

Faculteit Rechtsgeleerdheid

Universiteit van Tilburg

De emissie van beschermingsprefs in rechtsvergelijkend perspectief

Een onderzoek naar de juridische houdbaarheid en effectiviteit van
Nederlandse beschermingsprefs



© Original Artist. Reproduction rights obtainable from www.CartoonStock.com

Auteur: Dhr. P.J.A. Van Driel (ANR 177028)

Master: Recht & Management (Faculteit Rechtsgeleerdheid)

Begeleider: Mr. dr. G.J.H. (Ger) van der Sangen

Datum: November/December 2011

UNIVERSITEIT



VAN TILBURG

I. Voorwoord

Met het schrijven van deze Masterscriptie voltooi ik de studie Recht & Management aan de Universiteit van Tilburg. Een interessante, doch af en toe complexe studie die ik met veel plezier heb gevolgd. Vergeleken met mijn HBO studie Management, Economie & Recht aan de Avans Hogeschool te s'-Hertogenbosch heb ik mijn juridische kennis aanzienlijk verrijkt. Ik ben er dan ook van overtuigd dat de opleiding Recht & Management een gedegen basis vormt voor een carrière in de Nederlandse juristenbranche.

Tijdens mijn studententijd waren het voornamelijk de colleges van kapitaalmarktrecht, insolventierecht en (Capita Selecta) ondernemingsrecht die mijn interesse hebben gewekt. Met name fusies, overnames en alles wat daar omheen hangt trokken bij mij de aandacht. Het onderwerp voor zowel de bachelorscriptie als voor de Masterscriptie was dan ook snel gemaakt, alhoewel het duidelijk formuleren en afbakenen van het laatste onderzoek niet zonder slag of stoot is gegaan. Desalniettemin ben ik zeer content met het uiteindelijke resultaat.

Via deze weg wil ik dan ook een mijn dank betuigen aan de docenten van de verschillende cursussen en enkele studiegenoten. Mijn speciale dank gaat echter uit naar de heer Van Der Sangen voor zijn kritische feedback en snelle reacties op de door mij gestelde vragen. Daarnaast heeft hij mij op het goede spoor gezet met betrekking tot het formuleren van de onderzoeksvraag en de afbakening van het onderzoek. Daarnaast wil ik ook een dankwoord richten aan mijn ouders en vriendin, omdat zij mij alle ruimte hebben gegeven voor het voltooien van deze studie. Zonder hen was dit dan ook niet gelukt.

Dan rest mij tenslotte niets anders meer dan de lezer veel leesgenot toe te wensen.

Tilburg, December 2011

Paul van Driel

I. Inhoudsopgave

	Pagina
I. Voorwoord	I
II. Inhoudsopgave	II
III. Lijst van gebruikte afkortingen	IV
1. Inleiding.....	1
§ 1.1 Introductie	1
§ 1.2 Centrale juridische vraag	3
§ 1.3 Afbakening en onderzoeksmethodiek	3
2. Algemene beginselen van de overnamemark.....	5
§ 2.1 Inleiding	5
§ 2.2 De overnamemarkt	5
§ 2.3 Overnames	6
§ 2.3.1 Motieven	6
§ 2.3.2 Besluitvorming	7
§ 2.3.3 Vriendelijke versus vijandige overnames	8
3. Beschermingsconstructies in Nederland.....	9
§ 3.1 Definitie en toepassingsgebied beschermingsconstructies	9
§ 3.2 Geschiedenis	10
§ 3.3 Doel en motieven	11
§ 3.4 Totstandkoming beschermingsconstructies	14
§ 3.5 Gevolgen beschermingsconstructies	15
§ 3.5.1 Stockholder interest-hypothese	15
§ 3.5.2 Management entrenchement-hypothese	16
§ 3.6 Indeling beschermingsconstructies	17
§ 3.7 Recente ontwikkelingen	19
§ 3.7.1 Overnamerichtlijn	19
§ 3.7.2 Corporate governance	20
§ 3.8 Huidige stand van zaken	23
§ 3.8.1 Implementatiewetgeving	23
§ 3.8.2 Algemene ondernemingsrechtelijke bepalingen	26
4. Uitgifte van beschermingspreferent aandelen naar Nederlands recht.....	27
§ 4.1 Algemeen	27
§ 4.2 Ontstaansgeschiedenis	28
§ 4.3 Emissiebevoegdheid	29
§ 4.4 Optierecht beschermingsprefs	32
§ 4.4.1 Call- en put- optie	34
§ 4.5 Financiering	35

§ 4.6 Jurisprudentie	36
§ 4.7 Juridische houdbaarheid	50
§ 4.8 Tussenconclusie	55
5. Overnamewetgeving Verenigde Staten en beschermingsprefs.....	59
§ 5.1 Inleiding	59
§ 5.2 Toepasselijke regelgeving	59
§ 5.3 Wettelijk kader voor Amerikaanse beschermingsconstructies	61
§ 5.4 Kenmerken van beschermingsprefs naar Amerikaans recht	61
§ 5.5 Emissie van preferente aandelen aan een bevriende partij	62
§ 5.6 Normering van het bestuurlijk handelen	64
§ 5.6.1 De normering voor 1985	65
§ 5.6.2 Literaire discussie over de positie van het bestuur in de periode voor 1985	66
§ 5.6.3 De doorslaggevende rol van het Delaware Supreme Court	68
§ 5.6.4 Huidige stand van zaken	71
§ 5.7 Overeenkomsten en verschillen	73
§ 5.7.1 Overeenkomsten tussen beschermingsprefs en blank check preferred stock	73
§ 5.7.2 Verschillen tussen beschermingsprefs en blank check preferred stock	74
6. Conclusies.....	77
Literatuurlijst.....	80
Regelgeving, officiële publicaties & overige bronnen.....	98
Jurisprudentielijst.....	100

III. LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN

AFM	Autoriteit Financiële Markten
Art.	Artikel
AvA	Algemene vergadering van aandeelhouders
BAvA	Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders
Bew.	Bewerking/bewerker
Bob	Besluit openbare biedingen
BV	Besloten Vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
DGCL	Delaware General Corporation Law
EC	Europese Commissie
EU	Europese Unie
ESOPs	Employee Stock Ownership Plans
HR	Hoge Raad der Nederlanden
Hrgw	Handelsregister Wet
KvK	Kamer van Koophandel
MvT	Memorie van Toelichting
NASD	National Association of Securities Dealers
NCGC	Nederlandse Corporate Governance Code
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NV	Naamloze Vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OK	Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie
Red.	Redactie
RvC	Raad van Commissarissen
SEC	Securities and Exchange Commission
SER	Sociaal Economische Raad
Stb	Staatsblad
Stcrt	Staatscourant
VEUO	Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen
VS	Verenigde Staten
VvdE	Vereniging voor de Effectenhandel
WED	Wet Economische Delicten
Wft	Wet op het financieel toezicht

1. Inleiding

§ 1.1 Introductie

Veel beursgenoteerde ondernemingen zijn vandaag de dag nog steeds beschermd tegen een vijandige overname en tegen andere niet gewenste invloeden en situaties. Met het laatste wordt voornamelijk bedoeld op activistische aandeelhouders die het beleid van de beursvennootschap trachten te veranderen, instabiele besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AvA) en aantasting van de kwaliteit van bestuur en toezicht.¹ Die bescherming wordt ontleend aan zogenaamde beschermingsconstructies die kunnen worden ingezet wanneer (het bestuur van) de doelvennootschap een vijandige overname wenst te frustreren.² Vroeger maakten beursgenoteerde ondernemingen doorgaans gebruik van certificering van aandelen als beschermingsconstructie. Anno 2011 is er een trend tegen deze vorm van bescherming waar te nemen, omdat door diverse ontwikkelingen certificering van aandelen niet meer in een optimale bescherming voorziet.³ Zo wordt bijvoorbeeld certificering van aandelen in de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: NCGC) verboden (zie *best practice*-bepaling IV.2). Momenteel maken beursgenoteerde vennootschappen veelal gebruik van de (optie tot) emissie van preferente beschermingsaandelen, ook wel beschermingsprefs genoemd.⁴ Hierbij worden, kort gezegd, (i) preferente aandelen uitgegeven door het bestuur van de doelvennootschap of (ii) preferente aandelen genomen als gevolg van het uitoefenen van de optie door een ‘bevriende’ stichting. In beide gevallen hoeft slechts 25% van de aandelen te worden volgestort, maar verwerft men wel de volledige stemrechten die aan de aandelen zijn verbonden. Dit betekent dus dat er voor een relatief lage prijs veel zeggenschap kan worden verkregen in de AvA.

In de literatuur worden er echter de nodige vraagtekens geplaatst bij wat men noemt de ‘juridische houdbaarheid’ van (de emissie van) beschermingsprefs als effectieve beschermingsconstructie.⁵ Volgens Steins Bisschop is een dergelijke uitgifte, al dan niet gerealiseerd door het uitoefenen van een optie door een bevriende stichting, geen reële emissie.⁶ Deze uitgifte dient volgens hem te worden gezien als een schijnhandeling, welke vergelijkbaar is met de nietige schijnhandeling beschreven in het arrest HVA/Westertoren I.⁷ Deze stelling is gebaseerd op de complicaties die zich voordoen bij de uitgifte van beschermingsprefs op het gebied van financiering en de zogenaamde ‘laakbare intentie’ om

¹ Zaman 2010, p. 150.

² Mantel & Overkleef 2009, p. 193.

³ Zie o.a. Zaman 2010, p. 150-151, Kohn 2010, p. 128, De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 61, Dortmund 2010, p. 168, Timmermans 2009, p. 218, Mantel & Overkleef 2009, p. 193, Van der Elst, de Jong & Raaijmakers 2008, p. 97, Galle 2005, p. 135-140, Schwarz 2004, p. 224, Van der Groot & Roosenboom 2001, p. 98; zie ook *best practice* IV.2 Nederlandse Corporate Governance Code 2008.

⁴ Zie o.a. Zaman 2010, p. 151, Kohn 2010, p. 128, Abma 2010, p. 526-536, Timmermans 2009, p. 217, Steins Bisschop 2009b, p. 166, Goes 2006, p. 11, Galle 2005, p. 137; zie ook Eumediton 2010, p. 11-13 (<www.eumediton.nl>); Evaluatie AVA-seizoen 2010.

⁵ Steins Bisschop 2009a, p. 1-5, Steins Bisschop 2009b, p. 166-167; zie ook Mantel & Overkleef 2009, p. 195 en 200.

⁶ Steins Bisschop 2009a, p. 4.

⁷ Hof van Amsterdam (OK) 12 januari 1973, *NJ* 1975, 7 (HVA/Westertoren I).

de wettelijke bepaling van art. 2:98c van het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW) te omzeilen. Daarnaast lijkt de implementatie van de Overnamerichtlijn⁸ (en dan met name artikel 5 inzake het verplichte bod) de effectiviteit van de beschermingsprefs aanzienlijk te hebben uitgehold en kunnen zij slechts in een aantal gevallen worden ingezet. Tenslotte heeft de Ondernemingskamer (hierna: OK) inzake Stork geoordeeld dat het inzetten van beschermingsprefs slechts gedurende een bepaalde periode kan worden gerealiseerd.⁹ Die periode was in die zaak ruimschoots aanwezig geweest en ook, zij het zonder dat dienaangaande overeenstemming of resultaat is bereikt, benut.¹⁰ De vraag is dan ook of de Nederlandse beursvennootschappen, die thans gebruik maken van beschermingsprefs als beschermingsconstructie, wel effectief worden beschermd. Dat deze vraag in het huidige tijdvak relevant is, blijkt wel uit de kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011. Hieruit blijkt dat er thans sprake is van een opleving van beschermingsconstructies, vooral bij vennootschappen die naar de beurs worden gebracht.¹¹

Los van het voorgaande wordt in zijn algemeenheid aangenomen dat het bestuur (*board of directors*)¹² van een Amerikaanse beursvennootschap ruime(re) mogelijkheden heeft om beschermingsconstructies op te werpen ten tijde van een vijandig overnamebod dan in Nederland het geval is.¹³ Veel Amerikaanse beschermingsconstructies, waarvan de *poison pill*¹⁴ de meeste bekende is, komen dan ook niet voor in de Nederlandse wetgeving.¹⁵ Toch verschillen een aantal van de in Nederland gehanteerde beschermingsmaatregelen maar weinig van de in Amerika bekende constructies. Één daarvan is de hiervoor besproken emissie van beschermingspreferente aandelen.

In de Verenigde Staten (hierna: VS) is de *board of directors* van een Amerikaanse beursvennootschap, evenals doorgaans in Nederland het geval is, bevoegd om preferente aandelen uit te geven aan een bevriende partij, een zogenaamde '*white squire*'.¹⁶ In beginsel bepaalt het *charter*¹⁷ welke soorten aandelen er kunnen worden uitgegeven, de hoeveelheid hiervan en wat de voorwaarden zijn voor een emissie. Veel *charters* bevatten dan ook een zogenaamde '*blank check authority*' bepaling, hetgeen de *board* ruime bevoegdheden geeft inzake het emitteren van aandelen en het bepalen van de voorwaarden die hieraan worden

⁸ Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEU* 2004, L 142/12.

⁹ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork). Zie ook Raaijmakers 2007, p. 351.

¹⁰ Dortmund 2008, p. 627.

¹¹ Abma 2011, p. 367.

¹² In dit onderzoek wordt de term '*board of directors*' ook frequent afgekort door de term '*board*'.

¹³ Nieuwe Weme & Van Solinge 2006, p. 211-220. Zie ook Parijs 2006, p. 488.

¹⁴ De *poison pill*, geeft het bestuur van een Amerikaanse beursvennootschap het recht geeft om ten tijde van een vijandige overname tegen een sterk gereduceerde prijs aandelen (of andere effecten) te kopen. Belangrijk verschil tussen de *poison pill* en beschermingsprefs is dat er bij de eerste geen stemrecht aan verbonden is. Zie o.a. Van Ginneken 2010, p. 101-103, Gaughan 2010, p. 174-178 en 216-217 & Posch 2008, p. 1107-1117.

¹⁵ Posch 2008, p. 1095-1096.

¹⁶ Een dergelijke emissie wordt ook wel *sweetheart preferred stock* genoemd.

¹⁷ Het *charter*, ook wel *articles of incorporation* of *certificate of incorporation* genoemd, is vergelijkbaar met de statuten van een beursgenoteerde onderneming in Nederland, al bevat het eerste over het algemeen wat minder inhoudelijke bepalingen.

verbonden.¹⁸ Preferente aandelen die op basis van een *blank check authority* bepaling worden uitgegeven, worden ook wel *blank check preferred stock* genoemd. Het is niet verwonderlijk dat de uitgifte van preferente beschermingsaandelen in de VS, naast overeenkomsten, ook verschillen kent met de in Nederland gehanteerde variant.¹⁹ Door een diepgaande analyse van beide beschermingsconstructies kan worden onderzocht welke verschillen en overeenkomsten er bestaan tussen beide vormen van bescherming en wellicht kunnen er aanknopingspunten worden gevonden voor de beantwoording van de in dit rapport ten grondslag liggende centrale juridische vraag.

§ 1.2 Centrale juridische vraag

Het onderhavige onderzoek zal zich voornamelijk richten op de werking van beschermingsprefs in Nederland en de VS. Zoals reeds vermeld, vertoont de Nederlandse vorm van beschermingsprefs veel overeenkomsten met de Amerikaanse variant, doch bestaan er ook wezenlijke verschillen. Door een rechtsvergelijkend onderzoek naar beide vormen van bescherming tracht de auteur een antwoord te geven op de onderstaande onderzoeksvraag:

‘welke overeenkomsten en verschillen bestaan er tussen de Nederlandse en Amerikaanse variant van beschermingsprefs en in hoeverre worden Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen thans effectief beschermd door deze beschermingsconstructie’?

§ 1.3 Afbakening en onderzoeksmethodiek

Het onderzoek richt zich hoofdzakelijk op een juridische analyse van de (optie tot) emissie van preferente beschermingsaandelen als beschermingsconstructie, zowel bij Nederlandse als bij Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen. Dergelijke beschermingsconstructies worden doorgaans toegepast bij vijandige overnames, maar zij worden ook regelmatig ingezet om, in de ogen van het bestuur, onwenselijke bemoeienissen van aandeelhouders te weren of om een concentratie van stemrechten in de AvA te voorkomen.²⁰

In dit onderzoek is gekozen voor een internationaal rechtsvergelijkend onderzoek met de VS, omdat de Amerikaanse wetgeving en rechtspraak steeds meer invloed krijgt in de Nederlandse rechtsliteratuur. Van Ginneken concludeert namelijk in zijn recente proefschrift (2010) dat er de laatste jaren een ontwikkeling lijkt plaats te vinden waarbij ook de Nederlandse rechtspraak steeds vaker Amerikaanse invloeden overneemt.²¹ Met andere woorden: het heeft er alle schijn van dat zowel de nationale wetgever als de nationale rechters steeds nadrukkelijker worden beïnvloed door het (ondernemings)recht van de VS. Bovendien worden de VS gezien als de thuismarkt van *hedge funds*, de groep die vaak wordt

¹⁸ Zie voor de bepalingen inzake de uitgifte van (preferente) aandelen § 151 e.v. *Delaware General Corporation Law (DGCL)*. De *board* heeft in de praktijk hierin veel vrijheid, want in de praktijk worden er aandelen uitgegeven zonder *par value* (zie voor de redenen hiervoor Clark (1986), p. 714) en kan de *board* bepalen tegen welke prijs of andere vorm van vergoeding de aandelen worden uitgegeven. Zie § 153(b) *DGCL*.

¹⁹ Van Ginneken 2010, p. 108-109.

²⁰ Abma 2011, p. 369-370.

²¹ Van Ginneken 2010, p. 5-6.

geconfronteerd met beschermingsconstructies.²² Daarnaast kent de VS een rijke geschiedenis inzake beschermingsconstructies, waarbij men kan concluderen dat de Amerikaanse wetgever een enigszins beschermende attitude aanneemt ten opzichte van bestuurders van een beursgenoteerde doelvennootschap.²³ Dit betekent dat bieders, doorgaans bestaande uit (een groep van) aandeelhouders, onderworpen zijn aan stringente(re) regelgeving. Een ander argument voor een internationaal rechtsvergelijkend onderzoek tussen Nederland en de VS is dat diverse auteurs pleiten voor de introductie van bepaalde Amerikaanse toetsingsnormen. Zo pleiten onder andere Assink,²⁴ Mohr²⁵ en Kroeze²⁶ voor de invoering van de in dit rapport nog nader te bespreken *business judgment rule*. Deze norm wordt gebruikt om het bestuurlijk handelen te normeren. Ook de Sociaal Economische Raad (hierna: SER) heeft een aanbeveling gedaan om het toetsingsbeleid van de OK af te stemmen op de *business judgment rule*.²⁷

Zoals reeds vermeld, bestaat de algemene overtuiging dat de *board* van Amerikaanse beursvennootschappen ruimere mogelijkheden hebben om de hulp van beschermingsconstructies in te roepen dan hun Nederlandse collega-bestuurders. Vanwege de beperkte tijd en omvang van dit onderzoek is gekozen om alleen de emissie van beschermingsprefs als beschermingsconstructie te analyseren. Dit onderwerp is namelijk erg actueel, omdat vandaag de dag een groot deel van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen beschermingsprefs als beschermingsconstructie gebruiken.

Om bovenstaande te realiseren, zal gebruik worden gemaakt van een traditioneel juridische analyse. Dit betekent dat er met een kritische blik zal worden gekeken naar de toepasselijke wet- en regelgeving en de parlementaire geschiedenis ten aanzien hiervan. Tenslotte zullen ook bestaande artikelen, literatuur en (internationale) jurisprudentie aandachtig worden bestudeerd. Dit alles geschiedt dus ook buiten de Nederlandse jurisdictie en vandaar dat men ook wel spreekt van een rechtsvergelijkende onderzoeksmethode.

²² Raaijmakers 2007, p. 353.

²³ Voor een beknopte, doch zeer duidelijke beschrijving van de geschiedenis ten aanzien van de Amerikaanse overnamewetgeving zie Van Ginneken 2010, p. 95-101 en Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 87-94.

²⁴ Assink 2005, p. 376-378

²⁵ Mohr 2008, p. 355-356.

²⁶ Kroeze 2006, p. 4-14.

²⁷ SER-advies 2008, 546. Zie ook de regeling van de Minister van Veiligheid en Justitie van 14 september 2011, *Stcrt.* 2011, 16586.

2. Algemene beginselen van de overnamemarkt

§ 2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen enkele algemene beginselen en begrippen van de overnamemarkt, ook wel de *market for corporate control* genoemd,²⁸ summier worden omschreven. Daarbij zal aandacht worden geschonken aan de mogelijke motieven die aan een overname ten grondslag kunnen liggen en wie uiteindelijk beslist over het al dan niet slagen van een overnamebod. Tenslotte wordt een onderscheid gemaakt tussen vriendelijke en vijandige overnames.

§ 2.2 De overnamemarkt

In 1932 werd het Berle & Means-model gepubliceerd, een model dat is vernoemd naar de auteurs van het boek getiteld '*The Modern Corporation and Private Property*'. Hierin stelden zij dat de moderne Naamloze Vennootschap (hierna: NV) zal worden beheerst door aangestelde professionele bestuurders die vaak niet meer vennootschappelijk zijn verbonden met de onderneming. Een dergelijke NV kwalificeerden zij als een '*management managed corporation*' waarbij aandelenbezit wordt gescheiden van bestuurlijke controle. Dit fenomeen wordt doorgaans aangeduid als '*separation of ownership and control*'.²⁹ Het gevaar van dit model zit hem in het feit dat het aandelenbezit zeer gefragmenteerd zou kunnen raken onder vele (kleine) beleggers waardoor een adequaat machtsevenwicht ontbreekt. Vervolgens stellen Berle & Means dat het gevaar van *moral hazard* op de loer ligt, hetgeen, kort gezegd, impliceert dat het management haar persoonlijke belangen laat prevaleren boven het vennootschappelijke belang.³⁰ Door de heilzaam geachte en disciplinerende werking van de *market for corporate control* kan dit worden voorkomen door het falende management te vervangen. Het disciplineringsmechanisme zorgt ervoor dat kapitaalverschaffers zich er van kunnen verzekeren dat het management op zorgvuldige wijze omspringt met het door de belegger gefourneerde vermogen.³¹ Op het moment dat een beursvennootschap wordt bestuurd door een incapabel management daalt de waarde van de aandelen, hetgeen zich uitdrukt in een lage(re) beurskoers. Een aandeelhouder c.q. een groep aandeelhouders die de menig zijn toegedaan dat een ander management meer waarde kan genereren, zal een bod doen op de desbetreffende aandelen en bij het slagen daarvan het zittende bestuur vervangen. Deze constante dreiging noopt de vennootschapsleiding³² tot een efficiënte inzet van middelen. De werking van dit model wordt echter ernstig ontwricht als het bestuur van de doelvennootschap de mogelijkheid heeft om een overname te belemmeren door het inschakelen van een beschermingsconstructie. Daarmee kan het bestuur immers haar eigen positie veilig stellen, hetgeen onder geen omstandigheden een motief mag zijn voor het instellen van een beschermingsconstructie. Hiermee is tevens de grootste kritiek gegeven die

²⁸ Raaijmakers & Van der Schee (2008, p. 1125) typeren de *market for corporate control* als de regulering van de overnamemarkt; anders Kleyn 2009, p. 106. De *market for corporate control* heeft een dualistisch karakter, hetgeen inhoudt dat in Nederland deze markt wordt gereguleerd door enerzijds het effectenrecht en anderzijds het vennootschapsrecht.

²⁹ Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 21-22.

³⁰ Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 316-318.

³¹ Holtzer, Leijten & Oranje 2009, p. 219.

³² Het formele bestuur en de RvC tezamen worden ook wel aangeduid als de vennootschapsleiding.

bestaat op de inzet van beschermingsconstructies.³³ Ook bestaan er de nodige bezwaren ten aanzien van de werking van de *market for corporate control*. Tegenstanders van deze theorie benadrukken namelijk dat de negatieve gevolgen van niet-geïnviteerde overnames en de animositeit daaromheen de continuïteit van de beursvennootschap op de lange termijn ernstig kunnen schaden. Daarbij wordt vaak gewezen op termen als ‘*corporate raiding*’ en ‘*asset stripping*’. Hiermee wordt bedoeld dat beursvennootschappen worden opgekocht met de intentie om deze vervolgens te ontmantelen en leeg te plunderen om zodoende op korte termijn winst te genereren.³⁴

§ 2.3 Overnames

De *market for corporate control* heeft op dit moment een dualistisch karakter. Dit betekent dat in Nederland de overnamemarkt wordt gereguleerd door enerzijds het effectenrecht en anderzijds het vennootschapsrecht. De Europese Commissie (hierna: EC) beoogde met de Overnamerichtlijn een *level playing field* te creëren op de interne markt, maar ook ten aanzien van andere markten zoals de VS en China. Dit gelijke speelveld is echter niet gerealiseerd. Raaijmakers & Van der Schee zijn van mening dat een verdere harmonisatie van de effectenrechtelijke biedingsregels gewenst is om tot één geïntegreerde Europese overnamemarkt te komen.³⁵

De overnamemarkt is de laatste decennia enorm gegroeid, onder andere als gevolg van de globalisering en de integratie van internationale kapitaalmarkten.³⁶ Bovendien is er volgens Hijmans van den Bergh en Schouten tevens sprake van een verhoging van de concurrentie tussen de verschillende effectenbeurzen tengevolge waarvan de drempel voor uitgevende instellingen om een notering aan te vragen in het buitenland steeds lager wordt.³⁷ Daarnaast is het een gegeven dat er ook een toename is waar te nemen in het aantal vijandige overnames.³⁸ Vooraleer (vijandige) overnames nader te bespreken, wordt het begrip ‘overname’ gedefinieerd. In navolging van Raaijmakers wordt in dit rapport een overname omschreven als ‘een transactie waarbij één of meer partijen aandelen verwerven in een beursvennootschap om zodoende overwegende zeggenschap te verkrijgen over de doelvennootschap overeenkomstig het nationale recht’.³⁹

§ 2.3.1 Motieven

De motieven voor het doen van overnames kunnen van uiteenlopende aard zijn, doch kunnen er grofweg twee categorieën worden onderscheiden. Een overname of fusie kan worden

³³ Van Ginneken 2010, p. 88.

³⁴ Moerland 1995, p. 624.

³⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1173.

³⁶ Schenk 2010, p. 61.

³⁷ Hijmans van den Berg & Schouten 2008, p. 145.

³⁸ Zie voor een overzicht van de groei in het aantal grensoverschrijdende overnames tussen Europa en de Verenigde Staten in de tweede helft van de jaren negentig, *Report of High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 10 januari 2002 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf>). Zie ook Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1126.

