007 rond ABN AMRO voordeed, te voorkomen? Auteurs pleiten voor een certificeringssysteem waarbij de certificaathouders in ‘vredestijd’ door middel van een verstrekte volmacht stemmen in de AvA. In ‘oorlogstijd’ wordt het stemrecht uitgeoefend door een Stichting die zich daarbij richt op het vennootschappelijk belang van ABN AMRO en de langetermijnbelangen van de certificaathouders.

1. Inleiding

Op 3 oktober 2008 maakte het kabinet bekend dat de Nederlandse staat ABN AMRO Nederland, tezamen met Fortis Bank Nederland en de Nederlandse verzekeringsactiviteiten van Fortis (ASR), had gekocht voor € 16,8 miljard. Een week eerder hadden de overheden van Nederland, België en Luxemburg een kapitaalinjectie van € 11,2 miljard toegediend aan Fortis, sinds 2007 eigenaar van circa een derde deel van het voormalige ABN AMRO. Deze bleek echter onvoldoende om het vertrouwen van depositohouders en financiële markten in Fortis te herstellen nadat duidelijk was geworden dat deze Belgisch-Nederlandse bank-verzekeraar niet in staat was om het haar toekomende deel te financieren van de overname van ABN AMRO door de combinatie Royal Bank of Scotland-Banco Santander-Fortis.

De verwikkelingen rond Fortis en ABN AMRO, en weinig later RBS en Santander, vielen samen met de zich snel ontwikkelende internationale crisis in de bankensector. Dat was geen toeval. De overname van ABN AMRO paste in het gedrag dat mondiaal opererende banken in de jaren negentig van de vorige eeuw en de eerste helft van het eerste decennium van deze eeuw tentoonspreiden. Daartoe in de gelegenheid gesteld door de deregulering van financiële markten – met de gedeeltelijke intrek-

king van de Amerikaanse Glass-Steagall wet in 1999 als apotheose² – hadden ook de Nederlandse grootbanken zich geworpen op bancaire overnames, de ontwikkeling van nieuwe speculatieve producten, riskante financiële ondersteuning van overnames, en ondersteuning van niet minder riskante primaire beursgangen (IPO's).³

Misschien moeten we hier wel spreken van gedrag dat paste bij de tijdgeest.⁴ Waar deze ‘tijdgeest’ allemaal toe geleid heeft is bekend. In zowel de Verenigde Staten als de Europese Unie moesten uiteindelijk talloze banken gered worden door middel van overheidssteun en/of nationalisatie omdat hun ondergang gezien werd als een te groot risico voor de stabiliteit van het bankwezen als geheel, met mogelijk grote consequenties voor onze economieën.

Intussen worden overheden geconfronteerd met twee vragen:

- 1) Dienen de (deels) genationaliseerde banken weer te worden geprivatiseerd, en zo ja, op welke termijn, of is het wenselijk deze banken voor bepaalde of onbepaalde tijd in overheidshanden te houden?
- 2) Indien het wenselijk is om de (deels) genationaliseerde banken (deels) te privatiseren, op welke wijze kan dit dan het beste geschieden?

In deze bijdrage gaan wij nader in op de tweede vraag, toegespitst op de ABN AMRO casus. Daarmee is niet gezegd dat privatisering van deze bank door ons wenselijk wordt geacht. Er is immers veel te zeggen voor een bankensector die gevarieerd is samengesteld, inclusief grote en kleinere banken, gespecialiseerde banken, gediversifieerde banken, coöperatief geleide banken, private banken, en ook overheidsbanken. Variatie kan bijdragen aan het voorkomen van een crisis die veroorzaakt wordt door het samengaan van interactieve complexiteit en cascatische koppeling (zie Perrow, 1999), hetgeen volgens Cebon (2009) in 2007-2008 het geval was.⁵ Niet alleen draagt de aanwezigheid van een publieke bank bij aan de gewenste variëteit, ze kan door middel van concurrentiële druk andere banken goed bij de maatschappelijke les houden omdat een belangrijk deel van de bancaire dienstverlening gericht is op publieke dienstverlening (het zogenaamde nutsbankieren, dat wil zeggen: het innemen van spaarmiddelen en het uitlenen van deze middelen aan klanten, het verzorgen van betaalverkeer). In ons land hadden we een dergelijke nutsbank, de Postbank, totdat deze in 1989 fuseerde met de particuliere NMB (waaruit een jaar later, na een fusie met verzekeraar Nationale Nederlanden, de ING voortkwam). Velen herinneren zich de Postbank als een efficiënte en innovatieve bank met miljoenen tevreden rekeninghouders, doch met één probleem: een overvloed aan middelen die door wettelijke bestedingsbeperkingen een lager rendement opleverden dan naar verwachting gerealiseerd kon worden op de in belang groeiende kapitaalmarkten. Koppeling aan een commerciële bank zou soelaas bieden, althans zo dacht men tijdens de jaren waarin de politieke wind richting marktwerking woei.

Het is derhalve niet duidelijk in hoeverre privatisering van ABN AMRO een bijdrage zal leveren aan de structurele gezondmaking van de sector

Auteurs

1. Prof. dr. W.J. Oostwouder is hoogleraar bedrijfsfinancieel recht aan de Universiteit Utrecht en advocaat bij Loyens & Loeff NV. Prof. dr. H. Schenk is hoogleraar economie aan de Universiteit Utrecht, Kroonlid van de SER, en lid van het Sustainable Finance Lab, tevens commissaris bij enkele ondernemingen en bij een woningcorporatie.

Noten

2. De Glass-Steagall wet betreft de vier secties van de in 1933 ingevoerde Banking Act waarmee de creatie van, en de handel in waardepapier door banken werd beperkt,

onder meer door fusies tussen banken en effectenmakelaars te verbieden. Deze wet was ingevoerd om herhaling te voorkomen van de speculatieve omgang met waardepapier die in belangrijke mate had bijgedragen aan de Grote Depressie.

3. Zie voor uitvoeriger bespreking: H. Schenk, J. Bos, N. Krol, W. Oostwouder, A. Ottow en A. van Witteloostuijn, *Verloren krediet, Deelonderzoeken 1 en 2*, Onderzoek in opdracht van de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel ('Commissie De Wit'), Tweede Kamer der Staten-Generaal, Den Haag: Sdu 2010, p. 281 respectievelijk p. 157.