³⁹ Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1132. Zie ook art. 2 lid 1 onder a Overnamerichtlijn en art. 1:1 jo. 5:70 Wet financieel toezicht (Wft).

bewerkstelligd vanuit een financieel oogpunt en/of op basis van strategische redenen.⁴⁰ Bij het laatste motief wordt de te fuseren of gekochte onderneming daadwerkelijk onderdeel van het concern van de koper. Vervolgens kan het nieuwe concern zich gaan richten op nieuwe markten, haar marktaandeel proberen te vergroten of distributiekkanalen uitbreiden. Andere strategische motieven zijn het creëren van (toekomstige) synergievoordelen en kostenbesparingen. Ook het vervangen van het zittende management door een nieuw bestuur om zodoende de aandeelhouderswaarde te maximaliseren, kan worden gezien als een strategisch motief. Bovendien kunnen ondernemingen hun groei vaak eenvoudiger realiseren door het overnemen van andere vennootschappen dan door interne expansie. Daarnaast kunnen ook defensieve redenen ten grondslag liggen aan het doen van een overname of fusie.⁴¹ Bij fusies en overnames als gevolg van financiële overwegingen gaat het enkel om het behalen van bepaalde financiële resultaten. De betrokkenen wensen een bepaalde rentabiliteit op het geïnvesteerde vermogen te realiseren. Een voorbeeld van een financieel motief voor een overname is de *management buy-out*.

§ 2.3.2 Besluitvorming

Naar aanleiding van het voorgaande kan de vraag worden gesteld wie er uiteindelijk beslist over de afloop van een bod van een niet-vriendelijke bidder. Het bestuur of de AvA van de doelvennootschap? Dit klassieke dilemma van corporate governance bij beursgenoteerde vennootschappen ontspruit uit de separatie tussen *ownership and control*.⁴² Deze term is afkomstig uit het reeds besproken 'Berle & Means-model' waarin bestuurders in loondienst van de vennootschap zijn, maar de facto de controle over de onderneming hebben vanwege de grote mate van (bestuurs)autonomie. De aandeelhouders kunnen in dit verband gezien worden als de eigenaren van de vennootschap. Door de doorgaans zeer gefragmenteerde samenstelling van deze groep hebben zij echter vaak niet voldoende middelen om het bestuur effectief te controleren. Desalniettemin wordt verondersteld dat de zojuist beschreven organisatie de meest efficiënte is, omdat het bij beursvennootschappen doorgaans ondoenlijk is om bij de besluitvorming rekening te houden met de wensen van alle aandeelhouders. Vandaar dat het bestuur van de onderneming belast is met het besturen van de onderneming.

Het antwoord op de in de vorige alinea gestelde vraag wordt in verschillende landen verschillend beantwoord. Globaal gezien zijn er twee basismodellen. Allereerst kan de besluitvorming over de afloop van een onvriendelijk bod geheel worden overgelaten aan de aandeelhouders, waarbij het bestuur van de beursgenoteerde vennootschap geen enkele inspraak heeft. In de tweede variant is er voor het bestuur wel een rol weggelegd, namelijk die van *gatekeeper*. Het bestuur heeft dan de bevoegdheid om beschermingsmiddelen in te zetten. In Nederland is gekozen voor het laatstgenoemde model, hetgeen betekent dat de vennootschapsleiding zich in beginsel mag beschermen tegen onwelgevallige overnames. Desalniettemin dient de vennootschapsleiding rekening te houden met enkele gedragsnormen die zijn geformuleerd in de jurisprudentie en die het treffen van beschermingsmaatregelen beperken. In de VS is het nemen van beschermingsmaatregelen fundamenteel anders

⁴⁰ De beschreven verschillende motieven zullen in veel gevallen eerder samengaan dan met elkaar conflicteren.

⁴¹ De Bos & Slagter 2007, p. 120. Zie ook Gaughan 2007, p. 14.

⁴² Van Ginneken 2010, p. 2.

geregeld. In Amerika is het voor de *board* uitdrukkelijk toegestaan om beschermingsmaatregelen in te schakelen.⁴³

§ 2.3.3 Vriendelijke versus vijandige overnames

Bij openbare biedingen kan onder andere een onderscheid worden gemaakt tussen een vriendelijk en een vijandig overnamebod.⁴⁴ De kwalificatie van een vriendelijk of vijandig overnamebod is slechts gebaseerd op de houding van het bestuur en de Raad van Commissarissen (hierna: RvC) ten opzichte van het bod. De standpunten van andere bij de vennootschap betrokkenen, zoals werknemers en aandeelhouders, hebben geen enkele invloed op de kwalificatie van een overnamebod. Een vriendelijk overnamebod kan dan ook worden omschreven als een bod dat wordt uitgebracht met de consensus van de vennootschapsleiding van de doelvennootschap.⁴⁵

Van een vijandige overnamebod is sprake indien een bieder zich direct wendt tot de aandeelhouders zonder daaraan voorafgaand in onderhandeling te treden met het management van de doelvennootschap. Bij een vijandig overnamebod heeft het bestuur dus geen toestemming gegeven en zal dikwijls worden overwogen om beschermingsconstructies in te stellen om de onwelgevallige bieder buiten de deur te houden.⁴⁶ Vroeger werden vijandige overnamebiedingen als ‘niet chique’ beschouwd en om deze reden werden zij dan ook niet snel uitgebracht. Tegenwoordig komen vijandige overnamebiedingen echter steeds vaker voor.⁴⁷ Toch is Muller van mening dat vanwege het Besluit openbare biedingen (hierna: Bob) het onderscheid tussen vriendelijke en vijandige overnames niet meer van belang is, omdat er in het Bob geen separate regeling wordt gegeven voor vijandige biedingen. Vóór de inwerkingtreding van het Bob was dit wel het geval. Daarnaast is een onderscheid tussen een vriendelijk en vijandig bod niet altijd even duidelijk aanwezig en bovendien kan een vijandig bod later alsnog transformeren in een vriendelijk bod en vice versa.⁴⁸ Het eerste was bijvoorbeeld het geval inzake het openbaar bod van *Royal Bank of Scotland Group plc* (hierna: RBS), Fortis N.V. en Fortis S.A./N.V. en Banco Santander Central Hispano S.A. (hierna: het consortium) op ABN AMRO Holding N.V. Dit bod kon aanvankelijk worden gekwalificeerd als een vijandig overnamebod, maar in een later stadium in het biedingproces gaf de vennootschapsleiding van ABN AMRO Holding N.V. aan dat het haar medewerking zou verlenen aan het bod van het consortium.

⁴³ Van Ginneken 2010, p. 471-473.

⁴⁴ Openbare biedingen kunnen daarnaast ook nog op andere manieren worden onderscheiden, zoals bijvoorbeeld een partieel c.q. volledig bod. Voor een beknopt, doch duidelijk overzicht van de verschillende indelingen van openbare biedingen zie Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 23-27.

⁴⁵ Zie ook Uittien 2009, p. 61 & Brink 1998, p. 29.

⁴⁶ Muller 2008, p. 576-581.

⁴⁷ Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 25. Zie ook Nelemans 2007, p. 386, Ventoruzzo 2006, p. 15, Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 455 en Raaijmakers 1995a, p. 138.

⁴⁸ Muller 2008, p. 576-577.

3. Beschermingsconstructies in Nederland

§ 3.1 Definitie en toepassingsgebied beschermingsconstructies

Vooraleer de term beschermingsconstructie te definiëren, dient vermeld te worden dat er diverse synoniemen bestaan voor dit begrip. Men spreekt ook wel van beschermingsmaatregelen, beschermingsmiddelen of oligarchische regelingen⁴⁹ en deze termen worden door elkaar gebruikt in dit rapport. Mantel & Overkleef omschrijven beschermingsconstructies als middelen die het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap kan initiëren om een overname van een vijandige bidder te frustreren of om te voorkomen dat activistische aandeelhouders op een andere wijze controle over de vennootschap kunnen verwerven, bijvoorbeeld via een wijziging van de samenstelling van het bestuur of de RvC.⁵⁰ Deze definitie wordt ook in dit onderzoek gehanteerd. Indien er sprake is van een dreigende overname of wanneer een meerderheid van aandeelhouders een strategiewijziging wenst door te voeren, kan door het initiëren van een beschermingsconstructie de zeggenschap van deze aandeelhouders tijdelijk worden beperkt.⁵¹

Zoals uit het bovenstaande al te deduceren is, gaat dit onderzoek uitsluitend over beschermingsconstructies ten aanzien van beursgenoteerde vennootschappen. Raaijmakers en Van der Schee maken bij de regulering van dit soort overnames enerzijds een onderscheid tussen regelingen van markttechnische en effectenrechtelijke aard en anderzijds regelingen van meer ondernemingsrechtelijke aard. Bij het eerste wordt gedoeld op regels inzake *disclosure*, toezicht, *squeeze/buy out* en gedragsnormen. Bij de ondernemingsrechtelijke regelingen gaat het voornamelijk over de positie van het bestuur en de RvC van de doelvennootschap, bescherming tegen vijandige overnames en rechtsmiddelen van de direct betrokkenen.⁵² In dit onderzoek komt met name de ondernemingsrechtelijke kant aan bod.

In de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) is een regeling vervat inzake het verplicht bod (zie hoofdstuk 5.5 Wft).⁵³ Vervolgens worden de gevolgen van dat bod geregeld in Boek 2 BW alsmede het gebruik van beschermingsconstructies. De regels uit de Wft zijn voornamelijk gebaseerd op Europese wetgeving en worden nader uitgewerkt in het Bob. De Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) is belast met het toezicht op zojuist genoemde regelgeving. Daarnaast biedt het ondernemingsrecht en de jurisprudentie hieromtrent regels inzake de bescherming tegen vijandige overnames. Daarnaast kunnen *best practice*-bepalingen uit de NCGC een rol spelen.⁵⁴

⁴⁹ Een oligarchie is een heerschappij van weinigen door een concentratie van bevoegdheden. Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 631. Vgl. art. 2:133 BW.

⁵⁰ Mantel & Overkleef 2009, p. 193. In soortgelijke bewoordingen zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p. 793, Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 34 en Schwarz 2004, p. 220.

⁵¹ Oostwouder & Schenk 2009, p. 395.

⁵² Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1131.

⁵³ Zie ook Corten 2007, p. 354-358.

⁵⁴ Zie overweging 13 van de NCGC 2008.

§ 3.2 Geschiedenis

De oorsprong van beschermingsconstructies in Nederland ligt in de 19^{de} eeuw en heeft te maken met het weren van buitenlandse invloed in nationale beursvennootschappen.⁵⁵ In 1898 is de eerste beschermingsconstructie officieel door de overheid erkend. De overheid verleende toentertijd een zogenaamde ‘Koninklijke Bewilliging’ aan een statutenwijziging voor het invoeren van een bindende voordrachtsregeling. Dit betekende dat houders van preferente aandelen een bindend voordrachtsrecht hadden bij de benoeming van bestuurders en dit voordrachtsrecht was niet doorbreekbaar. Doel van deze beschermingsconstructie was het voorkomen dat een buitenlandse aandeelhouder de controle binnen de AvA en derhalve over het bestuur van de vennootschap zou verkrijgen. Door deze beschermingsconstructie werd het nationale karakter van de beursvennootschap behouden.⁵⁶

Gedurende de daaropvolgende jaren werd het gebruik van beschermingsconstructies meer en meer als algemeen aanvaardbaar beschouwd.⁵⁷ De beschermingsmaatregelen werden echter niet meer alleen ingezet om buitenlandse invloeden te weren, maar zij werden in toenemende mate gebruikt tegen binnenlandse (lees: Nederlandse) overnemers.⁵⁸ Tot in het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw waren vrijwel alle beursfondsen beschermd door middel van één of meer beschermingsconstructies.⁵⁹ De uitzondering op deze regel werd gevormd door beursvennootschappen die geen bescherming nodig hadden, omdat daar de aandelen in vaste handen verkeerden. Bij Heineken was dit bijvoorbeeld het geval.⁶⁰

De ommekeer kwam in de loop van de jaren negentig als gevolg van een in een decennium eerder ontstane discussie omtrent het gebruik van beschermingsconstructies. In het in 1986 uitgebrachte jaarverslag, getiteld ‘De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs, over het jaar 1985 van de Vereniging voor de Effectenhandel (hierna: VvdE) werd door de VvdE het overmatige gebruik van beschermingsmaatregelen ter discussie gesteld. Het beursbestuur was van mening dat er paal en perk gesteld moest worden aan het overmatige gebruik van beschermingsconstructies, omdat dit de rechten van de aandeelhouders te veel beperkt ten opzichte van het management. De Commissie Van der Grinten was het oneens met het standpunt van de VvdE en adviseerde de handhaving van de toenmalige status quo. Ondanks dit advies week de VvdE niet af van haar eerdere standpunt, hetgeen leidde tot een heuse patstelling.⁶¹ Paniek was het gevolg en dit leidde tot de oprichting van de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (hierna: VEUO), waarvan het merendeel van de beursgenoteerde ondernemingen lid van werd.⁶² De VEUO mengde zich met succes in de discussie, wat leidde tot het rapport van 4 maart 1988. In dit rapport werd weliswaar een scherper beleid geformuleerd ten aanzien van het gebruik van

⁵⁵ Polak 1918, p. 38.

⁵⁶ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 631, p. 793-794; zie ook Dortmund 2010, p. 168-169, Van Ginneken 2010, p. 24.

⁵⁷ Mantel & Overkleeft 2009, p. 193.

⁵⁸ Schwarz 2004, p. 221.

⁵⁹ Zie Kohn 2010, p. 125, Steins Bisschop 2009a, p. 1 en Mantel & Overkleeft 2009, p. 193.

⁶⁰ Steins Bisschop 2008, p. 8.

⁶¹ Van der Goot & Roosenboom 2001, p. 94.

⁶² Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634.

beschermingsconstructies, doch mochten de beursgenoteerde vennootschappen hun bestaande beschermingsmaatregelen handhaven.⁶³ Het uiteindelijk compromis kreeg gestalte in de vorm van Bijlage X in het Fondsenreglement. Hierin werd de ruime toepassing van beschermingsconstructies enigszins aan banden gelegd doordat, kort gezegd, slechts een cumulatie van twee beschermingsconstructies werd toegelaten.⁶⁴ Deze regeling heeft in min of meer gelijke vorm standgehouden tot 1 januari 2008.⁶⁵ Dit betekent dus dat vanaf de jaren negentig, als gevolg van de zojuist beschreven ontwikkelingen, het gebruik van beschermingsconstructies is gedaald.⁶⁶ Deze ontwikkelingen hebben zich aan het begin van de 21^{ste} eeuw doorgezet en de belangrijkste oorzaken hiervan zullen worden beschreven in paragraaf 3.5.

§ 3.3 Doel en motieven

De motieven voor beschermingsconstructies kunnen van uiteenlopende aard zijn.⁶⁷ Hieronder zullen de meest voorkomende motieven worden beschreven en waar mogelijk wordt verwezen naar recente voorbeelden uit de praktijk.

Bij een beursgenoteerde vennootschap welke niet onder de structuurregeling valt, komen de belangrijkste bevoegdheden aan de AvA toe. De meerderheid van de AvA heeft derhalve de zeggenschap over de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.⁶⁸ Het is echter een gegeven dat een groot gedeelte van de aandeelhouders niet deelneemt aan de besluitvorming binnen een AvA.⁶⁹ Bij een groot aandeelhoudersabsenteïsme bestaat de kans dat een ‘toevallige meerderheid’ van aandeelhouders de aandeelhoudersvergadering domineert.⁷⁰ Bovendien is bij een hoog aandeelhoudersabsenteïsme het risico groter dat de aanwezige aandeelhouders niet beschikken over voldoende informatie voor het nemen van weldoordachte beslissingen. Beide omstandigheden, het hoge aandeelhoudersabsenteïsme en de informatieachterstand kunnen de kwaliteit van de besluitvorming binnen de vennootschap aanzienlijk aantasten.⁷¹ Aanvankelijk hadden beschermingsconstructies dan ook het doel om besluitvorming door deze toevallige meerderheid te voorkomen.⁷²

Daarnaast worden beschermingsconstructies vaak door beursgenoteerde ondernemingen gebruikt als defensiemechanisme tegen een overnamebod van een vijandige bieder, men

⁶³ Van der Goot en Roosenboom 2001, p. 94.

⁶⁴ Zie art. 13 Bijlage X van het Fondsenreglement.

⁶⁵ Na de implementatie van de Overnamerichtlijn heeft de *New York Stock Exchange* (NYSE) geoordeeld dat handhaving van Bijlage X van het Fondsenreglement niet meer noodzakelijk is. Zie ook Steins Bisschop 2009a, p. 1-2, Mantel & Overkleef 2009, p. 193.

⁶⁶ Mantel & Overkleef 2009, p. 193.

⁶⁷ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 632, p. 793-794.

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ De Groot 2004, p. 4-5.

⁷⁰ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 632. Zie ook Steins Bisschop 2008, p. 7, Schwarz 2004, p. 221 en Raaijmakers 1995a, p. 137-138.

⁷¹ De Groot 2004, p. 4-5.

⁷² Huisman 2007, p. 35. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 632 en Holtzer. Leijten & Oranje 2009, p. 219-220.

spreekt dan ook wel van ‘oorlogstijd’.⁷³ Door het in werking stellen van een beschermingsconstructie kan het slagen van het vijandige overnamebod worden gefrustreerd, dan wel worden voorkomen, doordat zij de onderhandelingspositie van het bestuur vis-à-vis de agressor vergroten. De facto, gaat het hier om protectie van de onderneming en de direct of indirect bij haar betrokken belanghebbenden.⁷⁴ Een dergelijke ongewenste overval kan worden bewerkstelligd door een openbaar bod op de uitstaande aandelen⁷⁵ of door onderhands of stelselmatig opkopen van aandelen, zonder consensus of (gemeend) overleg met het management van de doelvennootschap.⁷⁶ Beschermingsmaatregelen hebben dan als doel de vennootschapsleiding de gelegenheid te geven om ten tijde van een overval de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, alsmede alle daarbij betrokken *stakeholders*, zorgvuldig tegen elkaar af te wegen.⁷⁷ In beide hierboven genoemde redenen voor de in werking stelling van een beschermingsconstructie wordt door de vennootschapsleiding getracht het vennootschappelijke belang extra gewicht te geven.⁷⁸ Tot voor kort leek de rol voor beschermingsmaatregelen dan ook beperkt tot zojuist beschreven functies, maar sinds de opkomst van het fenomeen aandeelhoudersactivisme kunnen er echter ook nog andere motieven bestaan voor het toepassen van beschermingsmiddelen.

Een ander veel voorkomend motief voor het in het leven roepen van een bepaalde beschermingsmaatregel is bescherming van de vennootschap tegen ongewenste invloeden van buitenaf. Hierbij kan worden gedacht aan activistische aandeelhouders die trachten het beleid van de vennootschap tegen de wil van het zittende management te wijzigen, zoals ook het geval was in de zaken Stork⁷⁹, ABN AMRO⁸⁰ en ASMI.⁸¹ Een dergelijke strategiewijziging kan weliswaar op de korte termijn zijn vruchten afwerpen, hetgeen ook vaak het doel is van de activistische aandeelhouders, maar kan op de lange termijn juist schadelijke gevolgen hebben voor de vennootschap en haar *stakeholders*.⁸² Raaijmakers spreekt in dit verband ook wel van opportunistisch gedrag van aandeelhouders. Aandeelhouders zijn namelijk in eerste instantie beleggers, welke als zodanig hun eigen belangen (mogen) nastreven.⁸³ In een uitspraak van de Hoge Raad inzake Aurora oordeelde zij dat het de aandeelhouder in beginsel vrijstaat om naar goedgevoelen gebruik te maken van zijn bevoegdheid om de algemene vergadering bij te wonen, het stemrecht in de algemene vergadering uit te oefenen, en om te besluiten op een bepaalde wijze te stemmen voordat hij weet wat ter vergadering door

⁷³ Van der Goot & Roosenboom 2001, p. 93.

⁷⁴ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p. 796.

⁷⁵ Art. 1:1 Wft definieert een openbaar overname bod als: een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek (BW) op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te verwerven.

⁷⁶ Zie Van Schilfgaarde/Winter (2009), p. 223 en Asser/Maeijer 2000, p. 316-317.

⁷⁷ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 632, p. 793-794.

⁷⁸ De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 61.

⁷⁹ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork).

⁸⁰ Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178 (VEB/ABN AMRO).

⁸¹ Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI).

⁸² Zie ook Oostwouder & Schenk 2009, p. 394-397.

⁸³ Raaijmakers 2009, p. 434; zie ook *best practice*-bepaling IV.4.5 NCGC 2008.

anderen zal worden aangevoerd.⁸⁴ Hierbij dienen aandeelhouders zich op grond van art. 2:8 BW te gedragen binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid,⁸⁵ doch zijn zij verder niet gebonden aan enig vennootschappelijk belang.⁸⁶ De conclusies van diverse binnen- en buitenlandse rapporten wijzen het financiële opportunistische gedrag van aandeelhouders aan als één van de oorzaken van de laatste kredietcrisis.⁸⁷ Een hieraan gerelateerd argument voor het hanteren van beschermingsconstructies heeft te maken met het feit dat door het gebruik van beschermingsconstructies het management beter in staat is om een langetermijnwaardecreatie met een focus op innovatie te realiseren, aldus recent onderzoek.⁸⁸ De verklaring hiervoor is dat het management zich minder druk hoeft te maken om activistische aandeelhouders en zij zich volledig kunnen richten om op de lange termijn waarde te creëren.

Daarnaast kan het consolideren van belangenposities en het waarborgen van de kwaliteit van het bestuur en toezicht als mogelijk motief voor het initiëren van een beschermingsconstructie worden genoemd. Bij het consolideren van belangenposities gaat het met name over de posities van de oprichters, van bepaalde families of van andere kapitaalverschaffers. Ten aanzien van de waarborging van de kwaliteit van het bestuur en toezicht bestaat de convictie dat de AvA niet in staat is om een verantwoord oordeel te geven over de kwaliteiten van het bestuur en toezicht.⁸⁹

Resumerend op het voorgaande kan gededuceerd worden dat het doel van beschermingsconstructies kan zijn (i) het voorkomen dat een toevallige en vaak wisselende meerderheid de controle verwerft in de AvA; (ii) het frustreren van een vijandig overnamebod; (iii) bescherming tegen activistische aandeelhouders of; (iv) de consolidatie van belangenposities. Beschermingsconstructies mogen uitdrukkelijk niet gebruikt worden voor de bescherming van inefficiënt management, want dan wordt de disciplinerende werking van de *market for corporate control* gefrustreerd.⁹⁰ Een efficiënte *market for corporate control* zorgt er namelijk voor dat slecht presterend management zal worden vervangen, want een beursgenoteerde onderneming die onder leiding staat van falende bestuurders zal een lage(re) beurskoers laten noteren. Aandeelhouders die van deze precarie situatie op de hoogte zijn, zullen proberen om het zittende management te vervangen. Het is deze voortdurende dreiging voor de vennootschapsleiding die hen er toe aanzet om hun taakopdracht zo goed mogelijk te vervullen. Het eenvoudig kunnen invoeren van een beschermingsconstructie zou een motief kunnen zijn om te ontkomen aan de disciplinerende werking van de *market for*

⁸⁴ Hoge Raad 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Aurora). Zie ook *Kamerstukken II* 2004-2005, 30 019, nr. 5, p. 3.

⁸⁵ Zie ook *best practice*-bepaling IV.4 NCGC 2008.

⁸⁶ De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 60-64. Deze auteurs omschrijven het vennootschappelijk belang als de resultante van alle deelbelangen van de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden. Daarbij kan men onder andere denken aan werknemers, crediteuren en de continuïteit van de vennootschap zelf. Zie ook Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178 (VEB/ABN AMRO), r.o. 4.5.

⁸⁷ Zie bijvoorbeeld het rapport van de *High Level Group on Financial Supervision* (rapport-De Larosière), 25 februari 2009, nr. 24, p. 10. Zie *Kamerstukken II* 2010/11, 31 980, nr. 4, p. 72-76.

⁸⁸ Chammanur & Tian 2011, p. 24.

⁸⁹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 632, p. 793-794.

⁹⁰ De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 63-64. Zie ook Holtzer, Leijten & Oranje 2009, p. 219 en Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 318.

corporate control. Een beschermingsconstructie beperkt namelijk de zeggenschapsmacht van de kapitaalverschaffers aanzienlijk.⁹¹ Andere veel genoemde bezwaren tegen het gebruik van beschermingsconstructies zijn verstoring van het evenwicht binnen de vennootschap, omdat hierdoor de structuur minder transparant wordt en dit kan leiden tot verhoging van de kapitaalkosten van de vennootschap.⁹²

§ 3.4 Totstandkoming beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies kunnen op twee momenten tot stand komen. Doorgaans worden zij opgericht vóór dat een NV haar aandelen aan de beurs laat noteren. Op voordracht van de vennootschapsleiding besluit de AvA uiteindelijk over het al dan niet oprichten van een beschermingsconstructie. Indien de AvA positief besluit, dan wordt de beschermingsconstructie opgenomen in de statuten. Bij dit besluit dienen echter wel de artikelen 8, 9 en 140 van Boek 2 van het BW in acht te worden genomen. Daarnaast moeten beleggers bij de beursintroductie volledig worden geïnformeerd, dus ook over het bestaan van beschermingsconstructies.⁹³

Beschermingsconstructies kunnen ook tot stand komen na de beursnotering. Ook hier vindt wederom een voorstel van het bestuur plaats, welke de goedkeuring behoeft van de AvA. Op dit tijdstip kan het echter moeilijker zijn voor de vennootschapsleiding om de AvA te overtuigen van de noodzaak van een beschermingsconstructie.⁹⁴ Doordat de NV al een bepaalde tijd beursgenoteerd is, bestaat de mogelijkheid dat het aandelenbezit een meer gefragmenteerde structuur kent dan vóór of direct na een beursintroductie. De aandelen zijn immers al voor een bepaalde tijd vrij verhandelbaar op beurs. Mocht de AvA geen goedkeuring verlenen dan wordt het erg moeilijk om alsnog rechtsgeldig beschermingsconstructies in het leven te roepen. Dit laatste blijkt ook uit het arrest van het Hof van Amsterdam van 1 april 1971.⁹⁵ In deze casus gaf de vennootschap Reiss prioriteitsaandelen uit om zodoende een statutenwijziging te realiseren, die noodzakelijk was voor het tot stand brengen van een beschermingsconstructie. Immofarm bezat op dat moment 40% van de aandelen van Reiss en verzette zich tegen het emissiebesluit. Vervolgens gaf Reiss aandelen uit aan een bank om met behulp van aan die aandelen verbonden stemrechten alsnog de statutenwijziging door te voeren. Het hof liet zich eerst uit over de vraag of een statutenwijziging met als doel bescherming van de vennootschap geoorloofd is. Zij stelt, kort gezegd, dat de vennootschapsleiding een statutenwijziging mag doorvoeren die als doel heeft bescherming van de vennootschap indien dit (i) in het belang van de vennootschap⁹⁶ is en/of; (ii) om de continuïteit van de vennootschap te garanderen.⁹⁷ Het hof oordeelde vervolgens dat het ongeoorloofd is om ‘de uitoefening der legitieme rechten van een grootaandeelhouder te

⁹¹ Van Ginneken 2010, p. 88. Zie ook Steins Bisschop 2008, p. 7.