Het is derhalve niet duidelijk in hoeverre privatisering van ABN AMRO een bijdrage zal leveren aan de structurele gezondmaking van de sector. Maar ter zake van ABN AMRO (en ASR) heeft Minister Dijsselbloem in een brief aan de Tweede Kamer inmiddels laten weten dat deze bank 'terug naar de markt (kan) als de financiële sector voldoende stabiel is, er voldoende interesse is in de markt en de onderneming (...) er klaar voor (is)'.⁶ Weliswaar meldt de minister hier niet dat ABN AMRO terug naar de markt moet, elders wordt aangegeven dat '(b)lijvend staatsaandeelhouderschap (...) de concurrentievervalsingen in de sector (verstoot)'. Ofschoon voor deze stelling geen argumenten worden aangedragen – er is waarschijnlijk vooral sprake van politieke ideologie en druk vanuit het bankwezen – wordt zij in deze bijdrage niet verder betwist.

Daarom beperken wij ons in deze bijdrage tot de vraag op welke wijze aan de privatisering van ABN AMRO effectief en efficiënt vorm kan worden gegeven. In principe staan daartoe drie wegen open:

- 1) Onderhandse verkoop aan een strategische partij of investeerder (waaronder pensioenfondsen, concurrerende banken, private equity partijen);
- 2) Omzetting van de bank in een coöperatie die vervolgens lidmaatschapsbewijzen uitzet bij klanten;
- 3) Verkoop van de bank aan beleggers via een gehele dan wel partiële beursgang.

NL Financial Investments (hierna: NLFI), de stichting die momenteel de aandelen ABN AMRO voor de Staat beheert, adviseert een beursgang omdat de interesse van strategische partijen te gering wordt geacht.⁷ Omzetting naar een coöperatieve vorm is volgens NLFI complex en zal eveneens leiden tot een te lage opbrengst. De Staat, het bestuur en de Centrale Ondernemingsraad (hierna: COR) van ABN AMRO zijn eveneens voor een beursgang.⁸ Recent is door Kalff et al. (2013) naar voren gebracht dat een beursgang onwenselijk is.⁹ Alle genoemde partijen menen echter dat een of andere vorm van bescherming tegen de vrije marktwerking noodzakelijk is. In par. 3 gaan wij dieper in op de verschillende vormen van bescherming. Eerst bespreken we echter in par. 2 waarom bescherming als zodanig onontbeerlijk is. In par. 4 concluderen wij welke privatiserings- annex beschermings-optie het meest wenselijk is.

4. H. Schenk, *De Nederlandse economie voorbij de eeuwwisseling. Deel II Plaats en toekomst van de financiële dienstverlening*, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Den Haag, 1995, p. 40-72.

5. Ch. Perrow, 'Organizing to Reduce the Vulnerabilities of Complexity', *Journal of Contingencies and Crisis Management* 7 (3), 1999, p. 150-155; C. Cebon, 'Innovating Our Way to a Meltdown', *Sloan Management Review* 50 (2), 1990, p. 13-15.

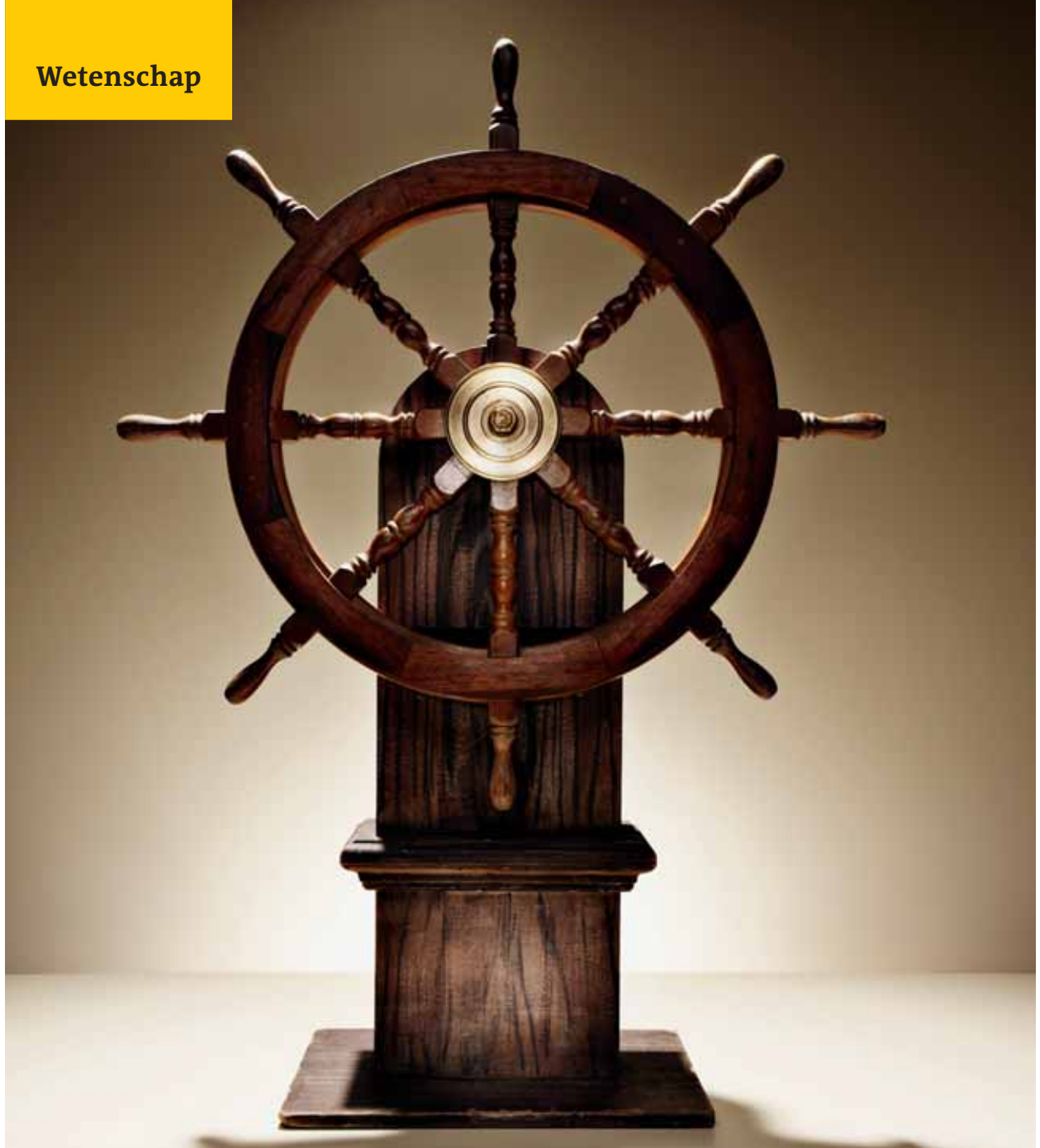
6. Ministerie van Financiën, Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR

en SNS REAAL, *Brief aan de voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal*, Den Haag, kenmerk FIN/2013/395, 23 augustus 2013.

7. NLFI, *Advies verkoopmogelijkheden ABN AMRO en a.s.r.*, 2013, (www.rijks-overheid.nl/documenten-en-publicaties/rapporten/2013/08/23/advies-nlfi-inzake-toekomst-abn-amro-en-asr.html).

8. Zie hiervoor NLFI, a.w., p. 42-44.

9. D. Kalff, S. Bartman, H. Blocks, J. Heemstra en H. Verkoren, *Privatisering van ABN AMRO: een alternatief voor de beursgang*, ongepubliceerd memorandum, 2013.



2. Modern bankieren

Eerder suggereerden wij dat het gedrag van ABN AMRO paste in de tijdgeest. Dit gedrag werd in belangrijke mate aangewakkerd door nieuwe, variabele beloningsstructuren en door de idee dat de 'business' meer draaide om de schepping van aandeelhouderswaarde dan om het bedienen van klanten die behoefte hadden aan de financiering van investeringen en operaties. Dit 'aandeelhouderskapitalisme' kwam in de jaren tachtig van de vorige eeuw uit de Verenigde Staten overwaaien. Het peilen van langdurige ontwikkelingen is niet eenvoudig, maar zeker is dat ontwikkelingen in de economische wetenschap mede debet waren aan de toenemende populariteit van deze doelgeving. Met name de sterke opkomst van de principaal-agenttheorie ('agency theory') stond daarbij centraal.¹⁰ Deze theorie sluit aan bij de veronderstelling dat economische subjecten steeds trachten hun eigen belang te maximaleren. Vanuit deze opvatting werd het onwaarschijnlijk geacht dat bestuurders van ondernemingen (agenten) hetzelfde belang zouden nastreven als hun lastgevers (de eigenaren, de principalen), aan wie in de vigerende economische theorie het handelingsprimaat toekomt. De vrije bewegings-

ruimte van bestuurders moest derhalve ingeperkt worden, enerzijds via 'internal governance', anderzijds via 'external governance'. Binnen de onderneming zou dit gerealiseerd moeten worden door aandeelhouders meer invloed te geven in het daadwerkelijke beleid van 'hun' ondernemingen en tegelijk het belang van bestuurders nauw te koppelen aan dat van de eigenaren. Buiten de onderneming zou een zo vrij mogelijke markt voor de verkrijging van beslissende zeggenschap over vennootschappen, kort gezegd 'de markt voor vennootschappelijke controle' (bij economen beter bekend onder de Engelstalige aanduiding 'market for corporate control') moeten worden ingericht.

In de ondernemingspraktijk had een en ander twee belangrijke consequenties. In de eerste plaats werd de beloning van bestuurders steeds sterker gekoppeld aan de aandeelhouders- (oftewel beurs-) waarde van de door hen geleide onderneming. In de tweede plaats werden beschermingsconstructies afgebroken in de verwachting dat bestuurders daarmee onder sterkere druk zouden komen te staan van de overnamedreiging, waardoor zij extra geprikkeld zouden worden om het beleid te richten op een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde. Al vroeg is door

sommigen gewaarschuwd voor de mogelijke gevolgen van dit model van interne en externe governance.¹¹ In de moderne economie zijn aandeelhouders immers veelal slechts vluchtige eigenaren, waardoor het ondernemingsbeleid onvermijdelijk een sterke oriëntatie zou krijgen op kortetermijnbelangen. Dit effect werd versterkt doordat activistische aandeelhouders nu meer gelegenheid kregen om ondernemingen te gebruiken voor eigen gewin. En waarom zouden ondernemingen zich met het zicht op de overnamedreiging niet preëemptief gaan gedragen, kiezen voor de vlucht naar voren, dat wil zeggen zich zelf actief gaan bewegen op de markt voor vennootschappelijke controle? Gelet op de negatieve resultaten van de meeste overnames kan vastgesteld worden dat de markt voor vennootschappelijke controle structureel overspoeld wordt door zulke perverse overnames, pervers in de zin van de ideaaltypische wereld van de 'external governance' theorie.¹²

Deze ontwikkelingen hebben zich niet alleen binnen de bancaire sector gemanifesteerd, maar in combinatie met financiële innovaties en deregulering vormden zij daar een bijzonder giftige cocktail. Het is tekenend, dat vooral de grote tot zeer grote bancaire fusies geen waarde hebben gecreëerd en vaak zelfs vernietigd.¹³ De ontwikkeling van risicovolle financiële innovaties heeft, in combinatie met balansomzeilende 'Special Purpose Vehicles' (SPVs), waardoor de met de innovaties samenhangende risico's grotendeels buiten het zicht van zowel autoriteiten als aandeelhouders bleven, ingebed in een sector die het ene fusierisico financierde met het andere, uiteindelijk geleid tot de eerder genoemde cascatische cumulatie van verliezen.