⁹² Zie voor een uitgebreide behandeling hiervan Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 633.

⁹³ Raaijmakers 1995a, p. 139.

⁹⁴ Ibid.

⁹⁵ Hof Amsterdam 1 april 1971, *NJ* 1972, 428 (Reiss/ImmoFarm).

⁹⁶ Met het belang van de vennootschap wordt in casu het belang van de gezamenlijke aandeelhouders bedoeld.

⁹⁷ Ten aanzien van het garanderen van de continuïteit van de vennootschap dient rekening te worden gehouden met het zelfstandig voortbestaan van de vennootschap, het behouden van haar eigen (Nederlandse) identiteit en het behouden van werknemers.

verijdelen indien daarvoor niet een voldoende rechtvaardiging bestaat'. Deze rechtvaardiging ontbrak, want Reiss was niet ingegaan op een voorstel van Immofarm waarin deze aangaf af te zien van een verdere uitbreiding van haar aandelenpakket en zij twee van de vijf RvC-plaatsen zou kunnen bezetten. Reiss had destijds verder moeten onderhandelen. Desalniettemin werden de door Immofarm gevraagde voorzieningen afgewezen, omdat de toewijzing 'sterk zou ingrijpen in de positie van Reiss en haar aandeelhouders en veeleer een toestand van wanorde dan van orde zou scheppen'. Immofarm kon zich echter wel wenden tot de gewone rechter voor een schadevergoeding.⁹⁸

§ 3.5 Gevolgen beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies hebben gevolgen voor aandeelhouderswaarde.⁹⁹ Vaak wordt bepleit dat de inzet van beschermingsconstructies een negatieve invloed heeft op de waarde van aandelen, omdat zij de heilzame geachte werking van de *market for corporate control* frustreren. Desalniettemin is het theoretisch onderbouwen van deze stelling met feitelijke gegevens complex, waardoor dit standpunt moeilijk te verifiëren is. De invloed van beschermingsconstructies op aandeelhouderswaarde wordt in de literatuur beschreven aan de hand van twee verschillende theorieën: de '*stockholder interest*'-hypothese¹⁰⁰ en de '*management entrenchment*'-hypothese. Beide theorieën zullen in de onderstaande subparagrafen summier worden toegelicht.¹⁰¹

§ 3.5.1 Stockholder interest-hypothese

Volgens de *stockholder interest*-hypothese hebben beschermingsmaatregelen een positief effect op de beurskoers. Deze middelen kunnen namelijk worden beschouwd als een *tool* voor de ondernemingsleiding waarmee zij beter in staat zijn om de belangen van de aandeelhouders te behartigen. Zo kunnen beschermingsmiddelen worden gebruikt om de onderhandelingspositie van het management te vergroten door het overnameproces te rekken. Deze extra tijd kan worden benut om andere potentiële bidders te zoeken die bereid zijn om ook een bod uit te brengen. Bovendien wordt de vijandige bidder, nadat de beschermingsconstructie in werking is gesteld, gedwongen om te onderhandelen met de ondernemingsleiding. Door dit effect van een beschermingsconstructie wordt het bestuur geacht beter in staat te zijn om een hogere overnamepremie dan wel betere (verkoop)voorwaarden te bedingen. Deze bewering wordt door diverse onderzoeken onderschreven, waarvan de meest recente het empirisch onderzoek van Rijken is. De resultaten van dit onderzoek laten zien dat door het inzetten van een beschermingsconstructie een hogere overnamepremie kan worden gerealiseerd.¹⁰²

⁹⁸ Zie ook Raaijmakers 1995a, p. 140.

⁹⁹ Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 35.

¹⁰⁰ Deze theorie wordt ook wel eens aangeduid als '*convergence of interests*'-hypothese.

¹⁰¹ Voor meer informatie over beide theorieën wordt verwezen naar Sundaramurthy 2000, p. 1007, Bosveld & Goedbloed 1996, p. 262, Thosar 1996, p. 87, Mahoney & Mahoney, 1993, p. 20, Pugh, Page & Jahera 1992, p. 57-67, Harris 1990, p. 615, DeAngelo & Rice 1983, p. 335 en Grossman & Hart 1980, p. 54.

¹⁰² Rijken 2006, presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA van 21 november 2006 (zie <http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data_o/docs/180_5575.pdf>).

Daarnaast stellen aanhangers van *stockholder interest*-hypothese dat door middel van beschermingsconstructies de ondernemingsleiding beter in staat is om aandeelhouderswaarde te creëren op de lange termijn, omdat deze zich puur en alleen hoeven te richten op de *core business* van de vennootschap, zijnde de efficiënte inzet van middelen. Aandeelhouders richten zich doorgaans op het behalen van winst op de korte termijn, hetgeen bestuurders ontmoedigt om langetermijninvesteringen te doen die pas na verloop van tijd een positief effect zullen laten noteren.¹⁰³

§ 3.5.2 Management entrenchement-hypothese

De *management entrenchement*-hypothese gaat uit van een negatieve invloed van beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde, omdat een beschermingsconstructie het bestuur de mogelijkheid biedt tot verschansing (*entrenchement*) van aantrekkelijke overnamemogelijkheden en premies kunnen worden afgehouden.¹⁰⁴ Dit betekent dat het management haar eigen positie kan veiligstellen door deze te laten prevaleren boven de belangen van de aandeelhouders. In de regel wordt de vennootschapsleiding namelijk ontslagen nadat een vijandige overnamebieding met succes is afgerond, hetgeen verlies van inkomen, reputatie en macht betekent. Bovendien zijn voorstanders van de *management entrenchement*-hypothese de mening toegedaan dat beschermingsconstructies de kans op een waardevol vijandig overnamebod verkleinen en de kosten voor het slagen van dit bod verhogen.¹⁰⁵ Kortom, medestanders van de *management entrenchement*-hypothese zien beschermingsmaatregelen als instrumenten die de effectieve werking van de *market for corporate control* frustreren en daardoor een negatief effect hebben de beurskoers.¹⁰⁶

Uit het onderzoek van Sundaramurthy, waarin een overzicht wordt gegeven van de tot 2000 uitgevoerde onderzoeken inzake de invloed van beschermingsconstructies op aandeelhouderswaarde, blijkt dat het merendeel (8 van de 14) van de onderzoeken de *management entrenchement*-hypothese bevestigen. Daarnaast wordt in vier onderzoeken geen enkel effect van beschermingsconstructies op aandeelhouderswaarde geconstateerd. Twee onderzoeken ondersteunen de *shareholder interest*-hypothese.¹⁰⁷ Een soortgelijk overzicht wordt gegeven door Bosveld & Goedbloed waar de resultaten van vier van de vijf onderzoeken aantonen dat beschermingsconstructies een significante beursdaling tot gevolg hebben.¹⁰⁸ Ook het al eerder genoemde onderzoek van Rijken onderschrijft, naast de *shareholder interest*-hypothese, ook de *management entrenchement*-theorie. Dit onderzoek liet zien dat beursgenoteerde ondernemingen, welke genoteerd waren aan de AEX en in de periode 1983-2002 gebruik maakten van één of meer beschermingsconstructies, over het algemeen slechter presteerden dan onbeschermden vennootschappen. Bovendien concludeert Rijken dat de beschermingsmaatregelen een negatief effect hebben op de koers/winst-

¹⁰³ Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 35.

¹⁰⁴ Moerland 1995, p. 626. Zie ook Gaughan 2007, p. 172-173.

¹⁰⁵ Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 37.

¹⁰⁶ Zie ook Gaughan 2007, p. 172.

¹⁰⁷ Sundaramurthy 2000, p. 1010.

¹⁰⁸ Bosveld & Goedbloed 1996, p. 263.

verhouding.¹⁰⁹ Dit negatieve effect wordt door Rijken als ‘*discount*’ bestempeld.¹¹⁰ Deze *discount* staat ook wel bekend als de ‘*Dutch discount*’ en hiervan was met name sprake in de vorige eeuw. Thans is deze *Dutch discount* langzamerhand aan het verdwijnen, aldus Kleyn.¹¹¹

Resumerend op de vorige subparagrafen kan geconcludeerd worden dat er voor beide theorieën goede argumenten bestaan. Desalniettemin tenderen de meeste onderzoeken in de richting van de *management entrenchement*-hypothese en lijkt deze theorie dan ook het meest plausibel. Voor dit onderzoek is het niet noodzakelijk om een definitieve keuze te maken tussen beide theorieën, doch kan het bovenstaande bijdragen aan een beter begrip van (de gevolgen van) beschermingsconstructies.

§ 3.6 Indeling beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies kunnen op verschillende manieren worden onderverdeeld. Van Solinge en Nieuwe Weme noemen drie manieren waarop men beschermingsconstructies kan onderscheiden. Ten eerste kan er een onderscheid worden gemaakt tussen statutaire en niet-statutaire beschermingsconstructies.¹¹² Daarnaast is het mogelijk om een onderscheid te maken in permanente en tijdelijke beschermingsconstructies.¹¹³ Tenslotte kan ook een onderverdeling worden gemaakt in juridische en economische beschermingsconstructies.¹¹⁴ Bij laatstgenoemde gaat het met name over bescherming via de vermogensstructuur van de vennootschap. Voorbeelden van dergelijke beschermingsconstructies zijn het creëren van een vaste groep van kernaandeelhouders of financieringsprefs.¹¹⁵

Van Ginneken maakt weer een ander onderscheid en heeft het over zogenaamde pre-dreiging en post-dreiging beschermingsmaatregelen.¹¹⁶ Dit, volgens hem bruikbare onderscheid, ziet toe op maatregelen die kunnen worden ingezet voordat er sprake is van een dreiging (pre-dreiging beschermingsmiddelen) en maatregelen die genomen worden in reactie op een al verwezenlijkte dreiging (post-dreiging beschermingsmiddelen).¹¹⁷ Bij dit verschil dient wel een nuancering te worden gemaakt. Het al dan niet bestaan van een reële dreiging is niet altijd evident aanwezig, maar dergelijke kanttekeningen gelden ook voor de andere indelingen van beschermingsconstructies.¹¹⁸

¹⁰⁹ Rijken 2006, presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA van 21 november 2006 (zie <http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data_o/docs/180_5575.pdf>).

¹¹⁰ Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 39.

¹¹¹ Kleyn 2009, p. 217-219. Zie ook *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 8, p. 24.

¹¹² Zie ook Steins Bisschop 2009a, p. 1, Schwarz 2004, p. 220; Van Olfen 2000, p. 2.

¹¹³ Zie ook Zaman 2010, p. 150, Mantel & Overkleeft 2009, p. 193, en Schouwenaar 2006, p.16-17. Den Boogert acht deze indeling onjuist en prefereert een onderscheid tussen beschermingsmaatregelen die een sluimerend bestaan leiden en constructies die continue gevolgen hebben (Den Boogert 2008, p. 30).

¹¹⁴ Zie Groot & Van der Kaar 1997, p. 497-507.

¹¹⁵ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 637.

¹¹⁶ Een ander veel voorkomend synoniem voor deze termen zijn *pre-bid* en *post-bid* beschermingsconstructies.

¹¹⁷ Zie ook Hijmans van den Bergh & Van Solinge 2000, p. 85.

¹¹⁸ Van Ginneken 2010, p. 431-438. Zie voor een uitgebreide beschrijving van het onderscheid tussen juridische en economische beschermingsconstructies Van der Scheer & Sterken 2000, p. 500-508.

Naast hierboven genoemde mogelijke indelingen van beschermingsconstructies, wordt ook nog even summier aandacht besteed aan het (oude) structuurregime. Door sommigen werd het oude structuurregime namelijk bestempeld als een ‘verkapte’ beschermingsconstructie.¹¹⁹ Het structuurregime was en is in principe alleen van toepassing op de grote beurs-NV’s en grote BV’s.¹²⁰ In het structuurregime worden verregaande bevoegdheden aan de RvC toegekend zoals: benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders (art. 2:134 en 162 BW) en goedkeuring van een aantal bestuursbesluiten (art. 2:164 BW).¹²¹ Hieronder vallen onder andere besluiten ten aanzien van de uitgifte en inkoop van aandelen, belangrijke investeringen, samenwerkingsverbanden, wijziging van statuten en ontbinding van de vennootschap.¹²² Tot 2004 had de RvC de bevoegdheid om haar leden zelf te benoemen en te schorsen volgens het zogeheten coöptatie-systeem. Dit leidde tot veel (internationale) kritiek, omdat de macht van de AvA hierdoor drastisch werd beperkt. Om deze reden werd het coöptatie-systeem dan ook afgeschaft. Het is dan ook niet verwonderlijk dat men het structuurregime voor de wijziging van 2004 als een verkapte beschermingsconstructie zag. Verder zij nog gewezen op de nieuwe regeling van art. 2:161a BW waarin de AvA het vertrouwen in de RvC kan opzeggen. Het heenzenden van de RvC is een *ultimum remedium* voor als de verhoudingen tussen de vennootschapsorganen dermate verstoord zijn en aandeelhouders hun bezorgdheid hebben geuit over de gang van zaken of het gevoerde beleid en het toezicht daarop. De aandeelhouders mogen de aan hen toekomende bevoegdheid van art. 2:161a BW niet gebruiken als instrument om de RvC onevenredig onder druk te zetten of te dwingen tot het nemen van besluiten die enkel en alleen gericht zijn op de korte termijn belangen van een bepaalde groep aandeelhouders die op een AvA een toevallige meerderheid vormen. Blijkens de Memorie van Toelichting (hierna: MvT) kan de AvA het vertrouwen in de RvC slechts opzeggen met volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen welke tenminste 1/3 van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.¹²³ Door de zojuist beschreven ontwikkelingen kan het structuurregime thans niet meer gezien worden als een effectieve beschermingsconstructie.¹²⁴ Het huidige structuurregime wordt in dit rapport dan ook grotendeels buiten beschouwing gelaten, doch zal er zo nu en dan naar worden verwezen indien dit relevant mocht zijn voor de beantwoording van de onderzoeksvraag.

Beschermingsprefs kunnen worden gekwalificeerd als tijdelijke beschermingsmaatregelen en mogen derhalve niet voor onbepaalde tijd worden gehandhaafd.¹²⁵ Daarnaast kan worden geconcludeerd dat beschermingsprefs gezien kunnen worden als post-dreiging beschermingsmaatregelen, omdat zij slechts ingezet worden nadat er sprake is van een concreet gevaar. Het feit dat de beschermingsconstructie vaak al voor een dreiging zijn opgenomen in de statuten doet daar niet aan af. Dit is namelijk ook niet per se noodzakelijk, omdat op grond van art. 2:96 lid 1 BW beschermingsprefs ook bij besluit van de AvA kunnen

¹¹⁹ Zie Boot 1999, p. 540.

¹²⁰ Zie art. 2:153 BW.

¹²¹ Van der Groot & Roosenboom 2001, p. 93.

¹²² Raaijmakers 2007, p. 352.

¹²³ *Kamerstukken II* 2001/2002, 28 179, nr. 3, p. 39. Zie ook Raaijmakers 2007, p. 349.

¹²⁴ De Nijs Bik 2004, p. 137.

¹²⁵ Dortmund 2008, p. 621.

worden geëmitteerd. Tenslotte worden beschermingsprefs gerekend onder de kwalificatie van juridische beschermingsconstructies.¹²⁶

§ 3.7 Recente ontwikkelingen

In deze paragraaf worden enkele recente ontwikkelingen op het gebied van beschermingsconstructies beschreven en borduurt derhalve verder op paragraaf 3.2.¹²⁷ Zoals reeds is beschreven, is het gebruik van beschermingsconstructies in de loop van de jaren negentig verminderd. De belangrijkste oorzaken hiervan waren de ontwikkelingen op Europees niveau inzake de Overnamerichtlijn en versterking van de macht van de aandeelhouders door ontwikkelingen op het gebied van corporate governance.¹²⁸ Beide ontwikkelingen worden hierna uiteengezet.

§ 3.7.1 Overnamerichtlijn

De Overnamerichtlijn, welke ook wel wordt aangeduid als de Dertiende Richtlijn, is op 21 april 2004 tot stand gekomen. Pas in oktober 2007, ruim na de uiterlijke implementatiedatum zoals die in de richtlijn is gegeven, zijn de bepalingen uit de Overnamerichtlijn geïmplementeerd in de Nederlandse wetgeving. Bij de uiteindelijke definitieve versie van de richtlijn is, ten opzichte van de eerste initiatieven, veel water bij de wijn gedaan. Het gaat dit rapport te buiten om een uitvoerige beschrijving te geven over de totstandkoming van deze richtlijn. Daarnaast is er door diverse auteurs al uitgebreid stil gestaan bij de historie en de uiteindelijke totstandkoming van de Overnamerichtlijn.¹²⁹ Om deze redenen beperkt de auteur zich dan ook tot een summiere beschrijving van enkele, voor dit rapport relevante, ontwikkelingen.

Sinds 1973 heeft de Europese Unie (hierna: EU) de ambitie om middels een Overnamerichtlijn de regels inzake openbare biedingen in de interne markt te harmoniseren. Het doel van deze richtlijn was om de overname markt binnen de gehele EU te harmoniseren om zodoende een ‘*level playing field*’¹³⁰ (gelijk speelveld) te creëren op de interne markt, maar ook ten opzichte van andere kapitaalmarkten.¹³¹ Verschillende lidstaten hanteerden (en

¹²⁶ Peij e.a. 2002, p. 97.

¹²⁷ Voor een ietwat uitgebreide beschrijving van ontwikkelingen die zich in de loop der jaren hebben voorgedaan ten aanzien van de overnamemarkt wordt verwezen naar de uiteenzetting van Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1127-1130.

¹²⁸ Van der Krans en van der Kolk 2008, p. 26-27 noemen daarnaast ook nog (1) nieuwe wetgeving, waaronder art. 2:107a, 114a en 118a BW en; (2) de RNA-beschikking.

¹²⁹ Zie o.a. Van Ginneken 2010, p. 72-81, Sjøfjell 2009, p. 296, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 8 e.v., Winter 2008, p. 108-122, De Groot 2007, p. 9-11, Ventrizzo 2006, p. 52-57, Menjucq 2006, p. 222-236, Hijmans van den Berg & Van Solinge 2004, p. 368-374, Zumbansen 2004, p. 867-886, Winter 2004, p. 367-368, Drijber 2004, p. 375-380, Winter 2003, p. 63-78, Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 99-101, Hopt 2002, p. 1-18, Timmerman 2000, p. 93, De Kluiver 2000b, p. 110-114, Van Solinge & Nieuwe Weme 2000, p. 169-177, Buijs & Wouters 1998, p. 68 e.v. en Byttebier 1993, p. 562.

¹³⁰ Een *level playing field* houdt, kort gezegd, in dat er eenduidige regels gelden voor alle actoren, in dit geval met betrekking tot de overnamemarkt, welke ook wel de ‘*market for corporate control*’ wordt genoemd. Zie voor een uitgebreide omschrijving van het begrip Winter 2007, p. 121-138.

¹³¹ Van Ginneken 2010, p. 73, Winter 2007, p. 121, Drijber 2004, p. 375; zie ook *High Level Group of Company Law Experts* (2002a), p. 13-15. Andere doelstellingen kunnen worden gedestilleerd uit de overwegingen van de

hanteren ook nu nog) verschillende vormen van beschermingsconstructies, hetgeen niet bijdraagt aan het creëren van een *level playing field* (verschillende vormen van bescherming bleven onaangetast).¹³² Het is dan ook dit *level playing field* argument geweest dat er voor heeft gezorgd dat de Overnamerichtlijn een lange geschiedenis kent. Diverse eerdere voorstellen werden geweigerd, omdat de lidstaten het niet eens konden worden over de regulering van beschermingsconstructies.

De huidige versie van de Overnamerichtlijn is, in tegenstelling tot andere effectenrechtelijke richtlijnen,¹³³ naar haar aard en opzet slechts een kaderrichtlijn.¹³⁴ Een kaderrichtlijn is een richtlijn met algemene beginselen en hoofdlijnen, waarbij de lidstaten zelf het raamwerk verder dienen in te vullen. Men spreekt derhalve ook wel van minimumharmonisatie.¹³⁵ Hierdoor, en door het gegeven dat de Overnamerichtlijn beschermingsconstructies niet verbiedt, is volgens diverse rechtsgeleerden het beoogde *level playing field* nog steeds niet gerealiseerd.¹³⁶ Deze kritiek is niet onopgemerkt gebleven bij de beleidsbepalers van de EU en thans zijn er ontwikkelingen gaande over een mogelijke herziening van de huidige Overnamerichtlijn (zie paragraaf 3.8.1).

§ 3.7.2 Corporate governance

Niet alleen de Overnamerichtlijn en de daaruit voortvloeiende bepalingen in de Nederlandse wetgeving hebben invloed op het gebruik van beschermingsconstructies. Ook de ontwikkelingen in de corporate governance praktijk hebben het gebruik van beschermingsconstructies teruggedrongen.¹³⁷ Kleyn meent zelfs dat de moderne corporate governance zich niet verdraagt met bescherming.¹³⁸ Vooraleer de laatste twee corporate governance codes, de Code-Tabaksblat (2003) en de Code-Frijns (2008) te bespreken, zal kort aandacht worden besteed aan de aanleiding van deze codes.¹³⁹

De aanleiding voor de komst van een corporate governance code had, grof gezegd, twee oorzaken. Ten eerste hadden (en heeft ook nu nog het merendeel van) de beursgenoteerde vennootschappen een groot en verspreid aandelenbezit. Dit heeft als gevolg dat de AvA minder grip en controle heeft op het reilen en zeilen van de onderneming. Deze problematiek staat bekend onder het *agency problem*.¹⁴⁰ Een andere oorzaak voor het realiseren van de

richtlijn. Zo blijkt uit overweging twee, maar met name overweging negen, dat de richtlijn beoogt om de belangen van minderheidsaandeelhouders.

¹³² Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634.

¹³³ Zie Prospectus-, Transparantie- en Marktmisbruikrichtlijn.

¹³⁴ Hijmans van den Berg & Van Solinge 2004, p. 368-374. Eerdere officiële en niet-officiële voorstellen bevatte veel meer gedetailleerde regels inzake overnamebiedingen, maar stuitte steeds op veel kritiek van verschillende lidstaten.

¹³⁵ Zie overweging 26 van de Overnamerichtlijn.

¹³⁶ Zie o.a. Raaijmakers 2010, p. 20, Raaijmakers & Van der Schee 2008, p. 1130-1131, Steins Bisschop 2008, p. 26, Buijn/Storm 2005, p. 558, Drijber 2004, p. 375 en Winter 2003, p. 63.

¹³⁷ De Koning Gans & Oosterwouder 2010, p. 61. Zie ook Steins Bisschop 2009a, p. 2.

¹³⁸ Kleyn 2009, p. 217. Zie ook Kohn 2010, p. 125 en Steins Bisschop 2008, p. 5.

¹³⁹ De Code die door de Commissie Peeters is opgesteld wordt buiten beschouwing gelaten, omdat deze nog geen wettelijke verankering had.

¹⁴⁰ Kraakman 2001, p. 147-160. Zie ook Jensen & Meckling 1976, p. 305-360.

NCGC is dat er in het verleden een varia aan misstanden zijn geweest (o.a. Ahold, Parmalat en Enron) waarin het vertrouwen van kapitaalverschaffers ernstig beschadigd is geraakt.¹⁴¹

Het oorspronkelijke doel van de NCGC was dan ook om de hierboven genoemde schandalen te voorkomen door enerzijds de transparantie binnen ondernemingen te vergroten door het bestuur en met name de RvC bepaalde verplichtingen op te leggen.¹⁴² Anderzijds wilde men bereiken dat beleggers actiever gebruik gingen maken van hun rechten als aandeelhouder.¹⁴³ Verder stelt Schwarz dat één van de vertrekpunten in de corporate governance discussie het herdefiniëren van de positie van kapitaalverschaffers is geweest. De verwachting was dat door een feitelijke toekenning van rechten aan aandeelhouders deze weer geïnteresseerd zouden raken in het uitoefenen van de hen toekomende aandeelhoudersrechten. Uiteindelijk zou dit moeten leiden tot het fors terugdringen van het aandeelhoudersabsenteïsme en zodoende een betere werking van *market for corporate control*.¹⁴⁴ De actieve participatie van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen zou immers kunnen bijdragen aan de zogenaamde ‘*checks and balances*’ binnen de beursvennootschap.¹⁴⁵ Dit alles werd dan ook neergelegd in de op 9 december 2003 gepubliceerde Code-Tabaksblat,¹⁴⁶ welke voorzag in een toename van de rechten van aandeelhouders dan wel een beperking van de macht van de vennootschapsleiding.¹⁴⁷

De Code-Tabaksblat bestond uit algemene en breed gedragen beginselen (*principles*), over goede corporate governance.¹⁴⁸ Deze *principles* worden nader ingevuld door *best practices*-bepalingen,¹⁴⁹ welke gezien kunnen worden als algemene beginselen van goed ondernemingsbestuur.¹⁵⁰ De opvolger van de Code-Tabaksblat is de Code-Frijns. Deze is eind 2008 gepubliceerd en kent een overeenkomstige structuur als zijn voorganger. Vandaar dat in dit verband ook wel wordt gesproken over een geactualiseerde versie van de Code-Tabaksblat.¹⁵¹ De Code-Frijns had onder andere als doel om een aantal aanbevelingen uit te vaardigen om de machtsbalans tussen het bestuur en de aandeelhouders weer te herstellen. Dit trachtte men te realiseren door de dialoog tussen beide organen te optimaliseren door onder andere aandeelhouders te verplichten om zich te identificeren. Daarnaast dienden

¹⁴¹ Bezemer e.a. 2008, p. 45. Zie ook Hooghiemstra, e.a. 2004, p. 502-504.

¹⁴² Assink 2009, p. 25; zie ook Schuit 2006, p. 1-15.

¹⁴³ Mantel & Overkleeft 2009, p. 193 en Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 323.

¹⁴⁴ Schwarz 2004, p. 221.

¹⁴⁵ De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 60.

¹⁴⁶ De Code-Tabaksblat ging op 1 januari 2005 van kracht.