Een 'reset' van de bancaire sector vergt daarom niet alleen aanpassing van de zogenaamde kapitaalbuffers. Wat bovenal nodig is, is terugkeer naar een ondernemingscultuur die zich niet oriënteert op het vluchtige aandeelhouderbelang, en een governanceconstructie die ondernemingen beschermt tegen opportunistische financiële markten en partijen. Deze agenda impliceert niet alleen dat banken beschermd zouden moeten worden tegen overnames, maar ook dat vooral grote banken zo veel mogelijk moeten worden afgehouden van het zelf doen van overnames. Bescherming tegen overname neemt voor deze banken waarschijnlijk een van de belangrijkste redenen om zelf tot overname over te gaan weg.¹⁴ Het deels ontwapenen van activistische aandeelhouders zal in ieder geval een belangrijke aanleiding wegnemen voor acties die vooral bedoeld zijn om de kortetermijn-resultaten op te stoten.

Een en ander geldt ipso facto ook voor ABN AMRO. Het is niet voor niets dat van verschillende kanten, zoals

Beschermingsmaatregelen kunnen worden gekwalificeerd als oligarchische regelingen

reeds aangegeven, beschermingsconstructies bepleit worden. De meeste van de betrokken partijen lijken vooral bevreesd voor een herhaling van de overnamestrijd die zich in 2007 voordeed rond ABN AMRO, alsmede voor een te machtige positie voor activistische aandeelhouders – die deels verantwoordelijk worden gehouden voor het ontstaan van die strijd. Maar het 'kwaad' kwam niet alleen van buiten, ABN AMRO was zelf ook actief op de markt voor vennootschappelijke controle, zoals onder meer blijkt uit de overname van het Italiaanse Antonveneta à raison van ca. € 8 miljard in 2006 (deze bank viel bij de overname van ABN AMRO toe aan Santander en is onder nog steeds niet opgehelderde condities later weer van de hand gedaan).

3. Privatisering en bescherming

Beschermingsmaatregelen kunnen worden gekwalificeerd als oligarchische regelingen. Met dergelijke regelingen wordt macht onttrokken aan de (meerderheid van de) algemene vergadering van aandeelhouders (verder: AvA) en toebedeeld aan een kleinere groep, bijvoorbeeld het bestuur van een beschermingsstichting, de Raad van Commissarissen (verder: RvC), of een minderheid van de AvA.¹⁵ Beschermingsmaatregelen zijn onderverdeeld in twee categorieën, al naar gelang het antwoord op de vraag of zij binnen of buiten de statuten om zijn vormgegeven. In de statuten kan bijvoorbeeld geregeld worden dat voor bepaalde besluiten een gekwalificeerde meerderheid en/of een quorum vereist is.¹⁶

Voorts is het mogelijk om in de statuten aan aandelen van een bepaalde soort bijzondere zeggenschapsrechten te verbinden. Deze aandelen worden prioriteitsaandelen genoemd. Het meest verstrekkend is de bepaling dat bepaalde besluiten slechts door de prioriteitsaandeelhouder (c.q. de vergadering van prioriteitsaandeelhouders) kunnen worden genomen. Minder ver gaan bepalingen dat bepaalde besluiten slechts op voorstel of op basis van een bindende voordracht van de prioriteitsaandeelhouder(s) genomen kunnen worden (*initiatiefrecht*) of pas na goedkeuring van de prioriteitsaandeelhouder(s) definitief worden (*vetorecht*).¹⁷

10. M.C. Jensen, W.H. Meckling, 'The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, p. 305-60.

11. W. Lazonick, M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', *Economy and Society* 29 (1), 2000, p. 13-35; H. Schenk, 'Policy Implications of Purely Strategic Mergers', in: W. Elsner, J. Groenewegen (red.), *Industrial Policies After 2000*, Boston: Kluwer

2000, p. 199-233.

12. H. Schenk, 'Mergers and concentration policy', in: P. Bianchi, S. Labory, (red.), *International Handbook of Industrial Policy*, Cheltenham: Edward Elgar 2006, p. 153-179.

13. S.J. Pilloff, A.M. Santomero, 'The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions', *Working Paper 97-07*, Financial Institutions Center, Wharton School, University of Pennsylvania, 1997.

14. T. Nenova, H. Schenk, 'Europe's

Takeover Directive and the takeover market: some fundamental issues', in: W. Oostwouder, H. Schenk, (red.), *Corporate Governance: Current issues and the financial crisis*, Deventer: Kluwer 2011, p. 95-116.

15. Zie M.M. Mendel, W.J. Oostwouder, *Hoofdzaken NV en BV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 49.

16. De vrijheid om gekwalificeerde meerderheden en quorumeisen in de statuten op te nemen wordt voor besluiten tot benoeming en ontslag van bestuurders van NV's

en BV's expliciet door de wet beperkt tot twee derde van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het geplaatste kapitaal (art. 2:133/243 lid 2 en 134/244 lid 2 BW). Zie M.M. Mendel, W.J. Oostwouder a.w., p. 50.

17. Zie B.F. Assink, W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht* (Deel 1), 2013, p. 518.

Buiten-statutaire beschermingsmaatregelen betreffen het certificeren van de aandelen in de vennootschap en het uitgeven van preferente aandelen.¹⁸ Ingeval overgegaan wordt tot het certificeren van aandelen worden deze overgedragen aan een administratiekantoor (verder: AK) dat veelal de rechtsvorm van een stichting heeft. Het AK geeft dan weer certificaten van aandelen uit aan beleggers. Daarmee worden de beleggers economisch eigenaar van de aandelen terwijl de juridische eigendom achter blijft bij het AK. Het gevolg van deze constructie is dat het AK de stemrechten in beginsel behoudt. Indien de certificaten echter met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven en toegelaten worden tot de handel op een gereguleerde markt (zoals NYSE Euronext Amsterdam) dan hebben de certificaathouders op grond van art. 2:118a lid 1 BW het recht om om een private volmacht te verzoeken. Dit houdt in dat het AK het stemrecht op de aandelen waarvoor zo een volmacht is verleend niet meer kan uitoefenen. Op grond van het tweede lid van zojuist genoemd artikel kan het AK de volmachten echter beperken, uitsluiten of herroepen in situaties die korthedshalve wel worden aangeduid als 'oorlogstijd'. Dit doet zich voor indien het bestuur van het AK voldoende onafhankelijk is en a. een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht of de gerechtvaardigde verwachting bestaat dat dit zal geschieden; b. één of meer gezamenlijk optrekkende certificaat-