¹⁴⁷ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634. Voor voorbeelden zie *best practice*-bepaling IV.1.1, IV.1.2 en IV.2.8 Code-Takaksblat. Zie ook Dortmund 2010, p. 168.

¹⁴⁸ Van Houwelingen & Degens (2005, p. 5) omschrijven goede corporate governance als een efficiënte supervisie van de Raad van Bestuur (de ‘*checks*’) en een gebalanceerde verdeling van macht tussen de Raad van Bestuur, de RvC en de AvA (de ‘*balances*’).

¹⁴⁹ De corporate governance regels bevatten geen dwingendrechtelijke regels. Wel zijn beurs-NV’s o.g.v. art. 2:391 lid 5 BW verplicht om in hun jaarverslag te vermelden of zij zich aan deze gedragsregels confirmeren en bij eventuele afwijkingen uit te leggen (*comply or explain*).

¹⁵⁰ Kraakman 2001, p. 147-160.

¹⁵¹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634. Zie ook het persbericht van Eumedion over de Code-Frijns van 11 december 2008 welke te raadplegen is via de website van Eumedion (<www.eumedion.nl>).

aandeelhouders ook eerder hun intenties kenbaar te maken.¹⁵² Bovendien acht de Commissie een verzwaring van het agenderingsrecht van 1% naar 3% wenselijk. Dergelijke maatregelen moeten de transparantie binnen de vennootschap te vergroten.¹⁵³

Op 2 juli 2009 is een nieuwe Monitoring Commissie Corporate Governance Code ingesteld, welke tevens bekend staat als de 'Commissie Streppel'. Deze Commissie heeft als taak de actualiteit en de bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken.¹⁵⁴ De Beurs en Raaijmakers concluderen, naar aanleiding van het Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance 2010, dat het belang van de NCGC wat is afgenomen. De Commissie Streppel lijkt zich in haar rapport namelijk te richten tot de wetgever, waarin zij waarschuwt voor het selectief overhevelen van bepalingen uit de NCGC naar de wet.¹⁵⁵ Vervolgens komen De Beurs en Raaijmakers tot de slotsom dat hierdoor het draagvlak voor de NCGC afneemt en daarmee ook de mate waarin *stakeholders* van de onderneming bereid zijn om hun gedrag aan te passen.¹⁵⁶

Tenslotte is volgens diverse rechtsgeleerden, waaronder Raaijmakers, De Koning Gans & Oostwouder, Assink en Kleyn, de corporate governance discussie te ver doorgeslagen in de richting van de aandeelhouders door deze meer rechten te geven en tegelijkertijd het gebruik van beschermingsconstructies terug te dringen. Zo stelt bijvoorbeeld Raaijmakers dat de uitbreiding van aandeelhoudersrechten voornamelijk hebben geleid tot financieel opportunisme met alle gevolgen van dien.¹⁵⁷ Assink concludeert dat er sprake is van een slingerbeweging inzake de macht van aandeelhouders. In de jaren negentig en het eind van de 20^{ste} eeuw waren er ontwikkelingen gaande die als gunstig bestempeld kunnen worden voor de macht van aandeelhouders. Aandeelhouders kregen meer rechten en dus meer macht. De ongunstige bewegingen voor aandeelhouders vonden plaats in de eerste helft van de twintigste eeuw en, zij het in mindere mate, in het hedendaagse tijdvak.¹⁵⁸ Op dit moment is er een discussie gaande, met name aangezwengeld door de wereldwijde kredietcrisis, over de (te) sterke macht van de aandeelhouders, hetgeen tevens de roep om eenvoudiger gebruik van beschermingsconstructies versterkt.¹⁵⁹ Wat de toekomst biedt inzake corporate governance is vooralsnog onduidelijk.

¹⁵² Aandeelhouders zouden hun intenties kenbaar moeten maken bij een aandelenbelang van 3% in plaats van 5%.

¹⁵³ Zie de Nederlandse Corporate Governance Code (2008) van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code welke op 1 januari 2009 in werking is getreden.

¹⁵⁴ Zie Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2010 te raadplegen via <http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/2010_Rapport_Monitoring_Commissie_Corporate_Governance_Code.pdf>.

¹⁵⁵ Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2010, p. 5 en 21.

¹⁵⁶ De Beurs & Raaijmakers 2011, p. 304-306.

¹⁵⁷ Raaijmakers 2010, p. 20.

¹⁵⁸ Assink 2009, p. 39-40.

¹⁵⁹ Mantel & Overkleeft 2009, p. 194.

§ 3.8 Huidige stand van zaken

Het huidige wettelijk kader van beschermingsmaatregelen in Nederland is gebaseerd op het Europese recht. Het implementatieproces van de Overnamerichtlijn heeft zich in oktober 2007 voltooid en de bepalingen uit deze richtlijn zijn neergelegd in de Wft en het daarbij horende Bob, alsmede Boek 2 van het BW. Het Nederlandse ondernemingsrecht geeft regels ten aanzien van de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies, terwijl de Wft en het Bob bepalingen bevat inzake de regulering van effecten, openbare biedingen, emissie van aandelen, voorkoming van marktmisbruik, etc. De bepalingen uit Boek 2 van het BW geven een organieke regeling welke ziet op de bevoegdheden, rechten en plichten van de diverse organen van een onderneming. In navolgende subparagrafen worden enkele belangrijke bepalingen inzake beschermingsconstructies van de Dertiende richtlijn, die thans zijn geïmplementeerd in de Nederlandse wetgeving, besproken.

§ 3.8.1 Implementatiewetgeving

Een belangrijke bepaling uit de Overnamerichtlijn is art. 9, ook wel de passiviteitsregel genoemd. De passiviteitsregel wordt door diverse auteurs dikwijls aangeduid als de ‘neutraliteitsregel’. Deze term kan volgens van Ginneken ietwat misleidend zijn. Het formele bestuur van een doelvennootschap heeft namelijk de verplichting om haar standpunten kenbaar te maken ten tijde van een openbaar bod, hetgeen betekent dat zij zich dus niet neutraal hoeft op te stellen.¹⁶⁰ De passiviteitsregel is een verbod voor de vennootschapsleiding van een doelvennootschap om, na aankondiging van een openbaar bod, zonder de goedkeuring van de AvA aandelen uit te geven of andere ongebruikelijke transacties te verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren, tenzij de handeling het zoeken naar een alternatief bod betreft.¹⁶¹ De vennootschapsleiding mag dus wel op grond van art. 9 lid 2 Overnamerichtlijn op zoek gaan naar een zogenaamde ‘white knight’, een potentiële bidder die bereid is om een hoger bod uit te brengen.¹⁶² De essentie van de passiviteitsregel is dat het de aandeelhouders zijn die bepalen of zij ingaan op een uitgebracht openbaar bod. De vennootschapsleiding mag deze keuze niet op de een of andere manier frustreren, tenzij de AvA daar uitdrukkelijk toestemming voor heeft gegeven. Art. 9 van de Overnamerichtlijn kan derhalve worden beschouwd als een ingrijpende reductie van het bestuurlijk handelen inzake het instellen van beschermingsconstructies.¹⁶³

Een andere belangrijke bepaling is de reciprociteitsregeling¹⁶⁴ vervat in art. 12 van de Overnamerichtlijn en thans geïmplementeerd in Nederlandse wetgeving in de vorm van art. 2:359b lid 4 BW. De titel van art. 12 van de Overnamerichtlijn is ‘facultatieve regelingen’ en deze bepaling houdt in dat lidstaten vrij worden gelaten in de keuze of vennootschappen in die desbetreffende lidstaat wel of niet beschermingsmaatregelen mogen treffen.¹⁶⁵ Meer concreet betekent dit dat indien een beschermde (dochter)vennootschap een openbaar bod

¹⁶⁰ Van Ginneken 2010, p. 81.

¹⁶¹ Zie ook art. 2:359b lid 1 sub a BW.

¹⁶² Tubbergen 2008, p. 1.

¹⁶³ Van Ginneken 2010, p. 82.

¹⁶⁴ Reciprociteit staat voor wederkerigheid of wederzijdsheid.

¹⁶⁵ De beschermingsmaatregelen zijn gecodificeerd in art. 9 en/of 11 van de Overnamerichtlijn.

doet op de effecten van een onbeschermd vennootschap, deze laatste kan besluiten dat de passiviteitsregel of de doorbraakregeling (art. 11 lid 2 Overnamerichtlijn)¹⁶⁶ niet langer gelden. Kortom: artikel 12 van de Overnamerichtlijn bepaalt of artikel 9 en 11 van diezelfde richtlijn al dan niet een facultatief karakter hebben. Nederland heeft gekozen voor de zogeheten ‘opt-outregeling’, hetgeen betekent dat art. 9 en 11 van de richtlijn niet verplicht aan de beursgenoteerde vennootschappen worden opgelegd. Op dit moment bepalen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen dus in beginsel zelf of zij een onbeschermd (‘opt in’) dan wel een beschermd karakter hebben (‘opt out’).¹⁶⁷ De huidige implementatiewetgeving biedt het bestuur van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen de mogelijkheid om na een onvriendelijk bod zonder direct voorafgaande goedkeuring van de AvA een beschermingsconstructie in werking te stellen.¹⁶⁸ Uit art. 2:359b lid 1 BW kan worden opgemaakt dat beursvennootschappen statutair kunnen vaststellen dat het bestuur geen handelingen zal verrichten die het slagen van een openbaar bod kunnen frustreren. Van deze regel kan echter worden afgeweken indien de AvA voorafgaand aan het bestuurlijk handelen haar goedkeuring verleent.¹⁶⁹

Thans is het merendeel van alle beursgenoteerde vennootschappen in Nederland beschermd tegen vijandige overnamebiedingen en andere ongewenste invloeden.¹⁷⁰ Dit blijkt uit een rapport van Eumedion¹⁷¹ getiteld ‘Evaluatie AVA-seizoen 2010’.¹⁷² Uit dit onderzoek blijkt dat beursgenoteerde vennootschappen in de meeste gevallen gebruik maken van de emissie van preferente beschermings aandelen als tijdelijke beschermingsconstructie.¹⁷³ Bovendien blijkt uit een nog recenter rapport van Eumedion dat beschermingsconstructies steeds meer ‘in zwang raken’, met name bij ondernemingen die naar de beurs worden gebracht.¹⁷⁴ De vennootschapsleiding dient echter bij het inzetten van beschermingsconstructies wel de in de jurisprudentie gegeven gedragsnormen te volgen. Deze normen zullen later in dit rapport uitvoerig worden besproken.

Hoe lang de huidige regeling nog in de hierboven beschreven vorm blijft bestaan is uiterst onzeker, omdat de EC voornemens is om dit jaar nog aanbevelingen te doen inzake de herziening van de Overnamerichtlijn.¹⁷⁵ De huidige Overnamerichtlijn is gebaseerd op het

¹⁶⁶ Zie ook art. 2:359b lid 2 BW.

¹⁶⁷ *Kamerstukken II* 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 10.

¹⁶⁸ Abma 2006, p. 172.

¹⁶⁹ Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 54. Zie voor andere mogelijke statutaire bepalingen die de positie van de bieder versterken art. 2:359b lid 2 BW.

¹⁷⁰ Zaman 2010, p. 150. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 634 en Mantel & Overkleef 2009, p. 194.

¹⁷¹ Eumedion is per 1 januari 2006 de opvolger van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP). Eumedion behartigt de belangen van de bij haar aangesloten institutionele beleggers op het terrein van corporate governance. Eumedion stelt zich ten doel het vanuit de verantwoordelijkheid van in Nederland gevestigde institutionele beleggers onderhouden en doorontwikkelen van goede corporate governance en het bevorderen van de acceptatie en naleving van standaarden hiervan door beursgenoteerde ondernemingen en institutionele beleggers, met name in Nederland en Europa.

¹⁷² Zie Evaluatie AVA-seizoen 2010 (<www.eumedion.nl>) en Abma 2010, p. 526-536.

¹⁷³ Zaman 2010, p. 150 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 640.

¹⁷⁴ Zie Evaluatie AVA-seizoen 2011 (<www.eumedion.nl>).

¹⁷⁵ Tjon Akon & Scholte 2011, p. 605.

shareholder-model¹⁷⁶ en de belangrijkste bepalingen zijn optioneel. De implementatie in de nationale wetgeving heeft, zoals reeds beschreven, niet geresulteerd in een Europees *level playing field* op de *market for corporate control*. Als gevolg van de wereldwijde kredietcrisis is een ontwikkeling in de richting van het *stakeholder*-model,¹⁷⁷ ook wel het Rijnland-model genoemd, waar te nemen binnen economische en legislatieve kringen van de EU. Tjon Akon en Scholte zijn dan ook van mening dat de richtlijn zou moeten worden herzien in het licht van deze ontwikkeling. Dit betekent dat ook de attitude van de aandeelhouder dient te veranderen; de aandeelhouder dient zich meer te richten op de continuïteit van de onderneming. Lange tijd werd het *stakeholder*-model gezien als een belemmerende factor bij fusies en overnames en de economie in zijn geheel. Desalniettemin hebben economen en nationale wetgevers, mede naar aanleiding van de kredietcrisis, ontdekt dat veel aandeelhouders passieve beleggers zijn. Deze richten zich slechts op korte termijn winsten en baseren daarop ook hun beslissingen, hetgeen doorgaans niet goed verenigbaar is met de continuïteit van beursgenoteerde ondernemingen. De EC erkent deze bevinding en heeft al diverse wetgevingsvoorstellen gedaan die de discretie van de belegger op de interne markt inperken.¹⁷⁸ Zo heeft de EC het voornemen om het lange termijn aandeelhouderschap aan te moedigen.¹⁷⁹ Dit kan bewerkstelligd worden door het voor beursgenoteerde bedrijven mogelijk te maken om de statuten op een dusdanig wijze te modificeren dat het nastreven van de lange termijn voor bestuurders prevaleert boven de op de korte termijn gerichte belangen van de aandeelhouders.¹⁸⁰ Deze ontwikkeling heeft natuurlijk ook gevolgen voor de uitkomst van met name vijandige overnames. De lange termijn visie impliceert mijns inziens dat de macht van bestuurders van Europese beursgenoteerde vennootschappen zal moeten worden vergroot, dan wel dat de macht van de aandeelhouders moet worden beperkt. Zoals in de inleiding als is bepleit kan deze ontwikkeling mijns inziens ook enigszins worden gekwalificeerd als ‘Amerikanisering’ van het Europese, en dus uiteindelijk ook het Nederlandse, recht. In de VS heerst immers al langer de overtuiging dat het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap uiteindelijk dient te beslissen over het al dan niet slagen van een overname. De nieuwe wetgeving op dit gebied zal nog wel enige tijd op zich laten wachten, zeker gezien de moeizame totstandkoming van de huidige Overnamerichtlijn. Toch is het voor beursgenoteerde vennootschappen een ontwikkeling die nauwlettend in de gaten moet worden gehouden.

¹⁷⁶ Het *shareholder*-model is een benadering die gericht is op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Kortom: de belangen van de aandeelhouder staan centraal.

¹⁷⁷ In het *stakeholder*-model wordt de onderneming als een organisatie beschouwd waarin verschillende belanghebbenden (*stakeholders*) betrokken zijn. In deze benadering staat de continuïteit van de onderneming voorop en het management wordt geacht te handelen in het belang van alle *stakeholders* (aandeelhouders, werknemers, crediteuren, klanten, etc).

¹⁷⁸ Tjon Akon & Scholte 2011, p. 605.

¹⁷⁹ Zie Groenboek Het EU-kader inzake corporate governance van 8 april 2011 (<www.europa.nu.nl>) & het rapport van 5 april 2011 van de Reflection Group getiteld ‘*Report of the Reflection Group on the future of EU Company Law*’ (<www.ec.europa.eu>).

¹⁸⁰ Tjon Akon & Scholte 2011, p. 605.

§ 3.8.2 Algemene ondernemingsrechtelijke bepalingen

Beursgenoteerde vennootschappen hebben in de regel de rechtsvorm van een NV en zijn derhalve onderworpen aan de, over het algemeen dwingendrechtelijke, bepalingen van Boek 2 van het BW (zie art. 2:25 BW). Hierin zijn de klassieke corporate governance bepalingen gecodificeerd. Hierbij moet gedacht worden aan de allocatie van bevoegdheden tussen het bestuur, de RvC en de AvA en de daarbij gepaard gaande rechten en verplichtingen. Verder bevat Boek 2 van het BW ook regelingen over de opmaak en de openbaarmaking van de jaarrekening en het jaarverslag.

Een Nederlandse beurs-NV beschikt doorgaans over een *two-tier* bestuursmodel.¹⁸¹ Dit houdt in dat het bestuur belast is met het besturen van de organisatie.¹⁸² De RvC dient hierop, en op de algemene gang van zaken, toezicht te houden. Daarnaast heeft de RvC de verplichting om het bestuur met raad ter zijde te staan.¹⁸³ Deze wettelijke regels worden nader ingevuld door bepalingen uit de NCGC en de jurisprudentie.

¹⁸¹ De auteur beperkt zich uitsluitend tot het *two-tier* bestuursmodel, omdat dit nog steeds de meest gebruikt bestuursvorm is. Desalniettemin heeft de Eerste Kamer op 31 mei 2011 ingestemd met het wetsvoorstel 31 763, welke beoogt het Nederlandse vennootschapsrecht internationaal aantrekkelijker te maken door vennootschappen de vrijheid te geven om een keuze te maken voor een *one-tier board* als bestuursmodel. De nieuwe regels worden op 1 januari 2012 van kracht.

¹⁸² Zie art. 2:129 BW.

¹⁸³ Zie art. 140 lid 2 BW.

4. Uitgifte van beschermingspreferente aandelen naar Nederlands recht

§ 4.1 Algemeen

Zoals reeds vermeld in de inleiding, is de emissie van beschermingsprefs op dit moment een gebruikelijke beschermingsconstructie bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Deze vorm van bescherming wordt ook, zij het in relatief veel mindere mate, toegepast in de VS. De oorzaak hiervan is dat Amerikaanse beursvennootschappen vaak zullen opteren voor andere beschermingsmaatregelen, aldus Van Ginneken.¹⁸⁴ Een bekend voorbeeld daarvan is de *poison pill*, een beschermingsconstructie die zonder enige aandeelhoudersbemoeyenis kan worden geïntroduceerd. Alvorens over te gaan tot een uitvoerige bespreking van diverse facetten van beschermingsprefs naar Nederlands recht zal allereerst kort aandacht worden besteed aan (de kenmerken van) preferente aandelen in zijn algemeenheid en de relatie tot beschermingsprefs. Vervolgens zal in een notendop de werking van beschermingsprefs worden beschreven.

Preferente aandelen geven de houder daarvan een bepaald voorrecht ten opzichte van de houders van gewone aandelen. In de statuten wordt dan vermeld welke bijzondere financiële rechten er verbonden zijn aan de preferente aandelen.¹⁸⁵ Het kan gaan om een voorrecht op winstverdeling of een voorrecht op aanspraak bij vereffening. Ondanks dat de naam dit in beginsel doet vermoeden, heeft de houder van preferente beschermingsmaatregelen doorgaans géén voorrecht (art. 2:96a lid 2 BW), tenzij statutair anders is bepaald.¹⁸⁶ Bij een preferent aandeel is, net als bij een gewoon aandeel met dezelfde nominale waarde, een stemrecht verbonden (art. 2:118 BW). Preferente aandelen luiden op naam en worden in de regel tegen de nominale waarde (*a pari*) geplaatst bij een daartoe speciaal in het leven geroepen stichting.¹⁸⁷ In het hierna nog uitvoerig te bespreken RNA-arrest¹⁸⁸ werd een emissie van gewone aandelen aan een bevriende stichting geoorloofd geacht, hetgeen *mutatis mutandis* geldt voor beschermingsprefs. Het laatste is nogmaals een bevestiging van al bestaande lagere rechtspraak,¹⁸⁹ welke samen met andere relevante jurisprudentie zal worden besproken in paragraaf 4.6.

In Boek 2 van het BW wordt het begrip ‘preferente aandelen’ als zodanig niet genoemd. Desalniettemin geeft art. 2:96a lid 2 BW een beschrijving van aandelen die men doorgaans als

¹⁸⁴ Van Ginneken 2010, p. 109. Posch (2008, p. 1124) concludeert echter dat vanwege de aanhoudende kritiek van onder andere institutionele beleggers en activistische aandeelhouders het gebruik van *poison pills* de laatste jaren sterk is afgenomen.

¹⁸⁵ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 219.

¹⁸⁶ Mantel & Overkleef 2009, p. 194. Zie ook Huizink 2009, p. 230.

¹⁸⁷ Dergelijke bevriende stichtingen worden vaak aangeduid als een ‘Stichting Continuïteit’, ‘Stichting onafhankelijkheid’ of een ‘Stichting Prefs’.

¹⁸⁸ Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

¹⁸⁹ Zie Rb. Haarlem 12 juni 1990, *NJ* 1991, 554 (Asko/Ahold), Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, *WPNR* 1985/5748 (PGGM/Wereldhave) en Rb. Amsterdam 18 maart 1974, rolnr. KG 1974, 123 (KNSM-affaire).

‘preferent’ aanduidt. Art. 2:96a lid 2 BW luidt als volgt:

*‘aandelen die niet boven een bepaald percentage van het nominale bedrag of slechts in beperkte mate daarboven delen in de winst of het overschot na vereffening’.*¹⁹⁰

Een voordeel van preferente aandelen is dat het voorkeursrecht¹⁹¹ van bestaande aandeelhouders niet geldt, aldus art. 2:96a BW. Deze bepaling is van groot belang voor de werking van beschermingsprefs als beschermingsmaatregel, omdat bij afwezigheid hiervan een grootaandeelhouder gebruik zou kunnen maken van zijn voorkeursrecht waardoor de beschermingsconstructie zijn effectiviteit verliest.

In beginsel is een aandelenemissie primair bedoeld om risicodragend kapitaal aan te trekken om zodoende te kunnen (blijven) voldoen aan de financieringsbehoefte van de vennootschap. Indien preferente aandelen om deze reden worden geëmitteerd, spreekt men ook wel van preferente financieringsaandelen.¹⁹² De emissie van preferente beschermingsaandelen wordt in Nederland echter meestal uitgegeven in het kader van bescherming van de vennootschap.¹⁹³ Door de uitgifte van beschermingsprefs verwatert het belang van de onwelgevallige bieder. Met andere woorden: beschermingsprefs worden gebruikt om de zeggenschapsverhouding in de AvA te beïnvloeden.¹⁹⁴ De bescherming wordt dus gerealiseerd door de omvang van het aandelenbezit.¹⁹⁵ Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld prioriteitsaandelen waar het beschermingselement zich bevindt in de speciale bevoegdheden van de houders van deze aandelen. Een voorbeeld van een dergelijke bevoegdheid is het bindende voordrachtsrecht inzake de benoeming van bestuurders en commissarissen.

§ 4.2 Ontstaansgeschiedenis

De uitgifte van beschermingsprefs is een beschermingsconstructie die nog niet zo heel lang bestaat in Nederland. In 1969 was Océ-Van der Grinten de eerste vennootschap die gebruik maakte van de emissie van beschermingsprefs.¹⁹⁶ Enkele jaren later spreekt Van der Grinten in zijn in 1976 verschenen boek getiteld ‘Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap’ dan ook over een nieuwe beschermingsconstructie.¹⁹⁷ Dortmund zet echter zijn vraagtekens bij deze bewering en stelt dat de beschermingsprefs al van vóór de jaren zestig dateren. Volgens hem werd er namelijk al eerder een verklaring van geen bezwaar geweigerd voor een statutenwijziging waarbij beschermingsprefs zouden worden ingevoerd, hetgeen dus

¹⁹⁰ Zie ook Steins Bisschop 2009a, p. 4.

¹⁹¹ Een voorkeursrecht geeft een aandeelhouder namelijk een recht op het verwerven van aandelen bij een eventuele emissie. Het doel van deze bepaling is dat deelgerechtigdheid en zeggenschap van de aandeelhouder niet worden aangetast. Het voorkeursrecht kan bij een NV niet statutair worden uitgesloten.

¹⁹² Cantrijn & Kabir 1992, p. 329.

¹⁹³ Zie ook Raaijmakers 1995a, p. 141.

¹⁹⁴ Huizink 2009, p. 230. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 637 onder k en Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 53. Daarnaast kan de emissie van beschermingsprefs ook als doel hebben het vergroten van het eigen vermogen.

¹⁹⁵ Zaman 2010, p. 150.

¹⁹⁶ Zie Voogd 1989, p. 235. Zie ook Dortmund 2010, p. 168.

¹⁹⁷ Van der Grinten 1976, nr. 87.

betekent dat de juridische mogelijkheid om beschermingsprefs te emitteren reeds bestond.¹⁹⁸ Zo ook Van Solinge en Nieuwe Weme¹⁹⁹ die stellen dat beursgenoteerde vennootschappen in de loop van de jaren zeventig al in toenemende mate gebruik gingen maken van beschermingsprefs waarbij zij verwijzen naar een vonnis van de President van de Amsterdamse rechtbank inzake KNSM (zie paragraaf 4.6).²⁰⁰

Vervolgens werd in de jaren negentig de emissie van beschermingsprefs als een algemeen geoorloofd defensiemechanisme beschouwd. Desalniettemin kon een dergelijke constructie door de rechter worden getoetst op de goede trouw en het vennootschappelijk belang.²⁰¹ In november 1989 werd Bijlage X van het Fondsenreglement²⁰² ingevoerd, welke nadere regels stelde aan het gebruik van beschermingsprefs. Zo moest de bevriende stichting als doel hebben: het behartigen van de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en allen die hierbij zijn betrokken. Daarenboven diende het bestuur van de stichting neutraal te zijn en, indien een vennootschap zich al op een andere wijze had beschermd, kon er ‘slechts’ voor een maximum van 50% van de aandelen worden uitgegeven.²⁰³ Bijlage X van het Fondsenreglement is op 14 december 2007 komen te vervallen, omdat handhaving hiervan niet noodzakelijk meer werd geacht vanwege de implementatie van de Overnamerichtlijn en de daarbij gepaard gaande invoering van het Bob.²⁰⁴

§ 4.3 Emissiebevoegdheid

De wettelijke grondslag in de Nederlandse wetgeving voor de uitgifte van beschermingsprefs is neergelegd in art. 2:96 en 2:96a lid 2 BW.²⁰⁵ De dwingendrechtelijke bepaling van art. 2:96 lid 1 BW betreffende de emissiebevoegdheid bij een NV luidt als volgt:

‘de naamloze vennootschap kan na de oprichting slechts aandelen uitgeven ingevolge een besluit van de algemene vergadering of van een ander vennootschapsorgaan dat daartoe bij besluit van de algemene vergadering of bij de statuten voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaren is aangewezen. Bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. De aanwijzing kan telkens voor niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken’.