Beschermingsmaatregelen kunnen ook tot effect hebben dat incompetentie van het zittend management niet wordt blootgelegd

houders meer dan 25 procent van het kapitaal (doen) verschaffen; of c. het uitoefenen van het stemrecht door een certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

De 'best practice'-bepaling IV.2.8 van de Code Frijns gaat verder en bevat de bepaling dat het AK de volmachten zonder enige beperking onder alle omstandigheden zou moeten verlenen.¹⁹ De tekst van de wet prevaleert echter boven de Code zodat het AK door de Code niet van haar recht kan worden afgehouden om in een 'oorlogssituatie' de stemvolmachten in te trekken.²⁰

De meest gebruikte beschermingsmaatregel bij beursvennootschappen (o.a. bij KPN) is het verlenen van een call-optie die recht geeft op uitgifte van preferente aandelen in de doelvennootschap aan een stichting, veelal aangeduid als Stichting Continuïteit.²¹ Deze aandelen kunnen – in tegenstelling tot gewone aandelen die meestal een veel hogere uitgifteprijs (nominale waarde plus agio) hebben – uitgegeven worden tegen nominale waarde omdat er slechts een beperkt winstrecht aan is verbonden. Bovendien hoeft slechts 25 procent van dit nominale

bedrag te worden gestort indien de preferente aandelen op naam luiden. Aan een preferent aandeel is wel hetzelfde stemrecht verbonden als aan een gewoon aandeel met dezelfde nominale waarde. Degene die deze preferente aandelen verwerft kan derhalve voor een relatief gering bedrag veel stemrechten uitoefenen zodat voorstellen van andere, nieuwe of zittende, aandeelhouders kunnen worden geblokkeerd, in het bijzonder wanneer deze voorstellen bedreigend voor de vennootschap worden geacht. Aan een speciaal daartoe opgerichte stichting wordt een optie toegekend om de preferente aandelen te nemen zodra de dreiging ontstaat. Omdat het inefficiënt is om deze aandelen uit te geven en uit te laten staan indien er geen dreiging voor de vennootschap bestaat, wordt in de statuten van de vennootschap voorts opgenomen dat de aandelen, zodra de dreiging geweken is, kunnen worden ingetrokken tegen terugbetaling van het daarop gestorte bedrag. Preferente beschermingsaandelen hebben daarmee een tijdelijk karakter. Certificering, prioriteitsaandelen, gekwalificeerde meerderheden en quorum-eisen hebben in principe een permanent karakter.

Voor het bestuur van ABN AMRO is een via preferente aandelen opgezette beschermingsconstructie, het liefst gecombineerd met een permanente minderheidspositie van de Staat als aandeelhouder, voldoende. De COR meent dat een extra beschermingsmaatregel, te weten een prioriteitsaandeel gehouden door een onafhankelijke stichting, wenselijk is. Kalff c.s. stellen voor de aandelen in ABN AMRO door NLFI te laten verkopen aan een op te richten Stichting ABN AMRO (hierna: Stichting). Deze Stichting geeft vervolgens certificaten van aandelen uit aan een door de overheid in te richten en gecontroleerd agentschap (hierna: Agentschap). Het Agentschap kan besluiten om de certificaten onderhands te plaatsen bij institutionele beleggers maar ook om voor (een deel van) de certificaten een beursnotering aan te vragen. In het alternatief van Kalff c.s. wordt ook gewezen op de mogelijkheid pakketten van aandelen met stemrecht onderhands te plaatsen zonder daarbij de (meerderheids)positie van de Stichting aan te tasten.

4. Wat is de meest aantrekkelijke privatiserings- annex beschermingsoptie?

De redenen die Kalff c.s. contra een beursgang aanvoeren snijden zeker hout, maar het voorgestelde alternatief lijkt deels politiek en economisch onhaalbaar (wie wil investeren in certificaten zonder wezenlijke zeggenschap?), en gaat qua bescherming verder dan per se nodig is om te bereiken dat de geprivatiseerde bank zich zal kunnen weren tegen opportunistische kapitaalmarkten.²² Er zit immers ook een andere kant aan beschermingsmaatregelen. Zij kunnen namelijk ook tot effect hebben dat incompetentie van het zittend management niet wordt blootgelegd, hetgeen net zo ten koste kan gaan van het vennootschappelijk belang als een perverse overname.²³ Daarom moet er naar gestreefd worden dat een systeem van 'checks and balances' gehandhaafd blijft. Dit is het geval indien de certificaathouders onder normale omstandigheden de uitkomst van een stemming in de AvA kunnen bepalen. In par. 3 memoreerden wij al art. 2:118a BW waarin is vastgelegd dat in 'vredestijd' aan iedere houder van een beursgenoteerd certificaat desgevraagd een volmacht moet worden verleend om op het onderliggende aandeel te stemmen. In 'oorlogstijd' mag zo een volmacht

Wil de Nederlandse Staat per se voorkomen dat een Nederlandse systeembank speelbal wordt van de financiële markten dan dient het wetgeving voor alle Nederlandse systeembanken te introduceren

slechts geweigerd, ingetrokken of beperkt worden indien het bestuur van de houdende stichting voldoende onafhankelijk is. Hiermee wordt bevorderd dat deze bescherming niet kan worden ingezet om zittende bestuurders *coûte que coûte* in het zadel te houden. De Hoge Raad heeft dit zelfde principe tot uitdrukking gebracht in zijn RNA-beschikking ten aanzien van tijdelijke beschermingsmaatregelen, zoals uitgifte van aandelen aan een daartoe opgerichte stichting.²⁴ Geoordeeld werd dat tijdelijke maatregelen slechts gerechtvaardigd zijn indien deze in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen binnen de marges vallen van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een overname. Ook geldt als uitgangspunt dat het gedurende onbepaalde tijd handhaven van zo'n tijdelijke beschermingsconstructie in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn. Daarom zullen wij bij de beoordeling van de diverse beschermingsmaatregelen eerst kijken naar de aanvaardbaarheid ervan en vervolgens bezien in hoeverre de geboden bescherming toereikend is.²⁵

NLFI merkt op dat rechten die verder gaan dan het aanvaardbare in normale vennootschapsrechtelijke verhoudingen, ook bij het borgen van het financiële belang van de Staat, worden gezien als een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal. NLFI komt tot de conclusie dat het introduceren van een daartoe strekkend gouden aandeel strijdig is met Europees recht, 'onder meer vanwege het ontbreken van een dwingende reden van algemeen belang. Het borgen van algemene belangen geschiedt immers op basis van wet- en regelgeving.'²⁶ Deze redenering lijkt niet te verenigen met de gedachte dat het algemeen belang in de kwestie ABN AMRO nu juist niet (voldoende) wordt beschermd door de bestaande wet- en regelgeving. Voorts is het vraag of NLFI het begrip 'gouden aandeel' niet te beperkt opvat.