Uit de formulering van bovenstaande wetsbepaling kan worden afgeleid dat de emissiebevoegdheid van (preferente beschermings)aandelen in beginsel toekomt aan de AvA,

¹⁹⁸ Dortmond 2008, p. 619.

¹⁹⁹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 640.

²⁰⁰ Rb. Amsterdam 18 maart 1974 (KNSM-affaire), rolnr. KG 1974, 123.

²⁰¹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 635, p. 802.

²⁰² Het Fondsenreglement was het reglement van de effectenbeurs van Euronext, waarin de rechten en plichten van een uitgevende instelling waren neergelegd. Beursgenoteerde ondernemingen waren verplicht de bepalingen van het Fondsenreglement na te leven.

²⁰³ Zie Dortmond 2008, p. 619-620.

²⁰⁴ Steins Bisschop 2009a, p. 1-2.

²⁰⁵ Vgl. Kohn 2010, p. 129.

voor zover zij bij besluit geen ander vennootschapsorgaan (zie art. 2:78a BW) hiertoe heeft aangewezen. Kortom: de AvA dient (i) een besluit te nemen tot statutenwijziging waardoor het mogelijk is om de beschermingsprefs in de vermogensstructuur van de vennootschap op te nemen of (ii) besluiten om deze bevoegdheid, voor de duur van maximaal vijf jaar, te verlenen aan een ander orgaan van de vennootschap.²⁰⁶ De AvA kan derhalve besluiten om de bevoegdheid tot het uitgeven van beschermingsprefs te delegeren aan het vennootschapsbestuur voor een periode van maximaal vijf jaar.²⁰⁷ Een dergelijke delegatie is in de praktijk niet ongebruikelijk. Uit een in opdracht van Eumedion uitgevoerd onderzoek concluderen Van der Korst, Nieuwe Weme en Van Solinge dat in de huidige Nederlandse praktijk de emissiebevoegdheid voor een periode van achttien maanden wordt gedelegeerd. In datzelfde rapport komen zij tot de conclusie dat het voorstel tot delegatie van de emissiebevoegdheid via een toelichting publiekelijk moet worden gemaakt. In die toelichting moeten de redenen voor het delegeren van de emissiebevoegdheid worden beschreven, alsmede de voorwaarden die het bestuur in acht dient te nemen bij het daadwerkelijk emitteren van (preferente) aandelen.²⁰⁸ Indien de AvA deze bevoegdheid ook daadwerkelijk heeft gedelegeerd, is het volgens de laatste volzin van art. 2:96 lid 1 BW niet meer mogelijk om deze bevoegdheid gedurende die periode in te trekken, tenzij dit bij de delegatie (de wetgever spreekt van een ‘aanwijzing’) anders is bepaald.²⁰⁹ Schwarz en Steins Bisschop menen dat AvA te allen tijde het recht heeft om op goede gronden bezwaar te maken tegen een door het bestuur ingeroepen beschermingsconstructie in de vorm van beschermingsprefs.²¹⁰ Dortmund is het niet geheel eens met deze stelling, alhoewel hij in eerste instantie stelt dat een besluit tot emissie van beschermingsprefs kan worden ingetrokken op basis van de uitspraak inzake Janssen Pers.²¹¹ In dit arrest bepaalde de Hoge Raad dat, behoudens bijzondere omstandigheden, een vennootschap de vrijheid heeft een genomen emissiebesluit te herroepen. De Hoge Raad overweegt het volgende:

‘indien een op zichzelf rechtsgeldig besluit van de enige aandeelhouder inhoudt dat eerder genomen besluiten tot (...) uitgifte van aandelen worden ingetrokken, staat dat intrekkingbesluit in de weg aan de geldigheid van rechtshandelingen strekkende tot uitvoering van die ingetrokken besluiten, ook indien de beoogde verkrijgers van die aandelen en/of degenen die de vennootschap bij die rechtshandelingen vertegenwoordigen, nog niet van het intrekkingbesluit op de hoogte zijn.’²¹²

²⁰⁶ Cantrijn & Kabir 1992, p. 329-330.

²⁰⁷ Een dergelijke bepaling is ook mogelijk in de statuten, aldus Storm & Van Steenberghe (2000, p. 125.).

²⁰⁸ Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 31- & 39-40.

²⁰⁹ Zie over deze problematiek Van Solinge 2004, p. 318-319. Van Solinge stelt dat een besluit van de AvA waarbij aan het bestuur de bevoegdheid is verleend om onder bepaalde voorwaarden aandelen te emitteren wel degelijk kan worden ingetrokken, mits het bestuur hiermee akkoord gaat. De mogelijkheid hiertoe dient dan wel te worden opgenomen in het besluit tot delegatie van de emissiebevoegdheid en daarbij is het noodzakelijk dit zo nauwkeurig mogelijk te beschrijven.

²¹⁰ Schwarz & Steins Bisschop 2009, p. 202.

²¹¹ Hoge Raad 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (Janssen Pers).

²¹² Hoge Raad 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (Janssen Pers), r.o. 3.3.2. Zie ook Raaijmakers 1995b, p. 788-794.

Voor een besluit van de AvA tot intrekking van een eerder genomen besluit gelden geen andere vereisten dan voor besluiten van de AvA in het algemeen, aldus de Hoge Raad. Volgens Dortmund geldt dit ook voor een verleende (call-)optie aan een stichting tot het nemen van beschermingsprefs. Voor intrekking van een dergelijk besluit is wel de instemming van de stichting noodzakelijk en tevens dient deze mogelijkheid te zijn opgenomen in de optieovereenkomst. Beide voorwaarden zullen in de praktijk niet snel worden vervuld.²¹³ Vervolgens rijst de vraag welk orgaan tot intrekking bevoegd is. Indien dit de AvA is dan staat de effectieve werking van de beschermingsconstructie ernstig onder druk, omdat de onwelgevallige bieder dan de mogelijkheid wordt geboden om via de AvA de mogelijkheid tot intrekking te benutten en daarmee de beschermingsconstructie ongedaan te maken. Dit zou de werking van beschermingsprefs zelfs geheel illusoir kunnen maken en vandaar dat Dortmund zich op het standpunt stelt dat de stichting een volwaardig recht tot het nemen van beschermingsprefs moet worden verleend. De vennootschapsleiding dient daarbij vertrouwen te hebben in het stichtingsbestuur.²¹⁴

Mantel & Overkleef redeneren contrair aan de visie Schwarz en Steins Bisschop, want zij zijn van mening dat de uitgifte van beschermingsprefs niet kan worden ingetrokken op grond van de laatste volzin van art. 2:96 lid 1 BW, tenzij bij de aanwijzig anders is bepaald. Dit betekent dat de emissie kan worden gerealiseerd zonder verdere medewerking van de zittende en latere (gewone) aandeelhouders.²¹⁵ De AvA is immers ook gebonden aan geldig genomen besluiten en de statuten. Mijns inziens is de laatste gedachtegang het meest plausibel, omdat de emissiebevoegdheid voor beperkte tijd (maximaal 5 jaar) wordt gedelegeerd. Bovendien kan de AvA bij de delegatie van de emissiebevoegdheid beperkingen of voorwaarden stellen waaraan het bestuur gebonden is bij de uitgifte van beschermingsprefs. Zo moet bij de aanwijzing worden bepaald welke hoeveelheid aan aandelen er door het aangewezen orgaan mag worden uitgegeven. Andere voorwaarden voor de emissie door het aangewezen orgaan zijn ook mogelijk, mits dit statutair is vastgelegd. Men kan hier bijvoorbeeld denken aan de goedkeuring van een ander vennootschappelijk orgaan, bijvoorbeeld de RvC,²¹⁶ voordat de uitgifte daadwerkelijk kan plaatsvinden. Mijns inziens gaat het te ver om de AvA ook nog het recht te geven om het bestuur terug te fluiten, middels het maken van bezwaren, indien het bestuur aan alle door de AvA vooraf opgelegde voorwaarden heeft voldaan. Een dergelijk recht doet naar mijn mening een te grote afbreuk aan de effectiviteit van beschermingsprefs en is in strijd met de regels van het vennootschapsrecht.

Een beperking ten aanzien van de uitgifte van beschermingsprefs is dat deze slechts mogen worden geëmitteerd tot een maximum van niet meer dan 100% van het nominale bedrag van de al geplaatste aandelen.²¹⁷ Daarnaast wordt de emissie van beschermingsprefs verder gereguleerd door de leden 1 tot en met 5 van art. 2:96 BW. Zo bepaalt art. 2:96 lid 2 BW dat

²¹³ Dortmund 2008, p. 634.

²¹⁴ Dortmund 2008, p. 634. Zie over deze kwestie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 236 en 267.

²¹⁵ Mantel & Overkleef 2009, p. 194.

²¹⁶ Indien het bestuur van een structuurvennootschap bevoegd is tot de emissie van beschermingsprefs dan dient zij vooraf goedkeuring te vragen aan de RvC, aldus art. 2:164 lid 1 sub a BW.

²¹⁷ Van der Korst, Nieuwe Weme & van Solinge 2008, p. 61.

er bij de aanwezigheid van verschillende soorten aandelen de AvA over de goedkeuring dient te beschikken van elke groep van aandeelhouders aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet. Ingeval het bestuur voornemens is om beschermingsprefs uit te geven die een hogere preferentie hebben dan reeds bestaande preferente aandelen, dan doet de emissie afbreuk aan de rechten van de houders van laatstgenoemde aandelen. Afbreuk aan rechten dient echter niet al te snel te worden aangenomen en aantasting van mogelijke belangen valt hier uitdrukkelijk niet onder.²¹⁸ De voorwaarden omtrent de publicatie van de uit te geven beschermingsprefs zijn neergelegd in art. 2:96 lid 3 en 4 BW. Het niet nakomen van deze verplichtingen wordt gekwalificeerd als een economisch delict in de zin van art. 1 sub 4 Wet Economische Delicten (hierna: WED). Van de opgave in het handelsregister van de Kamer van Koophandel (KvK) wordt ingevolge art. 24 Handelsregister Wet (hierna: Hrgw) mededeling gedaan op de website van de KvK. Een andere publicatievereiste is dat de mogelijkheid van (een optie tot) beschermingsprefs dient te worden beschreven in de jaarrekening op grond van art. 2:392 lid 1 BW. Tenslotte zijn volgens art. 2:96 lid 5 BW de leden 1 tot en met 4 van art. 2:96 BW van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van beschermingsprefs. Een voorbeeld van een dergelijk recht is het verlenen van een optierecht (zie paragraaf 4.4). Dit impliceert dat delegatie van de bevoegdheid tot emissie van beschermingsprefs ook gerealiseerd kan worden door middel van een optieverlening.

§ 4.4 Optierecht beschermingsprefs

De wet biedt middels art. 2:96 lid 5 BW de mogelijkheid om een optie te verlenen op de bevoegdheid tot het emitteren van beschermingsprefs. Doorgaans geschiedt een dergelijke optieverlening aan een stichting, omdat deze rechtsvorm een grote mate van vrijheid kent ten aanzien van de inrichting ervan.²¹⁹ Dat betekent echter niet dat er niet gekozen kan worden voor andere rechtsvormen.²²⁰ Doordat in de praktijk echter veelal gebruik wordt gemaakt van een stichting, beperkt de auteur zich in dit onderzoek dan ook uitsluitend tot deze rechtsvorm.

Een vereiste voor de bevriende stichting is dat zij dient te beschikken over een (formeel) onafhankelijk bestuur. Voorheen was deze onafhankelijkheid wettelijk geregeld in Bijlage X van het Algemeen Reglement van Euronext Amsterdam. Thans wordt dit geregeld in art. 5:71 lid 1 sub c en d Wft.²²¹ Mantel & Van Overkleef menen dat een stichting niet onafhankelijk kan worden geacht indien er bestuurders of commissarissen van de beursvennootschap zitting hebben in het stichtingsbestuur.²²² Deze conclusie omtrent de onafhankelijkheid van de stichting wordt niet gevolgd door Zaman²²³ en Dortmund.²²⁴ Zij stellen vast dat de onafhankelijkheid van de stichting in eerste instantie wordt beheerst door art. 5:70 lid 1 sub c Wft, maar nader kan worden ingevuld door een Amvb.²²⁵ Een dergelijke Amvb bestaat op dit

²¹⁸ *Kamerstukken II* 1979-1980, 15 304, nr. 6, p. 26.

²¹⁹ Zie Titel 6 van Boek 2 BW. Zie ook Dijk/Van der Ploeg 2007, p. 19-20.

²²⁰ Zie Zaman 2010, p. 151.

²²¹ Tubberbergen 2008, p. 1.

²²² Mantel & Overkleef 2009, p. 194.

²²³ Zaman 2010, p. 151.

²²⁴ Dortmund 2008, p. 630-631.

²²⁵ Zie art. 5:71 lid 2 Wft.

moment echter niet.²²⁶ Vervolgens stellen zij dat dan aansluiting moet worden gezocht bij de onafhankelijkheidsregeling van art. 2:118a lid 3 BW, welke bedoeld is voor certificering. Zij baseren deze conclusie op de MvT bij het wetsontwerp van art. 2:118a BW.²²⁷ Hierin is, kort gezegd, bepaald dat er goede redenen kunnen zijn om één of enkele bestuurders of commissarissen van de vennootschap op te nemen in het bestuur van de stichting.²²⁸ Met andere woorden: de onafhankelijkheidsregeling van art. 2:118a lid 3 BW is van overeenkomstige toepassing op de beschermingsstichting.

Het doel van de stichting is het behartigen van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Hierbij worden onder meer invloeden die de continuïteit, de zelfstandigheid, de identiteit of andere belangen van de vennootschap bedreigen zo veel mogelijk geweerd.²²⁹ De optieverlening van het vennootschapsbestuur aan het stichtingsbestuur vindt plaats door een optieovereenkomst waarin ook de voorwaarden van de emissie worden beschreven.²³⁰ Bijkomend voordeel van de optieovereenkomst is dat deze voor een langere periode kan worden afgesloten, want bij de optieovereenkomst is men namelijk niet gebonden aan de termijn van vijf jaar zoals die geldt bij de delegatie van de emissiebevoegdheid.²³¹ Meer concreet zou dit betekenen dat de vennootschap de optieovereenkomst voor onbepaalde tijd kan doen overeenkomen.²³² Deze redenering wordt gevolgd door Dortmund en De Kluiver. Dit in tegenstelling tot Schwarz, die van mening is dat het optierecht niet blijft bestaan indien het bestuur van de vennootschap niet meer bevoegd is om beschermingsprefs uit te geven.²³³ Dit argument van Schwarz wordt helder weerlegd door De Kluiver.²³⁴ De Kluiver betoogt namelijk dat een dergelijke gedachtegang geen steun vindt in de tekst van art. 2:96 lid 5 BW, de wetsgeschiedenis en de doctrine. Uit de MvT van art. 2:96 lid 5 BW blijkt bovendien dat het gaat om de ‘aandelen te zijner tijd uit te geven’ en dat wanneer later het recht op het nemen van aandelen wordt uitgeoefend dit geen nieuw besluit van de AvA behoeft.²³⁵ Dat impliceert dat een optierecht dat rechtsgeldig is verleend aan het stichtingsbestuur blijft bestaan, ook al heeft het vennootschapsbestuur dat destijds tot de optieverlening bevoegd was wijzigingen ondergaan. Afwijking hiervan is mijns inziens mogelijk, zij het slechts door bepalingen hieromtrent op te nemen in de optieovereenkomst dan wel in de statuten van de beursvennootschap. Ook ben ik van mening dat de visie van Schwarz verstrekende gevolgen kan hebben voor de effectieve bescherming van een beursgenoteerde onderneming. Immers, indien het optierecht vervalt, heeft de stichting geen mogelijkheden meer om haar doel te verwezenlijken en staat zij ingevolge art.

²²⁶ Tubbergen 2008, p. 2.

²²⁷ *Kamerstukken II* 28 179, nr. 3, p. 26.

²²⁸ Bovendien stelt Dortmund dat de wet bepaalt dat een commissaris onafhankelijk toezicht moet uitoefenen en om deze reden acht hij het dan ook niet bezwaarlijk dat de voorzitter van de RvC deel uit maakt van het stichtingsbestuur (Dortmond 2004, p. 445.).

²²⁹ Timmermans 2009, p. 217. Vgl. Hof Amsterdam 1 april 1971, *NJ* 1972, 428 (Reiss/Immofarm).

²³⁰ Mantel & Overkleef 2009, p. 194-195.

²³¹ Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 58. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p. 292-293 en de daar aangehaalde literatuur, alsmede Buijn/Storm 2005, p. 568.

²³² Vgl. Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI). Anders Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 94.

²³³ Dortmund 2000, p. 161, De Kluiver 2000a, p. 23-25 & Schwarz 1999, p. 439-440.

²³⁴ De Kluiver 2000a, p. 23-25.

²³⁵ *Kamerstukken II* 1978/79, 15 304, nr. 3, p. 30.

2:301 lid 1 sub b BW bloot aan ontbinding. Bovendien kan uit art. 2:96 lid 5 BW worden opgemaakt dat de optieverlening op de beschermingsprefs op overeenkomstige wijze geschiedt als de uitgifte van gewone preferente aandelen, hetgeen inhoudt dat nadat het optierecht is verleend er geen separaat besluit meer noodzakelijk is voor de feitelijke emissie.

§ 4.4.1 Call- en put-optie

Ten aanzien van de optieverlening kan er gebruik worden gemaakt van een call-optie, een put-optie of een gemende call-putoptie. De laatste variant wordt in de praktijk nauwelijks gebruikt en om die reden zal deze buiten beschouwing worden gelaten.²³⁶ Bij de put-optie zal slechts summier worden stilgestaan, omdat dit optierecht als minder raadzaam wordt beschouwd.²³⁷ Voordat deze verschillende vormen van optierechten nader worden behandeld, zullen eerst enkele algemene aspecten daarvan worden besproken. De toelichting van alle verschillende optievormen dient namelijk aan een aantal voorwaarden te voldoen. Zo moet de optieovereenkomst bepalingen bevatten waarin de voorwaarden staan vermeld onder welke omstandigheden de optie kan worden uitgeoefend. Diezelfde overeenkomst bepaalt tevens hoeveel aandelen er maximaal mogen worden geïmiteerd en voor welke periode deze maximaal mogen uitstaan. Daarnaast dient middels een toelichting een omschrijving gegeven te worden van de voorwaarden waaronder de beursvennootschap tot intrekking van de beschermingsprefs kan overgaan. Een andere eis is dat de toelichting nauwkeurig de samenstelling van het bestuur beschrijft. Bovendien moet van al deze voorwaarden en vereisten melding worden gemaakt in het jaarverslag.²³⁸

Bij een call-optie verleent de vennootschap aan een derde, op grond van art. 2:96 lid 5 BW, het recht tot het nemen van beschermingsprefs. Die derde is in de praktijk meestal een stichting. Als gevolg van het bepaalde in art. 2:96 lid 5 en 2:96a BW dient men het verlenen van het recht op beschermingsprefs gelijk te stellen met een besluit tot uitgifte, ondanks dat de emissie op een later tijdstip zal plaatsvinden. Het doel van de stichting is doorgaans bescherming van de vennootschap waardoor zij verplicht is om de optie uit te oefenen indien er sprake is van een overnamedreiging.²³⁹ De stichting zal de call-optie slechts uitoefenen als er daadwerkelijk sprake is van een overnamedreiging, waarbij men rekening dient te houden met het bepaalde in art. 5:71 lid 1 sub c Wft en tevens kunnen er op grond van art. 5:71 lid 2 Wft nadere regels worden gesteld via Amvb's.²⁴⁰ Hieruit blijkt dus dat de stichting bepaalt wanneer zij de optie uitoefent en dat het vennootschapsbestuur hier in beginsel geen inspraak in heeft. Dit betekent echter niet dat het vennootschapsbestuur helemaal geen invloed heeft. Ten eerste is de stichting doorgaans (mede) opgericht en ingericht door het vennootschapsbestuur. Daarnaast kan de optieverlening worden geclausuleerd middels de optieovereenkomst en bovendien is het aannemelijk dat het vennootschapsbestuur met het stichtingsbestuur informele afspraken heeft gemaakt.²⁴¹

²³⁶ Dortmond 2008, p. 632.

²³⁷ Buijn/Storm 2005, p. 571-572.

²³⁸ Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 61-62.

²³⁹ Dortmond 2008, p. 632-633.

²⁴⁰ Timmermans 2009, p. 217 en Dortmond 2008, p. 630.

²⁴¹ Mantel & Overkleef 2009, p. 195. Zie ook Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 59.

Nadat de stichting de call-optie heeft gelicht, kan levering van de beschermingsprefs plaatsvinden. Voor de uitgifte en levering van aandelen op naam in een NV dienen de betrokken partijen een notariële akte op te stellen, aldus art. 2:86 BW. Deze verplichting geldt niet voor een beurs-NV. Op grond van art. 2:86c BW kan bij de levering van aandelen op naam in een beurs-NV worden volstaan met een onderhandse akte. Dortmund concludeert hieruit dat, indien het optierecht tot het nemen van beschermingsprefs rechtsgeldig is verleend, de stichting door een enkele wilsverklaring haar optie kan uitoefenen.²⁴²

Tenslotte wordt nog even kort aandacht besteed aan de put-optie op beschermingsprefs. Een put-optie geeft de beursgenoteerde vennootschap het recht om de beschermingsprefs te plaatsen bij de stichting. De stichting is dan op basis van een overeenkomst met de beurs-NV verplicht om deze aandelen te nemen. Bij een put-optie heeft de stichting dus een verplichting, terwijl zij bij een call-optie een recht heeft.²⁴³ Zoals reeds aangegeven, wordt de put-optie in de literatuur als minder raadzaam bestempeld, omdat het bestuur niet tot emissie van beschermingsprefs kan overgaan op het moment dat zij daar niet (langer) meer toe bevoegd is.²⁴⁴

§ 4.5 Financiering

Ingeval van beschermingsprefs wordt vaak gebruikt gemaakt van de constructie die art. 2:80 lid 1 jo. 82 lid 3 BW biedt, waardoor slechts 25% van de nominale waarde van de aandelen hoeft te worden volgestort.²⁴⁵ Hierdoor is het (voor de stichting) mogelijk om voor een relatief lage prijs veel stemrechten te verwerven (*low price, high voting*).²⁴⁶ Dit geldt niet voor financieringsprefs,²⁴⁷ aldus Huizink waarbij hij verwijst naar *best practice*-bepaling IV.1.2 van de NCGC.²⁴⁸ Voor de uitoefening van de optie tot het nemen van beschermingsprefs door een stichting is het noodzakelijk dat laatstgenoemde over voldoende financiën beschikt om de aandelen te nemen. De stichting heeft doorgaans echter niet zelf de beschikking over voldoende financiële middelen en dient zich derhalve te wenden tot een kredietverstrekker. Deze zal echter pas bereid zijn een lening te verstrekken indien daar bepaalde zekerheden tegenover staan. Veel zekerheden, in de zin van vaste activa, kan de stichting daarentegen niet bieden. De stichting kan alleen een pandrecht geven op de uit te geven beschermingsprefs. Vandaar dat vaak de constructie wordt gehanteerd waarbij het (beperkte) dividend van de beschermingsprefs wordt gekoppeld aan de rente die moet worden betaald aan de kredietgevende instelling (zie ook paragraaf 4.7).²⁴⁹ Tenslotte zij opgemerkt dat statutair kan

²⁴² Dortmund 2008, p. 634-636.

²⁴³ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p. 271.

²⁴⁴ Buijn/Storm 2005, p. 571-572.

²⁴⁵ Steins Bisschop 2009a, p. 1-2. Zie ook Timmermans 2009, p. 217.

²⁴⁶ Zaman 2010, p. 150. Zie ook Schouwenaar 2006, p. 23.

²⁴⁷ Zie voor een korte beschrijving van preferente financieringsaandelen Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 637 onder m.

²⁴⁸ Huizink 2009, p. 230.

²⁴⁹ Timmermans 2009, p. 217.

worden bepaald dat beschermingsprefs kunnen worden ingetrokken tegen terugbetaling, hetgeen vaak plaats vindt nadat de overnamedreiging is verdwenen.²⁵⁰

§ 4.6 Jurisprudentie

In deze paragraaf worden op chronologische wijze alle relevante uitspraken welke van belang zijn voor de emissie van beschermingsprefs besproken, waarbij de meest recente jurisprudentie uitvoeriger zal worden behandeld. Uiteindelijk wordt getracht om algemene regels te formuleren welke in acht dienen te worden genomen bij de uitgifte van beschermingsprefs alvorens een vergelijking te maken met de VS.

Reiss/Immofarm

Allereerst wordt nog gememoreerd aan de uitspraak van het Hof van Amsterdam inzake Reiss/Immofarm. Hierin werd geoordeeld dat een aandelenemissie die niet berustte op een reële kapitaalbehoefte, maar slechts de uitoefening van de legitieme rechten van een grootaandeelhouder beoogde te verijdelen, ongeoorloofd is, indien daarvoor geen reële rechtvaardigingsgrond voor bestaat. Dit was in de desbetreffende casus niet het geval en de OK was van mening dat de vennootschapsleiding in de gegeven omstandigheden had gehandeld in strijd met de redelijkheid en billijkheid.²⁵¹

KNSM

In de KNSM-affaire²⁵² werd door de beursvennootschap KNSM beschermingsprefs uitgegeven aan een bevriende relatie, zijnde de dochtermaatschappij ADM. De president van de rechtbank oordeelde dat uitoefening, tot welk doel ook, van de aan het bestuur toekomende emissiebevoegdheid in beginsel geoorloofd is, tenzij daarvan een kennelijk onredelijk gebruik is gemaakt.²⁵³

PGGM/Wereldhave

In de zaak PGGM en PVM (hierna: PGGM c.s.) versus Wereldhave²⁵⁴ bestond er wederom een conflict over de emissie van beschermingsprefs. De pensioenfondsen PGGM c.s. waren voornemens om Wereldhave over te nemen. Vandaar dat zij dan ook de onderhandelingen waren gestart over een eventuele overnameprijs. Uiteindelijk liet PGGM c.s. weten dat zij een voornemen had om een openbaar bod uit te brengen van f148,50 per aandeel. Wereldhave reageerde middels een gemotiveerd schriftelijk schrijven waarin zij uiteenzette waarom zij niet akkoord ging met de voorgestelde verkoopvoorwaarden.²⁵⁵ Niet veel later besloot Wereldhave tot de emissie van beschermingsprefs aan een speciaal daarvoor opgerichte

²⁵⁰ Zie art. 2:99 lid 2 BW.

²⁵¹ Omstandigheden die in deze casus een rol speelden waren onder andere: (i) het feit dat Reiss niet was ingegaan op niet onredelijke voorstellen van Immofarm; (ii) Reiss ook voor een andere manier van bescherming had kunnen opteren; het belang van Immofarm aanzienlijk werd verwatert, etc. Zie ook Raaijmakers 1995a, p. 140.

²⁵² Rb. Amsterdam 18 maart 1974, rolnr. KG 1974, 123 (KNSM-affaire).

²⁵³ Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 649 en Slagter 1974, p. 331-338.

²⁵⁴ Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, WPNR 1985/5748 (PGGM/Wereldhave).

²⁵⁵ Wereldhave achtte zich vrij 'zich actief te verzetten tegen een bod op voorwaarden als door u (PGGM en PVM) geformuleerd'.

stichting. PGGM c.s. waren het niet eens met deze gang van zaken en stapten naar de Haagse rechtbank. PGGM c.s. vorderde onder meer dat het besluit tot emissie van de beschermingsprefs nietig, althans vernietigbaar is, wegens strijdigheid met de goede trouw.²⁵⁶ Daarnaast vorderde PGGM c.s. een voorlopige voorziening, die een schorsing inhield van de aan beschermingsprefs verbonden stemrechten. Ten aanzien van de strijdigheid met de goede trouw voerde PGGM c.s. aan dat de emissie:

*‘uitsluitend althans hoofdzakelijk gericht op het schaden van de belangen van de potentiële bidders, als illusoir makend de mogelijkheid voor de aandeelhouders een beslissing te nemen omtrent het uit te brengen bod en als leidende tot verwatering van haar aandeelhoudersrechten’.*²⁵⁷

De rechter overweegt vervolgens het volgende:

*‘aannemelijk is dat met de emissie primair zo niet uitsluitend beoogd werd, het welslagen van een door PGGM en PVM uit te brengen bod zo veel als mogelijk te bemoeilijken (...).’*²⁵⁸ *‘Dat Wereldhave, vanuit haar visie op de belangen van de vennootschap en die van haar aandeelhouders, gegronde reden had zich tegen een eventueel bod van PGGM en PVM actief te verzetten is door laatstgenoemden niet tegengesproken’.*²⁵⁹

Vervolgens wordt in rechtsoverweging 7.4 gemotiveerd uiteengezet waarom de vorderingen van PGGM c.s. niet kunnen worden toegewezen. Volgens de rechtbank kan de emissie voor PGGM c.s. niet als een verrassing worden gezien, omdat de meeste beursgenoteerde vennootschappen beschikken over oligarchische regelingen. Daarna wordt in de daarop volgende rechtsoverweging medegedeeld dat de emissie, afgewogen tegen de geopenbaarde doelstellingen van PGGM c.s., hen geen onevenredig nadeel hebben opgeleverd. De rechtbank wijst de vorderingen van PGGM c.s. dan ook af.²⁶⁰

Asko/Ahold

In 1990 heeft de Haarlemse voorzieningenrechter een uitspraak gedaan omtrent de uitgifte van beschermingsprefs in het conflict tussen de partijen Asko en Ahold.²⁶¹ In deze zaak ging het niet om een emissie door het bestuur, maar werden de beschermingsprefs geëmitteerd als gevolg van het uitoefenen van een optie door de speciaal hiervoor opgerichte stichting. Ahold had namelijk een beschermingsstichting opgericht en deze een optierecht gegeven ten aanzien van de emissie van beschermingsprefs. De stichting oefende haar optie uit ook daadwerkelijk uit op het moment dat Ahold dreigde te worden overgenomen door het Duitse Asko. Asko had

²⁵⁶ Deze vernietigingsgrondslag die thans bekend staat onder strijdigheid met de redelijkheid en billijkheid is neergelegd in art. 2:8 BW. Via art. 2:15 lid 1 sub a BW kan een besluit van een orgaan van een rechtspersoon worden vernietigd indien deze in strijd is met redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.

²⁵⁷ Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, WPNR 1985/5748 (PGGM/Wereldhave), r.o. 7.1.

²⁵⁸ Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, WPNR 1985/5748 (PGGM/Wereldhave), r.o. 7.2.

²⁵⁹ Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, WPNR 1985/5748 (PGGM/Wereldhave), r.o. 7.3.

²⁶⁰ Zie ook Perrick 2008, p. 140-142.

²⁶¹ Rb. Haarlem 12 juni 1990, NJ 1991, 554 (Asko/Ahold).

hiertoe besloten nadat de onderhandelingen over een (verregaande vorm van) samenwerking waren mislukt. Asko vorderde vernietiging van de gedelegeerde emissiebevoegdheid met het argument dat de emissiebevoegdheid niet de bevoegdheid tot verlening van een optie inhoudt. Deze vordering werd echter resoluut afgewezen met een verwijzing naar art. 2:96 lid 5 BW, inhoudende dat ook rechten op aandelen, zoals een optie tot emissie, vallen onder de ‘algemene’ emissiebevoegdheid. Bovendien oordeelde de rechtbank dat de daadwerkelijke uitoefening van de optie door de stichting niet als onrechtmatig kan worden gekwalificeerd, hetgeen Asko ook had aangevoerd. Deze vordering werd afgewezen met het argument dat Ahold en de stichting in redelijkheid konden oordelen dat Asko, met haar pakket aandelen Ahold, de continuïteit en de eigen identiteit van Ahold bedreigden. Om deze dreiging te neutraliseren is het uitoefenen van het optierecht van en door de stichting het aangewezen middel. Hierbij dient wel enige nuancering te worden geplaatst. De uitoefening van de optie is slechts geoorloofd indien ‘aan de daardoor geraakte belangen, afgewogen tegen de belangen die door de uitoefening worden beschermd, geen onevenredig nadeel wordt toegebracht’. De rechtbank oordeelde dat de uitoefening van de optie geoorloofd was, omdat uit de gedragingen van Asko een bedreiging kon worden afgeleid. De aanwezigheid van de potentiële dreiging had enerzijds te maken met het feit dat Asko een pakket van ongeveer 20% aan Ahold-aandelen bezat. Anderzijds had Asko diverse uitlatingen gedaan met de strekking dat zij het pakket zou aanwenden om haar visie door te drukken.²⁶²

Brill

Naar aanleiding van het voorgaande kan worden geconcludeerd dat op het moment dat de beschermingsprefs rechtsgeldig zijn geplaatst, de stichting het aan de aandelen verbonden stemrecht volledig (dus niet alleen ingeval van een overnamesituatie) mag uitoefenen. Bij deze uitoefening dient de stichting slechts rekening te houden met de voorwaarden zoals die zijn neergelegd in de optieovereenkomst.²⁶³ Deze regel is reeds in 1989 geconfirmeerd in het zogenoemde Brill-vonnis.²⁶⁴ In casu richtte een beurs-NV een stichting op waar zij haar cumulatief preferente aandelen kon plaatsen ten tijde van een vijandige overnamedreiging. Indien de stichting rechtsgeldig is opgericht kan zij haar stemrecht volledig uitoefenen, hetgeen betekent dat dit niet beperkt is tot overnamesituaties (‘oorlogstijd’).²⁶⁵ De stichting had in deze zaak tegen een motie van wantrouwen jegens de RvC gestemd, hetwelk niet in strijd werd geacht met het belang van de vennootschap.²⁶⁶

Auxinvest/GTI

Een andere uitspraak waarin preferente (beschermings)aandelen centraal stonden, is de uitspraak van de rechtbank in Utrecht inzake Auxinvest NV versus GTI.²⁶⁷ In dit vonnis ging het over de toelaatbaarheid van de emissie van preferente aandelen. Meer concreet nog; het was de vraag of de onafhankelijkheid en zelfstandigheid van GTI naar objectieve maatstaven

²⁶² Zie ook Ruygvoorn 2009, p. 161 en Raaijmakers 1995a, p. 142.

²⁶³ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p. 815-816.

²⁶⁴ Rb. ‘s-Gravenhage 23 mei 1989, KG 1989, 387 (Brill).

²⁶⁵ Rb. ‘s-Gravenhage 23 mei 1989, KG 1989, 387 (Brill), r.o. 3.4-3.5.

²⁶⁶ Rb. ‘s-Gravenhage 23 mei 1989, KG 1989, 387 (Brill), r.o. 3.7.

²⁶⁷ Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI). Zie ook Raaijmakers 1995a, p. 133-143.

werd bedreigd. De vennootschapsleiding van GTI meende van wel en had preferente aandelen uitgegeven om zich te beschermen tegen Auxinvest, die haar belang van 5% naar 32% had uitgebreid. Auxinvest stelde een gerechtelijke procedure in, omdat zij van mening was dat er geen sprake was van een dergelijke bedreiging en derhalve de vennootschapsleiding niet bevoegd was tot de emissie. In casu merkte de Rechtbank allereerst op dat het in beginsel geoorloofd is om beschermingsmaatregelen te nemen wanneer de zelfstandigheid en de onafhankelijkheid van de onderneming wordt bedreigd. Daarnaast stelde zij dat de emissie van preferente aandelen dient te worden beperkt tot uitzonderlijke omstandigheden. Vervolgens worden twee criteria geformuleerd waaraan voldaan moet zijn, wil een dergelijke uitgifte geoorloofd zijn. De criteria zijn luiden als volgt:

*‘degene tegen wie de maatregel zich richt moet blijk hebben gegeven van vijandige intenties gericht op het verwerven van zeggenschap tegen de zin van directie en raad van commissarissen van de doelwitvennootschap en de acties van de partij met vijandige bedoelingen moeten een bedreiging kunnen vormen voor de zelfstandigheid en onafhankelijkheid van de doelwitvennootschap’.*²⁶⁸

In deze zaak oordeelde de rechtbank dat was voldaan aan beide criteria, omdat bij een belang van 32%, welke zonder medeweten van GTI was verworven, aangenomen mag worden dat er sprake is van een bedreiging. De handhaving van de uitgifte van preferente aandelen was dus niet in strijd met de jegens eiseres in acht te nemen redelijkheid en billijkheid. Bovendien lijdt de partij met de vijandige bedoelingen (Auxinvest) door de emissie geen onevenredig nadeel.

Uni-Invest/Breevast

Daarnaast heeft de OK in 1999 nog een nadere invulling gegeven met betrekking tot de voorwaarden waaraan voldaan dient te worden bij de uitgifte van beschermingsprefs. In een geschil tussen Uni-Invest en Breevast is namelijk wederom vastgesteld dat de emissie beschermingsprefs pas mag plaatsvinden nadat het emissiebevoegde orgaan een zorgvuldige belangenafweging heeft gemaakt.²⁶⁹ Deze norm heeft de OK geconcretiseerd door te bepalen dat art. 2:8 BW eist dat de doelvennootschap minimaal bereid dient te zijn om kennis te nemen van de bedoelingen en intenties van de bidder.

Gucci/LVMH

In de zaak Gucci versus LVMH²⁷⁰ gaf de OK als vuistregel dat het de doelvennootschap in beginsel vrij staat een beleid te voeren dat erop gericht is zich te beschermen tegen een vijandige overname. De invoering van maatregelen om een dergelijke overname te voorkomen, is op zichzelf geen gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen (zie art. 2:350 BW). In casu was echter wel sprake van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen, hetgeen te maken had met de financiering van de uitgegeven aandelen aan een werknemersstichting, een zogenaamde *Employee Stock Ownership Plans* (hierna: *ESOPs*).²⁷¹

²⁶⁸ Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI), r.o. 5.6.

²⁶⁹ Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999/89 (Uni-Invest/Breevast), r.o. 4.16.

²⁷⁰ Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *NJ* 2001, 224 (LVMH/Gucci), r.o. 4.2.

²⁷¹ Bij ESOPs worden werknemers, kort gezegd, mede-eigenaar van de vennootschap.

De financiering van deze *ESOPs* was in strijd met het bepaalde in art. 2:98b en 2:98c BW en bovendien oordeelde de OK dat Gucci de *ESOPs* had ingezet om ten detrimente van de overige aandeelhouders de zeggenschap van LVMH te beperken.²⁷² De OK overwoog in rechtsoverweging 4.4 het volgende:

*‘dat het ter voorkoming van de door Gucci niet gewenste zeggenschap van LVMH (...) uitgeven van aandelen aan de Stichting, terwijl die aandelen zijn gefinancierd met een lening van Gucci, op gespannen voet staat met het bepaalde in de artikelen 2:98b en 2:98c van het BW, met name omdat het financiële belang van de werknemers bij de door de Stichting gehouden aandelen in geen enkele aanvaardbare verhouding staat tot de waarde van de gefinancierde aandelen zelf. De omstandigheden waaronder en de wijze waarop het ESOP is ingesteld maken duidelijk dat het ESOP niet is bedoeld als een regeling die het deelnemen van werknemers in het kapitaal van de vennootschap in wier dienst zij zijn aanmoedigt en faciliteert (zoals uitgangspunt is van art. 2:98c BW), maar als middel om de zeggenschap van LVMH te neutraliseren’.*²⁷³

De OK oordeelt, kort gezegd, dat in de gegeven omstandigheden het *ESOP* niet overeenkomstig het wettelijke vastgelegde doel wordt toegepast. Een dergelijke toepassing van het *ESOP* is onaanvaardbaar en kan vervolgens worden gekwalificeerd als een gegronde reden om aan een juist beleid van Gucci te twijfelen. In dit vonnis is tevens bepaald dat de vennootschapsleiding verplicht is om de voornemens van de bieder te bestuderen, met hem in overleg te treden en eventueel te onderhandelen om zodoende overeenstemming te bereiken.²⁷⁴ Dit is in latere jurisprudentie nogmaals bevestigd, zij het in een ietwat andere formulering.²⁷⁵

RNA

Een belangrijke uitspraak inzake de normering van het bestuurlijk handelen in vijandige overnamesituaties is gegeven in de RNA-zaak,²⁷⁶ waarvan de belangrijkste conclusies uitvoerig zullen worden besproken. Het betrof hier een overnamestrijd tussen Rodamco North America (hierna: RNA) en een concurrerend Australisch concern genaamd Westfield European Investments Pty Ltd. (hierna: Westfield). RNA was een beleggingsmaatschappij in onroerend goed met een veranderlijk kapitaal in de zin van art. 2:76a BW. In 2001 verkoopt de inactieve minderheidsaandeelhouder ABP, dat destijds 30,5% van de aandelen in bezit had, bijna 24% van de uitstaande aandelen in RNA aan Westfield. Westfield koopt daarna op de beurs nog eens 1% van de uitstaande aandelen van RNA. Door deze transacties wordt Westfield plotsklaps de grootste aandeelhouder in RNA en heeft zij de facto feitelijke

²⁷² Steins Bisschop 2008, p. 17-18.

²⁷³ Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *NJ* 2001, 224 (LVMH/Gucci), r.o. 4.4. Zie over de Gucci-uitspraak onder andere Bartman/Dorresteyn 2009, p. 355 en De Groot 2004, p. 37-42.

²⁷⁴ Vgl. Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI).

²⁷⁵ Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178 (VEB/ABN AMRO) en Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

²⁷⁶ Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

zeggenschap over RNA.²⁷⁷ Niet veel later laat Westfield aan RNA weten dat het geen voornemens heeft om een openbaar bod uit te brengen. Westfield wil daarentegen haar bestaande activiteiten in Noord-Amerika samenvoegen met die van RNA en het beheer daarover voeren. Bovendien wenst zij het ontslag van het bestuur van RNA. Het bestuur van RNA ziet niets in het gepresenteerde plan van Westfield.²⁷⁸ Vervolgens dient Westfield een verzoek in bij RNA om een Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders (BAvA) te organiseren waarbij onder andere zou worden beslist over het ontslag van bestuurders en commissarissen van RNA. De hierop volgende reactie van RNA bestaat uit de emissie van gewone aandelen aan een speciaal daarvoor opgerichte stichting. In het algemeen wordt aangenomen dat de regels zoals die gelden voor de uitgifte van gewone aandelen naar analogie kunnen worden toegepast op de emissie van preferente (beschermings)aandelen.²⁷⁹ Het bestuur van RNA heeft eind september 2001 besloten om € 14,7 miljoen aandelen uit te geven tegen de nominale aandelenkoers (€ 8,- per aandeel). Daarenboven heeft het bestuur de stichting voorzien van een optierecht om tot een maximum van 41,2% van het totaal geplaatste kapitaal aandelen RNA te verwerven. Door deze emissie is het belang van Westfield aanzienlijk verwatert. Westfield verzoekt de OK om een onderzoek in te stellen naar de gang van zaken en het beleid van RNA, omdat zij van mening is dat er gegronde redenen bestaan om aan de juistheid van het beleid van RNA te twijfelen.²⁸⁰ Het verzoek wordt gehonoreerd.

Nog voordat het onderzoek van de OK is afgerond, wordt er overeenstemming bereikt tussen RNA en Westfield. Westfield neemt samen met twee andere partijen RNA in zijn totaliteit over door middel van een passiva-activa transactie. Desalniettemin loopt het onderzoek van de OK gewoon door en op 22 maart 2002 presenteert de OK haar bevindingen.²⁸¹ Hieruit blijkt, kort gezegd, dat er sprake is van wanbeleid doordat RNA heeft gehandeld in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemingsschap. De onderzoekers stelden onder andere dat de oprichting van de stichting en de uitgifte van aandelen hieraan in beginsel is toegestaan, mits deze emissie bedoeld is om een status quo te realiseren.²⁸² Hierbij dient rekening te worden gehouden met de belangen van alle aandeelhouders en bovendien mag er geen onderscheid worden gemaakt tussen – groepen van – aandeelhouders. Dit was in casu niet het geval volgens de OK, omdat (i) de emissie met name bedoeld was om RNA definitief buiten de deur te houden en (ii) RNA onvoldoende heeft gedaan om in overleg te treden met Westfield en laatstgenoemde tevens onvoldoende gelegenheid heeft geboden om haar visie kenbaar te maken aan de overige aandeelhouders .

²⁷⁷ Mede vanwege het aandeelhoudersabsenteïsme.

²⁷⁸ Vestering 2002, p. 70.

²⁷⁹ Nieuwe Weme 2007, p. 160. Zie ook Winters, Van de Weert & De Bel 2003, p. 138 en de noot van Maeijer onder de RNA-beschikking in NJ 2003, 286, nr. 2.

²⁸⁰ Zie ook Vestering 2002, p. 70-74.

²⁸¹ Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (RNA).

²⁸² Daarnaast voerde de OK aan dat het aanzienlijk uitbreiden van de (financiële) rechten en aanspraken van het RNA-management in geval van een wijziging in de zeggenschapsverhoudingen binnen RNA, gekwalificeerd kan worden als wanbeleid.

RNA kan zich niet vinden in het oordeel van de OK en stelt cassatie in. De Hoge Raad overweegt in rechtsoverweging 3.7 het volgende:

‘(...) dat onder bepaalde omstandigheden het gebruik van een beschermingsmaatregel zoals de onderhavige gerechtvaardigd kan zijn indien deze maatregel noodzakelijk is onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.²⁸³ (...) Voorts moet uitgangspunt zijn dat de vraag of een dergelijke maatregel gerechtvaardigd is, moet worden beantwoord aan de omstandigheden van het geval. Daarbij zal met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de vennootschap die doelwit is van een poging tot overname, in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen de status quo te handhaven, en aldus te voorkomen dat – zonder voldoende overleg – wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van het bestuur van de vennootschap niet in het belang zouden zijn van de onderneming of van degenen die bij de onderneming betrokken zijn’.

Naar aanleiding van bovenstaande rechtsoverweging kan worden geconcludeerd dat het bestuur in beginsel beschermingsconstructies mag nemen indien de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en belangen van de daarbij betrokkenen in het geding zijn. Dat dit het geval is bij een openbaar bod lijkt mijns inziens niet meer dan logisch. Van Ginneken concludeert echter ook dat dit het geval is indien activistische aandeelhouders de strategie van de vennootschap trachten te wijzigen.²⁸⁴ Deze, naar mijn mening terechte conclusie, baseert hij op het feit dat er in het RNA-arrest ook geen sprake was van een vijandige overname in de vorm van een openbaar bod. In casu was sprake van aandeelhoudersactivisme en de Hoge Raad oordeelde dat, onder de eerder genoemde vereisten, beschermingsconstructies mogen worden ingezet.

Voorts stelt de Hoge Raad in diezelfde rechtsoverweging dat de beschermingsmaatregel niet voor onbepaalde tijd gehandhaafd mag worden. Het antwoord op de vraag of en voor hoe lang het nemen van beschermingsmaatregelen gerechtvaardigd is, zal als maatstaf moeten gelden”

‘of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname. Of dit het geval is, kan pas na verloop van enige tijd worden beoordeeld, omdat het niet alleen aankomt op de eerste reactie van het bestuur (...), maar vooral ook op het beleid dat het bestuur in verband met, en in gevolg op, het creëren van een status quo heeft gevoerd en op de zorgvuldige afweging van de betrokken belangen op grond van een

²⁸³ Dit is in lijn met het uitgangspunt dat de Hoge Raad twee jaar eerder heeft geformuleerd in het arrest Gucci/LVMH.

²⁸⁴ Van Ginneken 2010, p. 422.

beoordeling van feiten en omstandigheden die aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn.²⁸⁵

Deze open norm wordt voor een klein gedeelte nader ingevuld door de laatste zin van rechtsoverweging 3.7 waarin de Hoge Raad stelt dat zowel de minderheidsaandeelhouders als andere aandeelhouders voldoende dienen te worden geïnformeerd over de wederzijdse standpunten. Daarnaast kunnen de hoeveelheid uit te geven aandelen en de mate van volstorting van deze aandelen een relevante factor zijn voor de invulling van het proportionaliteitsvereiste.

Recapitulerend op de voorgaande alinea kan uit het RNA-arrest een aantal stappen worden onderscheiden die gebruikt kunnen worden bij de beoordeling of een bepaalde beschermingsmaatregel, waaronder beschermingsprefs, in de gegeven omstandigheden gerechtvaardigd is.²⁸⁶ Ten eerste moet er sprake zijn van een reële bedreiging. Uit de al eerder besproken jurisprudentie²⁸⁷ en uit de formulering van rechtsoverweging 3.7 van het RNA-arrest kunnen twee soorten bedreigingen worden gedestilleerd. Ten eerste kan het gaan om een bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap. Daarnaast kan er ook sprake zijn van een bedreiging van de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen. Indien er sprake is van een reële bedreiging, hetgeen gezien dient te worden als een relatief lage drempel, kan een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd zijn. Vervolgens moet worden beoordeeld of de beschermingsconstructie ook daadwerkelijk gerechtvaardigd is, dit in het licht van de specifieke omstandigheden van het geval. Volgens de Hoge Raad dient er sprake te zijn van een adequate en proportionele reactie van het bestuur van de doelvennootschap, maar wat dit exact inhoudt, blijkt niet uit het arrest.²⁸⁸ Bij het proportionaliteitsvereiste, welke tevens wordt aangeduid als het evenredigheidsbeginsel, gaat het hoofdzakelijk over een redelijke afweging van belangen en een proportionele reactie daarop.²⁸⁹ De rechter dient deze vorm van toetsing echter terughoudend toe te passen, omdat de in het geding zijnde belangen van de betrokken partijen vaak niet eenvoudig met elkaar te vergelijken zijn. Vandaar dat in dit verband ook wel wordt gesproken van marginale toetsing. De Hoge Raad heeft in het

²⁸⁵ Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7. Zie ook Van Ginneken 2010, p. 51, Winters/Van de Weert & De Bel 2003, p.135-137. Vgl. Stevens 2008, p. 223-227.

²⁸⁶ Vgl. Nieuwe Weme 2007, p. 160-161. Nieuwe Weme noemt twee situaties waarin beschermingsprefs mogen worden geëmitteerd. Ten eerste zijn beschermingsprefs zijn toegestaan indien de vennootschap onvoldoende overleg heeft kunnen voeren met de onwelgevallige bieder, met haar eigen aandeelhouders en met eventuele andere overnamekandidaten. Daarnaast is de uitgifte van beschermingsprefs ook geoorloofd in het geval de overname niet in het belang van de onderneming is.

²⁸⁷ Zie Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999/89 (Uni-Invest/Breevast), Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI), Rb. Haarlem 12 juni 1990, *NJ* 1991, 554 (Asko/Ahold), Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, *WPNR* 1985/5748 (PGGM/Wereldhave) en Hof Amsterdam 1 april 1971, *NJ* 1972, 428 (Reiss/Immofarm).

²⁸⁸ Kleyen 2009, p. 224. Zie ook Van Ginneken 2010, p. 442-453 waarin enkele elementen worden genoemd die een rol kunnen spelen bij de vraag of een ingezette beschermingsconstructie als adequaat en proportioneel kunnen worden beschouwd.

²⁸⁹ Van Ginneken 2010, p. 438-440.

RNA-arrest wel aangegeven dat het voor onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsconstructie ongeoorloofd (lees: disproportioneel) is.²⁹⁰

De Hoge Raad gaat, mijns inziens geheel terecht, niet mee in het oordeel van de OK dat de door RNA getroffen maatregel bedoeld was om Westfield definitief buiten de deur te houden. De Hoge Raad stelt namelijk dat deze maatregel na verloop van tijd ongedaan zou kunnen worden gemaakt en derhalve kan er geen sprake zijn van een definitieve (lees: niet-tijdelijke) maatregel. Bovendien zou in een later stadium nog overeenstemming kunnen worden bereikt tussen RNA en Westfield, hetgeen in de praktijk ook is gebeurd.²⁹¹ Het argument dat RNA onvoldoende overleg zou hebben gepleegd met Westfield kan geen stand houden, want uit de processtukken blijkt dat er voortdurend overleg is gevoerd tussen beide partijen.²⁹² De Hoge Raad vernietigt dan ook de beschikking van de OK.

Stork

Een andere zaak die veelvuldig is besproken, in zowel de media als in de rechtsliteratuur,²⁹³ is de uitspraak van de OK inzake Stork.²⁹⁴ Net als in de RNA-zaak betrof het geen vijandige overname in de vorm van een openbaar bod, maar wenste de vennootschapsleiding van Stork ongewenste (aandeelhouders)invloeden te weren door het initiëren van een beschermingsmaatregel. Stork is een structuurvennootschap welke eind 2002 met succes, hetgeen ook door de OK expliciet wordt onderkend, een strategiewijziging heeft doorgevoerd.²⁹⁵ Desalniettemin waren de *hedge funds*, Centaurus en Paulson (hierna: Centaurus c.s.), van mening dat de doorgevoerde strategiewijziging nog niet finaal genoeg was. Centaurus c.s. beschikte op een gegeven moment over meer dan 30% van de uitstaande aandelen van Stork.²⁹⁶ Diverse onderhandelingen tussen de vennootschapsleiding van Stork en *hedge funds* over een mogelijke strategiewijziging liepen op niets uit, waarna Centaurus c.s. een BAvA initieert. De belangrijkste agendapunten van deze BAvA waren: (i) het voorstel tot het opzeggen van het vertrouwen in de RvC²⁹⁷ door de AvA op de voet van art. 2:161a BW en (ii) het voorstel tot een dermate wijziging van de statuten waarbij de bevoegdheid van de vennootschapsleiding van Stork aanzienlijk werd begrensd aangaande acquisities, desinvesteringen en fusies. De stichting Stork ging vervolgens over tot het nemen van beschermingsmaatregelen in de vorm van het uitoefenen van het aan haar toegekende

²⁹⁰ Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7. Zie ook Kleyn 2009, p. 224.