Het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ EU) heeft in een aantal arresten op die grondslag geoordeeld dat beslissingsrechten waarmee de overheid controle kan (blijven) uitoefenen op majeure beleidsonderwerpen bij een geprivatiseerde vennootschap in beginsel in strijd zijn met het Europese verdrag (art. 63 VWEU) indien zij de verwerving van aandelen kunnen blokkeren of beperken dan wel investeerders uit andere lidstaten ervan kunnen weerhouden in die onderneming te investeren.²⁷ Van dit beginsel kan, kort gezegd, slechts worden afgeweken op grond van de openbare orde en veiligheid of vanwege dwingende redenen van algemeen belang. Bovendien moet voldaan zijn aan het geschiktheidsbeginsel (de beslissingsrechten zijn geschikt om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te waarborgen) en het evenredigheidsbeginsel (de rechten gaan niet verder dan het nagestreefde doel). Het is nog wel te verdedigen dat het introduceren van een gouden aandeel bij ABN AMRO nodig is vanwege een dwingende reden van algemeen belang maar niet dat dit middel geschikt en proportioneel is. Wil de Nederlandse Staat per se voorkomen dat een Nederlandse systeembank speelbal wordt van de financiële markten dan dient het wetgeving voor alle Nederlandse systeembanken te introduceren. Een redelijke mate van zekerheid wordt daarentegen reeds bereikt indien ABN AMRO één of meer onafhankelijke stichtingen in het leven roept die haar in tijden van nood beschermen.

Indien de verkoop van aandelen in tranches plaatsvindt, adviseert NLFI ter bescherming van het resterende financiële belang van de Staat tot het gebruik van een gekwalificeerde meerderheid van twee derde, vertegenwoordigend meer dan de helft van het geplaatste kapitaal. Dit zou echter moeten worden beperkt tot besluiten omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap. Pas nadat het belang van de

18. Zie voor een overzicht van statutaire en buiten-statutaire beschermingsmaatregelen Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/637 en 638.

19. Zie www.commissiecorporatiegovernance.nl.

20. Zie J. de Koning Gans, W.J. Oostwouder, 'Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie', *Onderneming & Financiering* 4, 2010, p. 70.

21. Deze beschermingsmaatregel wordt door M.M. Mendel, W.J. Oostwouder a.w. p. 50-51, als buiten-statutair gekwalificeerd. B.F. Assink, W.J. Slagter a.w. (Deel 2), p. 1380, en Asser/Maeijer/Van Solinge

& Nieuwe Weme (2009) a.w. nr. 637 scharen deze maatregel echter onder de maatregelen die statutair verankerd zijn. Deze beschermingsmaatregel is in zoverre statutair dat deze zonder een statutaire verankering van de preferente aandelen niet kan worden geactiveerd. Ze is echter buitenstatutair in die zin dat de uitoefening van de call-optie buiten de statuten om geschiedt.

22. Kalff c.s. melden onder meer dat banken met een beursnotering in onzekere tijden uiterst kwetsbaar zijn voor een bankrun; dat een hoge en stijgende beurskoers kan leiden tot ongerechtvaardigd vertrouwen van bestuur en commissarissen in eigen

inzicht en daarmee tot vertroefde besluitvorming; dat een beursgenoteerde bank weerstand moet bieden aan de niet aflattende druk van financiële markten om de winst per aandeel op te voeren; dat het onderhouden van relaties met beleggers afleidt van op waardecreatie gerichte besluitvorming; en dat beursgang leidt tot druk om de besluitvorming in te richten volgens Angelsaksisch bestuursmodel, hetgeen ten koste zou gaan van creativiteit, flexibiliteit en ondernemerschap.

23. Zie M.M. Mendel, W.J. Oostwouder, 'Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad', *NJB*

2013/29, afl. 3, p. 1965-1972 voor het begrip 'vennootschappelijk belang', en B.F. Assink, W.J. Slagter a.w., p. 1377-1378, voor mogelijkheden om misbruik van beschermingsconstructies aan te pakken.

24. HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110.

25. Zie voor deze aanpak ook: J. de Koning Gans, W.J. Oostwouder, a.w., p. 60-74.

26. NLFI, a.w., p. 59.

27. Zie recentelijk HvJ EU 10 november 2011, *RO* 2012/7; B.F. Assink, W.J. Slagter a.w. (Deel 2), p. 2794; en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/310 alsmede de daar genoemde literatuur en jurisprudentie.

Dit Europees kader komt uitdrukkelijk in beeld nu het bepaald niet uitgesloten is dat het HvJ EU blokkerende maatregelen in die zin als een ongeoorloofde inbreuk op het vrije verkeer van kapitaal zal beschouwen

Staat daalt tot minder dan een derde van het geplaatste kapitaal zou een beschermingsmaatregel voor ABN AMRO geactiveerd moeten worden. Dan zou volgens NLFi een stichting opgericht moeten worden aan wie een call-optie tot het nemen van preferente aandelen toegekend moet worden. Deze stichting zou ten doel moeten hebben het behartigen van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en alle daarbij betrokkenen, waarbij onder meer invloeden die de continuïteit, de zelfstandigheid of de identiteit in strijd met die belangen beïnvloeden, zo veel mogelijk moeten worden geweerd.²⁸

Het bestuur en de RvC van ABN AMRO hebben in hun reactie op het advies van NLFi gesteld dat oprichting van een Stichting Continuïteit en het verlenen van een call-optie tot het nemen van preferente aandelen direct bij de beursgang moeten zijn geregeld.²⁹ Het bestuur merkt terecht op dat ABN AMRO als zelfstandige beursgenoteerde vennootschap een eigen verantwoordelijkheid heeft 'om in geval van een vijandig overnamebod of poging tot opsplitsing door activistische aandeelhouders haar eigen positie te bepalen in het belang van alle stakeholders, zonder dat daarbij het belang van aandeelhouders (en ook het belang van de Staat als aandeelhouder) doorslaggevend kan zijn. (...) De Staat heeft naar gangbare (juridische) opvattingen het recht als aandeelhouder het eigen belang te laten prevaleren boven dat van de andere stakeholders.' Tevens wordt opgemerkt dat het niet is 'uit te sluiten dat de Staat bij haar belangenafweging ook rekening dient te houden met een Europees (regelgevend) kader en bijvoorbeeld een louter nationaal belang niet mag laten prevaleren'. Dit Europees kader komt uitdrukkelijk in beeld nu het bepaald niet uitgesloten is dat het HvJ EU blokkerende maatregelen in die zin als een ongeoorloofde inbreuk op het vrije verkeer van kapitaal zal beschouwen. Het bestuur en de RvC van ABN AMRO hebben inderdaad de wettelijke plicht (zie art. 2: 129 lid 5 en 140 lid 2 BW) om zich te richten op het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Terecht wil men zich niet afhankelijk stellen van de goede bedoelingen van één aandeelhouder. Toch is het de vraag of het bestuur en de RvC van ABN AMRO voldoende ver gaan door zich te willen verlaten op het verlenen van een call-optie op preferente aandelen aan een Stichting Continuïteit. In 2009 hebben wij er reeds op gewezen dat deze constructie niet voldoende bescherming biedt indien activistische aandeelhouders een ruime meerderheid in de AvA verkrijgen voor een opsplitsing van ABN AMRO.³⁰ De Stichting Continuïteit kan dit slechts doorkruisen indien zij door uitoefening van haar call-optie meer dan 30 procent van de stemrechten in de AvA zou verkrijgen. In dat geval zou zij echter op basis van de implementatie van de Overname-

richtlijn een verplicht bod op alle uitstaande aandelen moeten uitbrengen.³¹ Een uitzondering op deze biedplicht bestaat alleen indien de preferente aandelen zijn uitgegeven nadat op de doelvennootschap een openbaar bod is uitgebracht (art. 5:71 lid 1 onder c Wft).

De COR lijkt dit te willen ondervangen door tevens een prioriteitsaandeel te creëren en toe te kennen aan een (ook van de Staat) onafhankelijke Stichting Prioriteit. In de statuten van ABN AMRO zou dan moeten worden opgenomen dat goedkeuring nodig is van zo een stichting voor besluiten omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming.

Deze constructie kan inderdaad voor aanvullende bescherming zorgen indien het gebruik van preferente aandelen tekortschiet wanneer de onderneming bedreigd wordt door activistische aandeelhouders. Het is echter de vraag of dit voldoende is. Een besluit tot afsplitsing van essentiële bedrijfsonderdelen – zoals ooit dreigde bij Stork – kan inderdaad voorkomen worden. Maar dit geldt niet voor het ontslag van de RvC (en bij instelling van een one-tier board: het ontslag van de niet-uitvoerende bestuurders)³² zodat activistische aandeelhouders toch indirect druk kunnen uitoefenen om de strategie te wijzigen in een strategie die meer is gericht op de kortetermijnbelangen van de aandeelhouders.³³

Daarom geven wij bij een beursgang van ABN AMRO toch de voorkeur aan certificering. Het mooie van deze constructie is dat er voldoende ruimte is om het disfunctioneren van bestuurders en commissarissen aan te pakken. In 'vredestijd' hebben de certificaathouders immers voldoende mogelijkheden om hen ter verantwoording te roepen en de commissarissen eventueel te ontslaan. In 'oorlogstijd' zou de door de wet geëiste onafhankelijkheid van het bestuur van de Stichting AK mee moeten brengen dat deze zich voldoende kritisch opstelt tegenover het bestuur en de RvC van ABN AMRO indien die zich onvoldoende zouden richten op het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Deze constructie achten wij derhalve niet alleen aanvaardbaar maar ook toereikend.³⁴

Overigens kunnen overnames door middel van een beschermingsconstructie niet structureel tegengehouden worden. Indien een strategische partij (bijna) 100 procent van de certificaten van ABN AMRO in handen zou krijgen, dan kan zijn wens om de vennootschappen van ABN AMRO te integreren in zijn concern door het AK niet langdurig genegeerd worden.³⁵ Hetzelfde geldt voor het bestuur van een beschermingsstichting indien een strategische partij de meerderheid van de gewone aandelen heeft verkregen terwijl ter neutralisatie van zijn stemrecht preferente aandelen zijn uitgegeven. In dergelijke

gevallen dient de beschermingsconstructie slechts om met de overnemer in gesprek te komen, hem te overreden om in het belang van de vennootschap en andere 'stakeholders' goede afspraken te maken, of om een alternatieve, vriendschappelijke bieder (een 'White Knight') te zoeken. Voor het geval dat overnames leiden tot banken die met het oog op de stabiliteit van het financiële systeem te omvangrijk zijn, dan moet dit probleem volgens ons niet aangepakt worden door beschermingsconstructies maar door een aangescherpt concentratietoezicht op Europees niveau.