²⁹¹ Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.9.

²⁹² Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.10-3.11.

²⁹³ Raaijmakers 2007, p. 346-353.

²⁹⁴ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork).

²⁹⁵ De koers van een aandeel Stork steeg van € 5,80 eind 2002 naar € 39,84 eind 2006.

²⁹⁶ De verplicht bod-regeling was op dat moment nog geen geldende wet. De verplicht bod-regeling is namelijk ingevoerd door de Wet van 24 mei 2007 betreffende het openbaar overnamebod en in werking getreden op 28 oktober 2007. Toch zou op verzoek van een van de partijen een richtlijn conforme interpretatie gevraagd kunnen worden en hierdoor zou Centaurus c.s. alsnog verplicht zijn om een openbaar bod uit te brengen. Doordat Centaurus c.s. echter mede deelde dat zij meer dan 30% van de uitstaande aandelen van Stork in bezit had, kon zij een beroep doen op een vrijstellingsregeling. Bij de inwerkingtreding van het wetsvoorstel is bestaand aandelen bezit boven de 30% namelijk vrijgesteld van de plicht om een openbaar bod uit te brengen. Zie het persbericht van Eumedion van 18 september 2006 verkrijgbaar op (<www.eumedion.nl>).

²⁹⁷ Vgl. Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

optierecht ten aanzien van beschermingsprefs. Centaurus c.s. stapte hierop naar de OK met een enquêteverzoek en bovendien verzocht zij, als onmiddellijke voorziening, schorsing van het stem- en dividendrecht van de stichting Stork. De OK honoreert het verzoek van Centaurus c.s. omdat er al geruime tijd geen sprake meer was van gezonde verhoudingen, hetgeen vervolgens heeft geleid tot een impasse die zonder onderzoek waarschijnlijk tot gevolg zou hebben dat de verstoorde verhoudingen voor onbepaalde tijd zouden blijven bestaan.²⁹⁸ Bovendien lijkt de emissie van beschermingsprefs strijdig te zijn met de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW, aldus Van Brunschot.²⁹⁹

Bij de bespreking van het oordeel van de OK beperkt de auteur zich tot de meest relevante aspecten van deze uitspraak met betrekking tot de uitgifte van beschermingsprefs.³⁰⁰ De OK vraagt zich af of de optiebevoegdheid rechtsgeldig is uitgeoefend en stelt het volgende:

*'het in stelling brengen van de als bescherming tegen een vijandige overname of een vijandige overval in het leven geroepen mogelijkheid van uitgifte van preferente aandelen komt immers voorshands voor in strijd te zijn met de redelijkheid en billijkheid die ingevolge artikel 2:8 BW³⁰¹ door een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken (onder wie onderscheidenlijk waaronder in het onderhavige geval de stichting moet worden begrepen) in acht moet worden genomen en staat op gespannen voet met (...) het wettelijke structuurregime met betrekking tot de rechten en bevoegdheden van houders van aandelen in ter beurze genoteerde vennootschappen en met hetgeen dienaangaande is neergelegd in de Nederlandse corporate governance code van 9 december 2003'.*³⁰²

Resumerend op het bovenstaande komt het er in feite op neer dat de optie niet mag worden uitgeoefend met de bedoeling om de rechten van de aandeelhouders te beperken. Daarnaast oordeelt de OK dat de optie niet is uitgeoefend op de gronden waarvoor het daadwerkelijk bedoeld is, een vijandige overname, en dat een dergelijke maatregel de uitoefening van de rechten van aandeelhouders permanent illusoir kunnen maken. Bovendien merkt de OK op dat beschermingsmaatregelen slechts van tijdelijke aard mogen zijn. De OK concludeert vervolgens dat er sprake is van wanbeleid, omdat er een dusdanige verstoring van de relatie

²⁹⁸ Wat mij bevreemdt is dat het verzoek van Stork om het handelen van de *hedge funds* ook te onderzoeken, wordt geweigerd door de OK met als reden dat een onderzoek 'naar de interne huishouding' van de *hedge funds* het kader van een enquête te buiten gaat. Ten eerste bestond er namelijk twijfel of de *hedge funds* hun meldingsplicht juist waren nagekomen. Later komt de OK uiteindelijk tot het oordeel dat er sprake is van wanbeleid, omdat er sprake is van ernstig verstoorde verhoudingen. Een conclusie waarbij het gedrag van de *hedge funds* niet is onderzocht, terwijl het communicatieproces tussen de vennootschapsleiding en de *hedge funds* de reden was om tot het zojuist genoemde oordeel te komen.

²⁹⁹ Van Brunschot 2008, p. 269.

³⁰⁰ Zie over de uitspraak onder meer Van Ginneken 2010, p. 51-56, Raaijmakers 2007, p. 346-353, Landkroon 2007, p. 26-28, Kroeze & Verbrugh 2007, p. 434-441 en De Jongh 2007, p. 34-43.

³⁰¹ Dit is mijns inziens niet in lijn met de RNA-uitspraak van de Hoge Raad waar is uitgemaakt dat beschermingsmaatregelen in beginsel zijn toegestaan, mits noodzakelijk voor de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de daarbij betrokkenen. Zie Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

³⁰² Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork), r.o. 3.5.

tussen beide partijen is ontstaan dat niet langer gesproken kan worden van gezonde verhoudingen. Sanering en herstel van die verhoudingen is van eminent belang en hierbij komt aan de RvC een bemiddelende rol toe, aldus de OK.³⁰³ Deze aan de RvC toegedichte bemiddelende rol is later door de Hoge Raad in het nog te bespreken ASMI-arrest uitdrukkelijk van de hand gewezen.³⁰⁴ De constatering dat er sprake is van ongezonde verhoudingen is voor de OK al voldoende reden om te twijfelen aan een juist beleid bij Stork.

‘Ten slotte kan er in dit verband niet aan worden voorbijgegaan dat beschermingsconstructies als de onderhavige in beginsel niet verder kunnen strekken dan het bestuur en de raad van commissarissen gedurende een zekere tijd de gelegenheid geven zich te vergewissen van de voornemens van een aandeelhouder die overwegende zeggenschap wenst te verkrijgen en met hem te kunnen overleggen over diens opvattingen omtrent het door hem wenselijk geachte beleid en daarover met de medeaandeelhouders te (kunnen) overleggen alsmede om alternatieven te onderzoeken. In de onderhavige zaak is die gelegenheid ruimschoots aanwezig geweest en ook - zij het zonder dat dienaangaande overeenstemming of resultaat is bereikt - benut.’³⁰⁵

Ten aanzien van de beschermingsprefs oordeelt de OK, mijns inziens enigszins rigoureuus, dat deze dienen te worden ingetrokken.³⁰⁶ Vanuit deze optiek lijkt het uit te draaien op een finale overwinning voor de *hedge funds*, doch niets is minder waar. Niettegenstaande het hierboven vermeldde, verbiedt de OK de BAvA met de argumentatie dat het door Stork gevoerde beleid deugdelijk en op goede argumenten is gebaseerd. Dit kan men niet stellen van de door Centaurus c.s. voorgestelde plannen. Indien de OK de BAvA niet zou hebben verboden, dan zou dit kunnen leiden tot een gedwongen, op onzorgvuldige wijze gepresenteerde, strategiewijziging.³⁰⁷

Relatie RNA versus Stork

Vooraleer verder te gaan met de bespreking van de overige relevante recente jurisprudentie wordt getracht een verband te leggen tussen de conclusies die kunnen worden getrokken uit de uitspraken in RNA en Stork. Na de bespreking van de hierboven genoemde arresten kan namelijk een interessante vraag worden gesteld, namelijk: waarom heeft de OK de door de Hoge Raad ontwikkelde RNA-norm niet toegepast bij de Stork-casus? Van Lier³⁰⁸ constateert dat er een omslag heeft plaats gevonden in de benadering van de OK ten aanzien van de

³⁰³ Wellicht heeft de OK hiertoe besloten heeft door het bepaalde in art. 2:140 lid 2 BW. Hierin is beschreven dat de RvC zich bij de vervulling van hun taak zich dient te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Een ander argument voor de toedichting van een bemiddelende rol aan de RvC heeft de OK mogelijk gezien in de NCGC in de zin van *best practice*-bepaling III.1.6 onder f.

³⁰⁴ Zie Hoge Raad 9 juli 2010, JOR 2010/228 (ASMI).

³⁰⁵ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), r.o. 3.12.

³⁰⁶ Centaurus c.s. verzochten de OK om een voorlopige voorziening, waarbij het stemrecht van de preferente beschermingsaandelen zou worden geschorst. In plaats van dit verzoek in te willigen beveelt de OK tot algehele intrekking van de beschermingsprefs.

³⁰⁷ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), r.o. 3.20.

³⁰⁸ Van Lier 2007, p. 76-77.

toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. In het RNA-arrest deze in beginsel gerechtvaardigd, indien zij noodzakelijk waren met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn. Terwijl in de Stork-casus de OK in rechtsoverweging 3.5 stelt dat de uitgifte van beschermingsprefs tegen een vijandige overname ‘voorshands’ voorkomt in strijd met de eisen van de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW. Van Lier stelt zich dan ook op het standpunt dat beschermingsmaatregelen thans op voorhand ongeoorloofd dienen te worden geacht wegens strijd met art. 2:8 BW. Van deze regel kan alleen worden afgeweken indien het in het leven roepen van beschermingsconstructies noodzakelijk is voor de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.

Met bovenstaand standpunt van Van Lier ben ik het niet eens. In zowel RNA als Stork wilde aandeelhouders een strategiewijzing realiseren. Westfield trachtte dit te bereiken door het ontslag van de gehele vennootschapsleiding, terwijl bij Stork de aandeelhouders het ontslag van de RvC voldoende achtten om het gewenste doel (strategiewijziging) te bewerkstelligen. Bij RNA was er sprake van een reële dreiging door feitelijke controle van Westfield in de AvA en dit vormde de rechtvaardiging voor de inzet van een beschermingsmaatregel. De Stork-casus toont veel overeenkomsten met de RNA-zaak. In Stork werd de dreiging met ontslag van de RvC zonder het uitbrengen van een openbaar bod niet gezien als een reële dreiging, aldus de OK. Zij motiveert dit standpunt door te stellen dat Stork de kans en tijd heeft gehad om in overleg te treden met de *hedge funds*, deze tijd ook heeft benut, zij het zonder overeenstemming te bereiken. Daarnaast acht de OK de beschermingsprefs niet toelaatbaar, omdat ze de uitoefening van het ontslagrecht ex art. 2:161a BW permanent illusoir (kunnen) maken. Deze stelling is naar mijn mening onjuist, want beschermingsprefs zijn slechts een tijdelijke maatregel die het bestuur en de RvC, middels het creëren van een status quo, de mogelijkheid bieden om tijd te winnen voor verder overleg. Overigens is het nog steeds mogelijk voor de aandeelhouders om hun stem uit te brengen, zij het dat het effect hiervan aanzienlijk is gereduceerd.³⁰⁹ Verder memoreert de auteur nog aan het vonnis van de Haagse rechtbank inzake Brill. Hierin is bepaald dat een beschermingsstichting die rechtsgeldig is opgericht haar stemrecht volledig kan uitoefenen, hetgeen betekent dat dit niet beperkt is tot overnamesituaties. Indien de OK de RNA-norm zou hebben toegepast, dan zou, gezien de omstandigheden,³¹⁰ de conclusie moeten luiden dat er sprake is van een reële dreiging namelijk het doen vervangen van de gehele RvC met als uiteindelijk doel het wijzigen van de strategie. Door het feit dat het in Stork ging om een structuurvennootschap kan mijns inziens juist nog sneller worden gesproken van een reële bedreiging bij een eventueel ontslag van de RvC, omdat dit onafhankelijke orgaan in het structuurregime een dominantere positie inneemt dan een ‘gewone’ RvC (zie paragraaf 3.6). Het is mij niet duidelijk waarom de OK niet heeft gekozen voor een consequente toepassing van de RNA-norm, zeker nu de rechtszekerheid op dit gebied een groot goed is.

³⁰⁹ Zie ook Van Ginneken 2010, p. 455.

³¹⁰ Centaurus c.s. had een groter aandelenbelang in Stork (meer dan 30%) dan Westfield in RNA (± 25%).

Biwater Investments/Cascal NV

Tenslotte zullen de twee meest recente uitspraken worden besproken die relevant zijn voor de emissie van beschermingsprefs. De OK heeft in haar beschikking van 16 juni 2010 inzake Biwater Investments Ltd. versus Cascal NV³¹¹ uitspraak gedaan over de emissie van aandelen na een openbaar bod. In casu was het bestuur van mening dat het openbaar bod een te lage waarde vertegenwoordigde. Om die reden had zij dan ook besloten om aandelen uit te geven als beschermingsconstructie en op die manier het openbare bod te frustreren. Een dergelijke emissie was volgens de OK niet te rechtvaardigen. De OK overweegt in rechtsoverweging 3.11 daarover het volgende:

‘de vorenstaande rechtsoverwegingen leiden tot het oordeel dat de hoogte en structuur van het bod Cascal onvoldoende rechtvaardiging bieden om zich door middel van een aandelenemissie tegen een mogelijk - naar het oordeel van de Ondernemingskamer niet unfair - bod te verzetten’.

Zoals al eerder is vermeld, wordt aangenomen dat regels inzake de emissie van gewone aandelen van overeenkomstige toepassing zijn op de uitgifte van beschermingsprefs. Mijns inziens kan uit het oordeel van de OK in bovenstaande beschikking een (minimale) beperking worden gezien ten aanzien van de effectiviteit van beschermingsprefs.

ASMI

Vrij recentelijk is er ook een uitspraak gedaan door de Hoge Raad waarbij beschermingsprefs een voorname rol hebben gespeeld. Het ging in dit geval om een langlopend conflict tussen de vennootschapsleiding van ASM International (hierna: ASMI) en een aantal van haar aandeelhouders.³¹² In deze zaak stelden een aantal *hedge funds*, met name Hermes en Fursa (hierna: Hermes c.s.), zowel een strategiewijziging als een corporate governance wijziging voor. De *hedge funds* wilden de strategiewijziging realiseren door afsplitsing van een belangrijk deel van de activiteiten van ASMI. Daarnaast hadden de *hedge funds* kritiek geuit op de corporate governance ten aanzien van de benoemingsprocedure voor bestuurders en commissarissen.³¹³ Met name de dominante positie van de oprichter (Del Prado sr.) en zijn zoon (Del Prado jr.) was een doorn in het oog van Hermes c.s. Laatstgenoemd conflictpunt wordt gedeeltelijk opgelost door de benoemingsprocedure voor bestuurders en commissarissen in lijn te brengen met de NCGC. Om de conflicten omtrent de strategie aan te pakken, wordt door Hermes c.s. een team van deskundigen samengesteld om bepaalde activiteiten van ASMI te ‘revitaliseren’. De door het team van deskundigen gepresenteerde plannen komen in grote mate overeen met hetgeen ASMI voor ogen had. ASMI is dan ook bereid om de deskundigen aan zich te binden als adviseurs van de vennootschap. Dit is voor Hermes c.s. echter niet voldoende, omdat zij willen dat de deskundigen worden toegevoegd aan het managementteam van ASMI en om dit te bewerkstelligen wordt een voorstel

³¹¹ Hof Amsterdam (OK) 16 juni 2010, *LJN* BM8198 (Biwater Investments Ltd./Cascal NV).

³¹² Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI/Hermes c.s.). Zie over deze uitspraak ook De Ruijter & Bouchez 2010, p. 131-134.

³¹³ Hermes c.s. wil dat de corporate governance inzake de benoeming van bestuurders en commissarissen in overeenstemming wordt gebracht met *best practice*-bepaling IV.1.1 van de NCGC 2008.

geagendeerd in de AvA van mei 2008. De stichting Continuïteit ASMI reageert hierop door haar optie op beschermingsprefs uit te oefenen. De OK verbiedt echter de AvA van ASMI om over de aandeelhoudersvoorstellen te besluiten en beveelt de partijen om verder te onderhandelen.³¹⁴ Deze onderhandelingen lopen echter spaak. Nadat deze storm enigszins is gaan liggen,³¹⁵ wordt tijdens een AvA in 2009 het voorstel gedaan tot intrekking van de uitstaande beschermingsprefs en de verlening van een nieuwe optie aan de stichting. De intrekking van de uitstaande beschermingsprefs is een voorwaardelijk agendapunt waar alleen over zal worden gestemd, indien besloten wordt tot de verlening van een nieuw optierecht aan de stichting. Ook hier intervenueert de OK, wederom op verzoek van Hermes c.s., door de stichting te verbieden om deel te nemen aan de besluitvorming inzake de verlening van het optierecht.³¹⁶ Desalniettemin worden de uitstaande beschermingsprefs ingetrokken en wordt een nieuw optierecht verleend. Vervolgens wordt er, na de mislukking van een laatste onderhandelingspoging, en op verzoek van Hermes c.s., een enquêteonderzoek gestart om te onderzoeken of er mogelijk sprake is van wanbeleid bij ASMI. De OK concludeert dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. De OK baseert haar oordeel, kort gezegd, op (i) het tekortschieten van de RvC, onder meer in zijn bemiddelende rol, (ii) twijfel aan de rechtsgeldigheid van de optie en (iii) twijfel aan de juiste taakopvatting van de stichting bij en na de uitoefening van de optie, waarbij de stichting volgens de OK door de uitoefening van de optie als medebeleidsbepaler heeft te gelden. Ten aanzien van de punten genoemd onder (i) en (ii) stelt Hermes c.s. dat het optierecht, welke in 1996 is verleend, slechts een looptijd kan hebben van vijf jaar en dat het uitsluitend gebruikt kan worden als bescherming tegen een vijandige overname. Gezien het feit dat de looptijd ruimschoots is overschreden en er geen sprake was van een vijandige overname zou ASMI de bepaling uit de optieovereenkomst hebben geschonden. De OK twijfelt of de stichting de uitoefening van haar optierecht wel heeft gebruikt overeenkomstig het doel waarvoor deze in eerste instantie is bedoeld, namelijk het creëren van een status quo.³¹⁷ Tegen deze beschikking van de OK wordt cassatie ingesteld door Del Prado Sr. en de stichting.³¹⁸

De Hoge Raad is het fundamenteel oneens met de OK. De Hoge Raad oordeelt, kort gezegd, dat het bepalen van de strategie een aangelegenheid is van het bestuur en dat deze niet verplicht is om in overleg te treden met aandeelhouders of de gehele AvA.³¹⁹ Indien één of meerdere aandeelhouders zich moeilijk dan wel geheel niet kunnen verenigen met het door de vennootschapsleiding gevoerde beleid kan dit te nimmer de verplichting met zich meebrengen dat de vennootschapsleiding gehouden is om op de zienswijze van eerstgenoemde te reageren.³²⁰ Kortom: een meningsverschil tussen partijen betekent niet dat er automatisch

³¹⁴ Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (ASMI).

³¹⁵ Er was in de tussentijd veel veranderd in de samenstelling van aandeelhouders.

³¹⁶ Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 (ASMI I).

³¹⁷ Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009/254 (ASMI II).

³¹⁸ Zie Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI).

³¹⁹ Vgl. Hoge Raad 21 januari 1995, *NJ* 1959, 43 (Forumbank). In deze zaak oordeelde de Hoge Raad, kort gezegd, dat de aandeelhoudersvergadering wettelijke en statutaire vastgelegde bevoegdhedenverdeling dient te respecteren. Kortom: de aandeelhoudersvergadering kan geen bindende aanwijzingen geven aan het bestuur.

³²⁰ Van Ginneken 2010, p. 68.

sprake is van een defensieve en gesloten houding van de vennootschapsleiding jegens Hermes c.s.³²¹ Daarnaast kan de RvC niet verplicht worden tot een bemiddelende rol, omdat dit niet uit de wet (art. 2:140 BW) noch uit de NCGC voortvloeit.³²² Dat wil echter nog niet zeggen dat de RvC niet bemiddelend kan optreden. Het lijkt er op dat de Hoge Raad zich bij haar oordeel heeft aangesloten bij de conclusie van Advocaat-Generaal Timmerman. Laatstgenoemde stelt dat de RvC zelf dient te beslissen of bemiddeling in de gegeven omstandigheden gewenst is.³²³ In bepaalde situaties zal dit kunnen leiden tot een bemiddelende rol, doch hoeft dit niet altijd het geval te zijn. De Hoge Raad stelt wel dat op grond van het bepaalde in *best practice*-bepaling III.1.6 sub f van de NGCC de RvC op initiatief van de aandeelhouders kan worden verzocht om bemiddelend op te treden en dan dient zij ‘adequaat’ te handelen. Niettegenstaande het voorgaande kan de RvC niet verplicht worden tot actieve bemiddeling, omdat dit conflicteert met de beleidsvrijheid van dit orgaan.³²⁴

Wat betreft de beschermingsprefs oordeelt de Hoge Raad dat de uitoefening van het optierecht door de stichting niet het beleid van ASMI betreft en om die reden kan de stichting niet gezien worden als medebeleidsbepaler.³²⁵ Betreurenswaardig is het feit dat de Hoge Raad niet is toegekomen aan de beoordeling van de OK over het vermeende strijdige gedrag van de stichting ten aanzien de uitoefening van haar optierecht met het doel waarvoor deze bedoeld is. De OK oordeelde, kort gezegd, dat de stichting zich onafhankelijk diende op te stellen bij de uitoefening van haar optierecht. Hiervan was geen sprake, omdat niet kan worden uitgesloten dat de stichting de vennootschapsleiding van ASMI de hand boven het hoofd heeft gehouden, aldus de OK. Een dergelijke handeling zou strijd opleveren met het doel van het optierecht.³²⁶

§ 4.7 Juridische houdbaarheid

Met name Steins Bisschop en Schwarz stellen dat de emissie van beschermingsprefs vanuit een juridische optiek onhoudbaar is. Zij baseren deze, mijns inziens, toch ietwat shockerende stelling op basis van een aantal argumenten welke hieronder zullen worden beschreven. Daarnaast zullen ook tegenargumenten worden benoemd die in meer of mindere mate het standpunt van Steins Bisschop en Schwarz verzwakken.

Het eerste argument heeft te maken met de eigenschappen van beschermingsprefs. Een beursgenoteerde onderneming kan een optierecht verlenen op de bevoegdheid tot uitgifte van beschermingsprefs aan een speciaal daartoe opgerichte stichting. Beschermingsprefs geven slechts recht op een beperkt dividend, hetgeen doorgaans is gekoppeld aan de rente die betaald dient te worden aan de kredietgevende instelling die de emissie financiert. Bovendien geven de aandelen geen recht op een eventueel liquidatieoverschot. Per saldo bestaat er dus de

³²¹ Zie Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI), r.o. 3.4.29.

³²² Vgl. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork). Zie ook art. 2:140 lid 2 BW.

³²³ Conclusie van Advocaat-Generaal Timmerman bij Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI). Zie ook Huisman 2011, p. 2.

³²⁴ Vgl. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, p.602.

³²⁵ Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI), r.o. 3.7.28.

³²⁶ Van Ginneken 2010, p. 456.

facto geen batig dividendrecht. Met andere woorden: de kosten van de emissie zijn exact hetzelfde als het dividend dat wordt verkregen op de aandelen. Om deze redenen kan de prijs van preferente beschermingsaandelen niet lager liggen dan de nominale waarde. Dit betekent dat de aandelen alleen kunnen worden geëmitteerd tegen minimaal de nominale waarde en hierdoor is er geen sprake van financiële verwatering ten opzichte van de overige aandeelhouders.³²⁷ De laatste groep behoudt per slot van rekening aanspraak op het volledige vermogen van de vennootschap. Nu is het echter zo dat de wet, middels art. 2:80 jo. 82 lid 3 BW, de mogelijkheid opent om beschermingsprefs te emitteren, dan wel beschermingsprefs te nemen middels de uitoefening van een optie, waarbij slechts een kwart van het nominale bedrag hoeft te worden gestort. Door deze mogelijkheid kan geen financiële rechtvaardiging meer worden gevonden, omdat de emissie dan uitsluitend bedoeld is om de stemverhouding in de AvA te beïnvloeden en op geen enkele wijze verband houdt met de kapitaalbehoefte van de vennootschap.³²⁸ Kortom: nu is er wel sprake van financiële verwatering. Daarenboven weet de stichting bij de uitoefening van het optierecht al op voorhand dat zij te nimmer in staat is om de verkregen aandelen in zijn geheel vol te storten. De vraag is of een dergelijk handelen past binnen de zorgvuldigheidsnormen die zowel het bestuur van de stichting als die van de beursvennootschap in acht dienen te nemen. Steins Bisschop en Schwarz menen van niet en stellen dan ook dat het stemrecht, welke verbonden is aan beschermingsprefs, slechts een minimale waarde mag vertegenwoordigen.³²⁹

Ten tweede acht Steins Bisschop de hiervoor al aangehaalde financieringsconstructie in strijd met het financieringsverbod van art. 2:98c BW. Dit verbod op financiële steunverlening impliceert dat het een NV verboden is om met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal geldelijke steun te verlenen.³³⁰ Art. 2:98c BW is gewijzigd bij de Wet tot uitvoering van richtlijn 2006/68/EG (*Stb.* 2008, 195) en het gewijzigde is in werking getreden op 11 juni 2008. Naar aanleiding van deze wetwijziging concluderen Bartman en Dorresteyn dat het debat inzake het verbod op financiële steunverlening aanzienlijk aan waarde heeft verloren.³³¹ Op grond van art. 2:98c lid 2 BW is het mogelijk gemaakt dat het bestuur, na een goedkeuringsbesluit van de AvA, een lening mag verstrekken aan een stichting indien aan de voorwaarden wordt voldaan die in dit artikel zijn opgesomd.³³² De voorwaarden zijn, kort gezegd: (1) het verstrekken van de lening geschiedt tegen billijke marktvoorwaarden; (2) het bedrag van de lening mag het bedrag van de vrij uitkeerbare reserves niet overstijgen en de vennootschap moet een gebonden reserve aanhouden voor het bedrag van de lening; (3) de kredietwaardigheid van de derde (lees: stichting) dient nauwgezet te worden onderzocht en; (4) de prijs van de aandelen dient billijk te zijn. De eis dat de lening dient te geschieden tegen billijke marktvoorwaarden moet ruim worden uitgelegd, omdat voorafgaand aan het besluit van het bestuur inzake het verstrekken

³²⁷ Bijkomend voordeel is dat bij het uitgeven van beschermingsprefs, in tegenstelling tot de emissie van gewone aandelen, de emissiekoers geen punt van discussie hoeft te zijn, aldus Mantel & Overkleeft, p. 194.