Zoals gezegd willen Kalff c.s. dat de aandelen van ABN AMRO niet aan een gereguleerde markt zullen worden genoteerd en verhandeld maar zullen worden verkocht aan een op te richten Stichting die weer certificaten van aandelen uitgeeft aan een Agentschap. Dit laatste zou dan weer certificaten kunnen overdragen aan private investeerders en/of (een minderheid van de) certificaten kunnen laten noteren en verhandelen aan een gereguleerde markt.³⁶ In de statuten van de Stichting zou moeten worden vastgelegd dat de continuïteit en het belang van de bank en de met haar verbonden onderneming – binnen de grenzen van een redelijk dividend en van wat de maatschappelijke verantwoordelijkheid van een systeembank vereist – voorop staat. Voorts stellen Kalff c.s. voor op zodanige wijze een *one tier* board in te stellen dat er een personele eenheid bestaat tussen de niet-uitvoerende bestuurders van ABN AMRO en het bestuur van de Stichting. Het is de vraag of deze governancestructuur zich verdraagt met de in Boek 2 BW vastgelegde dualistische structuur van een naamloze (en besloten) vennootschap. Deze gaat er immers vanuit dat verantwoording wordt afgelegd aan de controlerende AvA. De Stichting die vertegenwoordigd wordt door haar bestuurders is in de door de Kalff c.s. bedachte structuur enig aandeelhouder van ABN AMRO. De niet-uitvoerende bestuurders moeten dan verantwoording afleggen aan het bestuur van de Stichting met wie zij een personele unie vormen (aan zichzelf dus). Ons inziens is deze structuur in strijd met de vennootschappelijke orde. Deze constructie is derhalve wel toereikend maar niet aanvaardbaar.

5. Conclusie

Op afzienbare termijn zal ABN AMRO weer worden geprivatiseerd. Daarbij zal voorkomen moeten worden dat de bank zich als voorheen gaat conformeren aan maatschappelijk

ongewenste principes en gedragingen. Daarbij is het essentieel dat ABN AMRO wordt beschermd tegen het optreden van activistische aandeelhouders voor zover dat slechts bedoeld is om een kortetermijnbelang te dienen, en tegen overnames die geen duurzame waardecreatie tot doel hebben. Het verlenen van een call-optie op preferente aandelen aan een Stichting Continuïteit biedt daartegen – zelfs al wordt dit gecombineerd met een prioriteitsaandeel – onvoldoende bescherming omdat daarmee in 'oorlogstijd' het ontslag van de commissarissen door de algemene vergadering van aandeelhouders niet kan worden voorkomen, en daarmee evenmin dat zij onder druk komen te staan van korteter-

Het mooie van certificering is dat er voldoende ruimte is om het disfunctioneren van bestuurders en commissarissen aan te pakken

mijnbelangen. De door Kalff c.s. voorgestelde oplossing – certificering waarbij (beslissende) zeggenschap ook wordt onthouden aan de kapitaalverschaffers als dit niet met het oog op het vennootschappelijk belang van ABN AMRO noodzakelijk is – biedt wel een toereikende bescherming maar is niet aantrekkelijk voor investeerders en derhalve niet geschikt. Wij pleiten daarom voor certificering 'plus'. Hierbij worden de aandelen in ABN AMRO overgedragen aan een onafhankelijke stichting die daartegenover met medewerking van ABN AMRO certificaten aan de Staat uitgeeft. Deze certificaten worden vervolgens aan een gereguleerde markt genoteerd en aan beleggers verkocht. In 'vredetijd' kunnen de certificaathouders dan door middel van een verstrekte volmacht stemmen in de AvA. In 'oorlogstijd' wordt het stemrecht echter uitgeoefend door de Stichting die zich daarbij richt op het vennootschappelijk belang van ABN AMRO en de langetermijnbelangen van de certificaathouders.

Gegeven de wensen van het kabinet om ABN AMRO te zijner tijd te privatiseren wordt zo op efficiënte wijze een belangrijke oorzaak van exuberant gedrag weggenomen. •

28. NLF1, a.w., p. 58-65.

29. NLF1, a.w., bijlage 1, p. 75-76.

30. W.J. Oostwouder, H. Schenk, 'De governance van banken', *Economisch Statistische Berichten*, 94 (4563), 2009. p. 396.

31. Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEG* L142/12-13.

32. Indien het ontslag van de commissarissen bij ABN AMRO afhankelijk zou worden gemaakt van het vetorecht of het initiatiefrecht van de prioriteit dan kan de AvA ons inziens niet meer op de aangewezen wijze functioneren omdat zij dan niet meer beschikt over het ultieme disciplineringsmiddel.

Met B.F. Assink en W.J. Slagter a.w. (Deel 1), p. 518 gaan wij er vanuit dat uit de parlementaire geschiedenis (zie o.a. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 277, nr. 3, p. 9) kan worden afgeleid dat de grens voor het toekennen van zeggenschapsrechten aan de prioriteit in ieder geval daar ligt 'waar door deze toekenning van extra bevoegdheden inbreuk wordt gemaakt op de dwingendrechtelijke verdeling van de bevoegdheden van het bestuur, de RvC (indien aanwezig), en de AvA en/of (ii) één of meer organen niet meer op de aangewezen wijze kunnen functioneren.'

33. Bij ABN AMRO zal na de beursgang het

volledig structuurregime gelden, derhalve kan de AvA niet de (uitvoerende) bestuurders ontslaan.

34. W.J. Oostwouder, H. Schenk, a.w., p. 397 en voor een verdere uitwerking van deze constructie J. de Koning Gans, W.J. Oostwouder, a.w., p. 72-73.

35. Zie hiervoor in meer algemene zin B.J. Assink, W.J. Slagter, (Deel 1), a.w., p. 1374.

36. Wij achten het vrijwel uitgesloten dat Euronext certificaten die niet met medewerking van ABN AMRO zijn uitgegeven tot de notering zal toelaten. Houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten zouden echter – bij de

door Kalff c.s. voorgestelde personele unie van de niet-uitvoerende bestuurders van ABN AMRO en de bestuurders van de Stichting die de aandelen houdt – zowel in 'vredetijd' als in 'oorlogstijd' een volmacht moeten krijgen. Het bestuur van de Stichting is dan immers op grond van art. 2:118a lid 3 BW niet onafhankelijk omdat bestuurders van ABN AMRO tevens alle stemmen in het bestuur van de stichting uitbrengen. De meerderheidspositie van de Stichting in de AvA blijft in dat geval alleen in stand indien minder dan 50% van het nominale kapitaal van ABN AMRO via beursgenoteerde certificaten wordt verschaft.