³²⁸ Steins Bisschop 2009a, p. 3-4.

³²⁹ Schwarz & Steins Bisschop 2009, p. 201-202.

³³⁰ Zie over het financieringsverbod Ten Berg 2008, p. 93-94.

³³¹ Bartman/Dorresteyn 2009, p. 354.

³³² MvT, *Kamerstukken II*, 2007/2008, 31 220, nr. 3, p. 17.

van de lening de goedkeuring van de algemene vergadering vereist is.³³³ Art. 2:98c lid 5 BW bepaalt echter dat lid 2 van het zojuist genoemde artikel bij beursgenoteerde NV's slechts mogelijk is, indien het besluit tot goedkeuring genomen is met 95% van de uitgebrachte stemmen.³³⁴ Op basis van deze wettelijke bepalingen deduceren Bartman en Dorresteyn dat art. 2:98c BW een ernstig struikelblok kan vormen voor de effectiviteit van beschermingsprefs.³³⁵ Indien de beursvennootschap niet in staat is om een lening te verschaffen dan rijst de vraag op welke wijze de stichting dan de beschikking krijgt over de benodigde financiële middelen om de emissie te bekostigen. De stichting heeft normaal gesproken weinig tot geen activa tot haar beschikking om zekerheden te bieden bij een eventuele kredietaanvraag.³³⁶ Desalniettemin heeft zij in de praktijk weinig moeite om een krediet af te sluiten. De enige zekerheid die de stichting kan geven, is een pandrecht op de preferente aandelen en een bepaling dat het dividend gelijk of hoger is aan de te betalen interest. In het reguliere bankverkeer komen zekerheden in de vorm van aandelen niet of nauwelijks voor, omdat deze geen vaste zekerheidswaarde hebben. De volgende vraag kan dan worden gesteld: waarom neemt een bank of een andere kredietverlenende instelling dan genoegen met deze (schijn)zekerheid? Het antwoord op deze vraag heeft te maken met de relatie tussen de (huis)bank en de beursgenoteerde vennootschap. De bank vertrouwt de stichting op basis van de relatie die zij onderhoudt met de vennootschap. In feite bestaan de zekerheden voor een groot deel uit confidentie welke in de loop der tijd is opgebouwd.³³⁷ Steins Bisschop acht een dergelijke constructie in strijd met art. 2:98c BW, omdat deze niet is gebaseerd op zakelijke voorwaarden en financieel nadeel toebrengt aan de gewone aandeelhouders.³³⁸ Deze conclusie kan van cruciaal belang zijn voor de effectieve werking van beschermingsprefs. In een reactie op een artikel van Dortmond³³⁹ komt Ophof³⁴⁰ echter tot een andere eindconclusie dan Steins Bisschop inzake de mogelijke strijdigheid met art. 2:98c BW. Hij stelt inderdaad dat de financiering van de beursvennootschap aan de stichting in strijd is met de wet (art. 2:98c jo. 3:40 BW) en derhalve als nietig kan worden gekwalificeerd. Vervolgens zal de vennootschap een vordering op de stichting verkrijgen wegens onverschuldigde betaling. Volgens Ophof maakt dit de door de stichting uitgevoerde storting op de aandelen die zij heeft verworven niet ongeldig. De vordering uit onverschuldigde betaling op de stichting zal niet door de vennootschap worden opgeëist. Het is dan ook niet onaannemelijk dat de bidder een actie wegens onrechtmatige daad instelt jegens de vennootschap en de stichting, omdat zij een kredietovereenkomst hebben gesloten die strijdig is met de wet. Het gegeven dat de bidder hierdoor wordt gehinderd staat dan ook

³³³ Ibid.

³³⁴ Zie voor de overige voorwaarden art. 2:98c lid 6-7 BW.

³³⁵ Bartman/Dorresteyn 2009, p. 354.

³³⁶ Zie hierover ook Timmermans 2009, p. 217-218.

³³⁷ Van Schilfgaarde kwam in het financiële dagblad van 15 mei 1991 met een andere mogelijke oplossing voor het financieringsprobleem. Hij stelt namelijk voor dat de beursgenoteerde vennootschap een bereidstellingsprovisie betaald aan de bank. De bank verklaart zich vervolgens bereid om de stichting te financieren op het moment dat zij haar optierecht uitoefent. Deze constructie vindt volgens Van Schilfgaarde niet plaats met het oog op het nemen van aandelen, maar geeft de stichting slechts de garantie dat zij bij de uitoefening van haar optie over voldoende financiële middelen beschikt.

³³⁸ Steins Bisschop 2009a, p. 4.

³³⁹ Dortmond 1991, p. 261-263.

³⁴⁰ Ophof 1992, p. 107-108.

buiten twijfel. Ophof betoogt vervolgens dat niet kan worden voldaan aan het vereiste van identiteit van beschermd en gelaedeerd belang, omdat de bepaling van art. 2:98c BW niet geschreven is om onwelgevallige bieders te beschermen. Het financieringsverbod van art. 2:98c BW is bedoeld als waarborg voor vennootschapscrediteuren en de bepaling is niet bestemd voor (onvriendelijke) aandeelhouders. De slotsom van Ophof is dan ook dat financiering van beschermingsprefs moet mogen.³⁴¹ Er kunnen echter ook nog andere argumenten worden genoemd die de stelling van Steins Bisschop in meer of mindere mate ontkrachten. Zo is de emissie van beschermingsprefs slechts een tijdelijke maatregel waarmee de AvA uitdrukkelijk heeft ingestemd. Bovendien is het doel van de emissie van beschermingsprefs het versterken van de onderhandelingspositie van de doelvennootschap door het creëren van een status quo. Dit geeft de vennootschapsleiding de mogelijkheid om op zoek te gaan naar een *white knight* en kan derhalve dus ook financieel gewin opleveren voor de (overige) aandeelhouders. Verder kan worden gesteld dat overnames niet altijd waardecreërend zijn voor een vennootschap. Alhoewel overnames doorgaans op de korte termijn financieel gewin opleveren voor de aandeelhouders leert de praktijk ons echter dat overnames op de lange termijn een vennootschap ook aanzienlijke schade kunnen berokkenen.³⁴² Tenslotte zou strijdigheid met het financieringsverbod de effectiviteit van de beschermingsconstructie geheel illusoir maken.³⁴³

Daarnaast dient ook nog gewezen te worden op de mogelijke financiële gevolgen voor het stichtingsbestuur. Bij een faillissement van de vennootschap heeft de curator de mogelijkheid om op basis van art. 2:80 lid 1 jo. 84 BW de stichting aan te spreken tot volstorting van de preferente aandelen. Zoals reeds beschreven beschikt de stichting over weinig tot geen financiële middelen waardoor zij in de regel niet aan deze stortingsverplichting kan voldoen.³⁴⁴ Dit kan uiteindelijk leiden tot bestuurdersaansprakelijkheid voor het stichtingsbestuur als gevolg van de toepassing van de Beklamel-norm.³⁴⁵

Uit bovenstaande argumenten deduceert Steins Bisschop dat er getwijfeld kan worden aan de geldigheid van beschermingsprefs. Gesteld kan worden dat de uitgifte van beschermingsprefs onder bepaalde voorwaarden niet gekwalificeerd kan worden als een reële emissie, maar veeleer gezien moet worden als een schijnhandeling,³⁴⁶ welke vergelijkbaar is met de nietige schijnhandeling in het arrest HVA/Westertoren I.³⁴⁷ In dit arrest ging het om een emissie ter grootte van een kwart van het maatschappelijk kapitaal door een investeringsbank genaamd HVA. De uitgifte had als doel om de oppositie van minderheidsaandeelhouder Westertoren te verijdelen. De aandelen zouden worden geplaatst bij een bank. De statuten van HVA bepaalden dat de aandelen dienden te worden volgestort. De uiteindelijke plaatsing van de HVA-aandelen bij de bank geschiedde op een tussen HVA en de bank gesloten overeenkomst.

³⁴¹ Ibid.

³⁴² Denk hierbij met name aan de overnamestrijd rondom ABN AMRO.

³⁴³ Zie over de problematiek ook Slagter 1991, p. 182-184, Dortmund 1991, p. 261-263 en Ophof 1992, p. 107-108.

³⁴⁴ Steins Bisschop 2009a, p. 4.

³⁴⁵ Hoge Raad 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (Beklamel).

³⁴⁶ Steins Bisschop 2009a, p. 4-5.

³⁴⁷ Hof Amsterdam (OK) 12 januari 1973, *NJ* 1975, 7 (HVA/Westertoren I).

De onverbloemde strekking hiervan was de bank voor rekening en risico van HVA, voor een zo kort mogelijke tijd, tot aandeelhouder van HVA te maken zonder de bank te laten delen in de kans dat de bedrijfsresultaten van HVA gunstig of ongunstig zouden uitvallen. Onder de gegeven omstandigheden (zie het arrest) is de volstorting niet reëel van de bank bedongen en heeft volstorting ook niet reëel plaats gevonden. De uitgifte moet derhalve als strijdig met de statuten van HVA worden beschouwd.³⁴⁸ Later werd een emissie met hetzelfde doel alsnog goedgekeurd door het Hof, omdat er toen wel sprake was van werkelijke volstorting van de aandelen.³⁴⁹

Tenslotte zou de stichting die meer dan 30% van de uitstaande aandelen verwerft, als gevolg van de uitoefening van haar optierecht, verplicht zijn om een openbaar bod uit te brengen.³⁵⁰ Betekent dit dan dat de uitgifte van beschermingsprefs slechts mogelijk is zolang deze de 30%-grens niet wordt overschreden?³⁵¹ Dit zou immers impliceren dat er slechts een beperkte mate van bescherming kan worden gerealiseerd. Artikel 5:71 lid 1 sub c Wft geeft echter een vrijstelling voor een onafhankelijke rechtspersoon die ten doel heeft de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming te behartigen. Dortmund is van mening dat deze bepaling ook toepasbaar is op een stichting die door middel van het uitoefenen van haar optierecht aandelen neemt in een beursvennootschap.³⁵² Voor de toepassing van de vrijstellingsregeling van art. 5:71 lid 1 sub c Wft zijn echter wel een aantal vereisten verbonden. Ten eerste dient het stichtingsbestuur onafhankelijk te zijn van de doelvennootschap (zie paragraaf 4.4). Ten tweede moet er sprake te zijn van een concrete dreiging van een vijandige overname. De uitgifte van beschermingsprefs aan een stichting op het moment dat er geen sprake is van een overnamedreiging valt dus niet onder de uitzondering van art. 5:71 lid 1 sub c Wft. Een derde vereiste is dat de stichting de aandelen pas mag gaan houden nadat er een openbaar bod is aangekondigd. Nu is het echter vaak zo dat activistische aandeelhouders zoals *hedge funds* in veel gevallen de strategie willen wijzigen zonder een openbaar bod uit te brengen. Hieruit concludeert onder andere Kleyn dat de stichting niet meer dan 30% aan beschermingsprefs mag nemen indien er nog geen openbaar bod is aangekondigd.³⁵³ Dit was onder de oude Bijlage X van het Fondsenreglement nog wel mogelijk. Het CDA en de PvdA vroegen zich omtrent art. 5:71 lid 1 sub c Wft dan ook af of de vrijstellingsregeling niet te beperkt was. Het kabinet was van mening dat de vrijstellingsregeling niet verruimd hoefde te worden.³⁵⁴ De Groene Serie Rechtspersonen verwijst naar de wetsgeschiedenis waarin is overwogen dat vennootschappen in die situaties waarin nog geen openbaar bod is aangekondigd er andere juridische mogelijkheden bestaan om zich te beschermen.³⁵⁵ Mijns inziens is de vrijstellingsregeling van art. 5:71 lid 1 sub c Wft te beperkt, omdat het geen bescherming biedt tegen activistische aandeelhouders die het

³⁴⁸ Zie over deze uitspraak Van der Grinten 1973, p. 58-61. Zie ook Joseph 1978, p. 58.

³⁴⁹ Hof Amsterdam (OK) 15 november 1973, NJ 1975, 8 (HVA/Westertoren).

³⁵⁰ Zie art. 5:70 lid 1 Wft.

³⁵¹ Zie Van Schilfgaarde & Winter 2009, p.116.

³⁵² Dortmund 2008, p. 621.

³⁵³ Zie over deze problematiek onder andere Van Ginneken 2010, p. 204-208, De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 66-67, Kleyn 2009, p. 223 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 627.

³⁵⁴ *Kamerstukken I* 2006/2007, 30 419, C, p. 5.

³⁵⁵ Groene Serie Rechtspersonen 6.3.1.

beleid van de beursvennootschap willen wijzigen zonder het uitbrengen van een openbaar bod. Een mogelijke oplossing voor de kwestie is het certificeren van de beschermingsprefs, aldus Dortmund.³⁵⁶ Hierdoor valt de stichting onder een andere vrijstellingsregeling, namelijk art. 5:71 lid 1 sub d Wft. Tenslotte is het voor de stichting slechts mogelijk om de aandelen voor een periode van maximaal twee jaar te houden.³⁵⁷ Deze beperking in tijd correspondeert ook met hetgeen is bepaald in de rechtspraak.³⁵⁸

Uit de hierboven genoemde vereisten blijkt dus dat de beschermingsprefs niet te allen tijde kunnen worden ingezet om een vennootschap te beschermen. Met name de eis dat er sprake dient te zijn van een concrete overnamedreiging lijkt op voorhand voor problemen te kunnen zorgen, omdat dit impliceert dat de emissie van beschermingsprefs niet is geoorloofd indien een (groep) aandeelhouder(s) met een aanzienlijk aandelenbelang voornemens is om de strategie te wijzigen. Deze strategiewijziging kan namelijk al worden bewerkstelligd door een (B)AvA bijeen te roepen waar het ontslag van de zittende vennootschapsleiding op de agenda staat.³⁵⁹ Uit het hiervoor al uitvoerig besproken RNA-arrest is mijns inziens de zojuist genoemde restrictieve uitleg van art. 5:71 lid 1 sub c Wft uitdrukkelijk van de hand gewezen (zie paragraaf 4.6). Tenslotte is het voor de stichting die meer dan 30% van de uitstaande aandelen verwerft en die niet onder de vrijstellingsregeling valt, doorgaans niet mogelijk om een verplicht bod uit brengen om de doodeenvoudige reden dat zij niet over voldoende financiële middelen beschikt. Het vereiste dat de stichting de aandelen slechts mag houden nadat een openbaar bod is uitgebracht kan mijns inziens in de praktijk een belangrijke beperking zijn, want in de regel zijn *hedge funds* of andere activistische aandeelhouders niet van plan om middels een openbaar bod alle aandelen van de vennootschap te verwerven. Het gevolg is dat de stichting haar belang dient te beperken tot minder dan 30%, hetgeen slechts een beperkte mate van bescherming biedt.³⁶⁰ Door het certificeren van beschermingsprefs kan de beschermingsconstructie mijns inziens weer enorm in kracht toenemen. Aan de andere kant biedt art. 5:70 Wft de vennootschap tevens een bepaalde mate van bescherming, omdat de vennootschapsleiding er zich in principe van kan verzekeren dat één aandeelhouder of een groep aandeelhouders niet meer dan 30% van de aandelen zal bemachtigen. Is dit wel het geval dan moet verplicht een openbaar bod worden uitgebracht.³⁶¹

§ 4.8 Tussenconclusie

De waarde van de uit te geven beschermingsprefs mag niet meer bedragen dan 100% van het nominale bedrag van de reeds geplaatste aandelen. De emissiebevoegdheid van beschermingsprefs is wettelijk geregeld in art. 2:96 lid 1 BW waarin is bepaald dat deze bevoegdheid in beginsel bij de AvA berust. De AvA of de statuten kunnen besluiten dat de emissiebevoegdheid aan een ander orgaan toekomt. Deze delegatie is slechts mogelijk voor

³⁵⁶ Dortmund 2008, p. 624-625.

³⁵⁷ Kleyen 2009, p. 223. Zie ook Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008, p. 54-55 en Goes 2006, p. 12.

³⁵⁸ Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *NJ* 2001, 224 (LVMH/Gucci), r.o. 4.6, Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (RNA), r.o. 3.9, Hoge Raad 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA) en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork).

³⁵⁹ Mede door het doorgaans grote aandeelhoudersabsenteïsme is de kans hierop aanzienlijk.

³⁶⁰ Kleyen 2009, p. 223. Zie ook Winter 2009, p. 116 en Dortmund 2008, p. 625-626.

³⁶¹ Van Ginneken 2010, p. 475.

een periode van maximaal vijf jaar en kan in die periode niet worden ingetrokken. De delegatie van de emissiebevoegdheid komt in de praktijk veelvuldig voor en vaak wordt deze bevoegdheid dan aan het bestuur toegekend. Het bestuur heeft vervolgens de mogelijkheid om op grond van art. 2:96 lid 5 BW een optierecht te verlenen aan een bevriende stichting middels het sluiten van een optieovereenkomst. Voor een dergelijke optieverlening dient de stichting wel over een onafhankelijk bestuur te beschikken, hetgeen niet betekent dat daarin geen commissarissen of bestuurders van de vennootschap zitting mogen hebben. Het doel van de stichting laat zich doorgaans omschrijven als het behartigen van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. De stichting wordt door een dergelijke doelomschrijving, alsmede door het bepaalde in de optieovereenkomst, als het ware verplicht om de toegekende optie uit te oefenen indien er sprake is van een overnamedreiging. De huidige praktijk laat zien dat veel beursvennootschappen een call-optie hebben verleend aan een bevriende stichting. Alhoewel de stichting doorgaans niet over voldoende financiële middelen beschikt om de emissie te financieren, vormt dit in de praktijk nauwelijks een probleem. De kredietgevende instelling neemt vaak genoegen met een pandrecht op het dividend, omdat eerstgenoemde meestal de huisbank van de beursvennootschap is. De kredietovereenkomst is dan ook grotendeels gebaseerd op vertrouwen.

Uit de jurisprudentie inzake Reiss/ImmoFarm is allereerst op te maken dat de uitgifte van beschermingsprefs die niet berust op een reële kapitaalbehoefte, maar slechts als doel heeft de legitieme rechten van een (groot)aandeelhouder te frustreren ontoelaatbaar is. Dit is later bevestigd in de uitspraken KNSM en Gucci/LVMH. In het KNSM-vonnis werd geoordeeld dat een tot emissie bevoegd bestuur deze bevoegdheid in beginsel volledig mag uitoefenen, mits deze niet onredelijk, in de zin van art. 2:8 BW, wordt gebruikt. Inzake Gucci/LVMH gaf de OK aan dat het in het leven roepen van beschermingsmaatregelen om een overname te voorkomen op zichzelf geen gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen. De prefs mogen ook niet gebruikt worden om een in de ogen van de vennootschapsleiding te laag openbaar bod te frustreren, aldus de OK in de Biwater-beschikking.

De open norm van art. 2:8 BW waarvan sprake was in het KNSM-vonnis is, ten aanzien van beschermingsmaatregelen, later verder ingevuld door een vonnis van de Haagse rechter in de zaak PGGM/Wereldhave. Hierin werd namelijk geoordeeld dat het uitoefenen van de emissiebevoegdheid als redelijk kan worden geacht indien het geen onevenredig nadeel toebrengt aan de doelstellingen van de bieder. Deze regel kan als gevolg van het Asko/Ahold vonnis ook van toepassing worden verklaard op de stichting die haar op grond van art. 2:95 lid 5 BW toegekende optierecht uitoefent. Ahold en de stichting konden in redelijkheid oordelen dat er sprake was van een overnamedreiging vanwege de gedragingen van Asko en het grote aandelenbezit van deze in Ahold ($\pm 20\%$). Hierdoor werd de continuïteit en de identiteit van Ahold bedreigd. Om deze dreiging te pareren, is het uitoefenen van het optierecht van en door de stichting het aangewezen middel. De uitoefening van de optie is echter alleen geoorloofd indien 'aan de daardoor geraakte belangen, afgewogen tegen de belangen die door de uitoefening worden beschermd, geen onevenredig nadeel wordt toegebracht'. Kortom: indien er sprake is van een bedreiging dan is de uitoefening van het

optierecht geoorloofd. Bovendien brengen de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW met zich mee dat de doelvennootschap bij belangafweging minimaal verplicht is om kennis te nemen van de bedoelingen en intenties van de bidder, aldus de OK inzake Uni-Invest/Breevast. Terugkomend op de uitspraak ten aanzien van het geschil tussen Asko en Ahold zij nog opgemerkt dat de rechtbank Utrecht dit later, zij het in iets andere bewoordingen, heeft bevestigd in het vonnis Auxinvest/GTI. De rechter gaf hierin aan dat beschermingsconstructies in beginsel geoorloofd zijn indien de zelfstandigheid en onafhankelijkheid van de vennootschap wordt bedreigd. Zij brengt wel direct een nuancering op deze regel door te stellen dat de uitgifte van preferente aandelen beperkt dient te worden tot uitzonderlijke omstandigheden. De rechtbank formuleert vervolgens twee criteria die bepalen of een emissie van preferente aandelen geoorloofd is. Ten eerste moet er sprake zijn van vijandige intenties van degene die tegen de zin van de vennootschapsleiding de zeggenschap probeert te verwerven in de AvA. Daarnaast moeten de acties van de partij met vijandige bedoelingen een bedreiging vormen voor de zelfstandigheid en onafhankelijk van de doelvennootschap.

In het RNA-arrest wordt het handelen van het bestuur ten tijde van een vijandige overnamedreiging verder genormeerd. Uit het arrest blijkt dat een vennootschap in beginsel beschermingsmaatregelen mag nemen om zodoende te verhinderen dat een onwelgevallige (groep van) aandeelhouder(s) een openbaar bod uitbrengt of een dusdanige mate van zeggenschap verwerft, waardoor de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van de daarbij betrokkenen wordt bedreigd. Het nemen van een beschermingsmaatregel dient echter wel in het belang van de vennootschap te zijn. Deze open norm wordt nader ingevuld door het volgende criterium: in hoeverre valt de maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) binnen de marges van een adequate en proportionele reactie. De vraag wat exact dient te worden verstaan onder adequaat en proportioneel is door de Hoge Raad echter niet beantwoord. Dit is overigens voor een groot gedeelte ook afhankelijk van de specifieke omstandigheden van het geval. Desalniettemin geeft de Hoge Raad wel enkele handvaten. De beschermingsmaatregel mag niet voor onbepaalde tijd worden gehandhaafd. Daarnaast dient de stichting (of de doelvennootschap) rekening te houden met het aantal uit te geven aandelen en algehele dan wel gedeeltelijke volstorting hiervan. Deze aspecten kunnen volgens van Van Ginneken worden gebruikt om het proportionaliteitscriterium nader in te vullen.

De rechtspraak inzake Stork leert ons dat de (optie tot) emissie van beschermingsprefs alleen mag worden uitgeoefend voor het doel waarvoor zij is opgericht. Een ruime doelomschrijving van de stichting is mijn inziens dan ook wenselijk, maar men dient wel rekening te houden met het feit dat het doel niet het bewust beperken van aandeelhoudersrechten mag inhouden. Een beschermingsconstructie is in eerste instantie bedoeld om de positie van de vennootschapsleiding van de doelvennootschap te herstellen middels het creëren van een status quo om zodoende in goed overleg te treden met de bidder en andere aandeelhouders, alsmede om alternatieven te onderzoeken. Daarenboven blijkt uit de Biwater-beschikking dat het emitteren van aandelen als beschermingsconstructie niet gerechtvaardigd is indien dit als

doel heeft om een ‘*fair*’ openbaar bod te frustreren. Algemeen wordt aangenomen dat dit ook geldt voor beschermingsprefs.

Verder wordt in het ASMI-arrest nogmaals herhaald dat het bepalen van de strategie in beginsel uitsluitend een aangelegenheid is van het bestuur en dit orgaan kan dan ook besluiten om wel of juist niet in overleg te treden met de aandeelhouders. Kortom: de bestuursautonomie en de positie van het bestuur worden in deze uitspraak door de Hoge Raad verstevigd. Ook oordeelt de Hoge Raad dat de RvC niet verplicht kan worden tot een bemiddelende rol, omdat dit niet uit de wet noch uit de NCGC voortvloeit. Verder is de Hoge Raad van mening dat de uitoefening van de optie door de stichting niet gekwalificeerd kan worden als zijnde het beleid van ASMI en de stichting kan derhalve dan ook niet gezien worden als medebeleidsbepaler. Indien de beschermingsprefs ook daadwerkelijk zijn geplaatst bij de stichting, dan kan deze de aan de aandelen verbonden stemrechten volledig (dus niet alleen in overnamesituaties) uitoefenen. De stichting is echter wel gehouden aan de voorwaarden zoals die zijn geformuleerd in de optieovereenkomst. Deze regel is bevestigd in het Brill-vonnis.

Wat betreft de stelling van Steins Bisschop omtrent de juridische houdbaarheid van beschermingsprefs wordt het volgende opgemerkt. Mijns inziens geeft Steins Bisschop een aantal zeer plausibele argumenten om inderdaad te twijfelen aan de juridische houdbaarheid van preferente beschermingsaandelen. Desalniettemin is naar mijn mening zijn standpunt te stellig en wel om de volgende redenen. Ten eerste vindt zijn standpunt geen steun in de recente jurisprudentie waarin het inzetten van beschermingsprefs onder bepaalde omstandigheden geoorloofd is. Sterker nog, recentelijk is er een tendens waarneembaar waarin de positie van het bestuur van de beursvennootschap en de door hen gehanteerde beschermingsconstructies worden verstevigd. Daarenboven levert de technische inrichting van beschermingsprefs thans in de praktijk weinig discussie meer op. Ten aanzien van de financieringsproblematiek zijn goede argumenten te bedenken die de stelling van Steins Bisschop aanzienlijk afzwakken. Mijns inziens kan alleen de huidige verplicht bod-regeling van art. 5:70 Wft en dan met name de beperkende werking van de vrijstellingsregeling van art. 5:71 lid 1 sub c Wft een bedreiging vormen voor de effectiviteit van beschermingsprefs.

5. Overnamewetgeving Verenigde Staten en beschermingsprefs

§ 5.1 Inleiding

Beschermingsconstructies spelen in de VS een beduidend grotere rol dan in continentaal Europa. Amerika heeft van oudsher, in tegenstelling tot de relatief geconcentreerde samenstelling van het aandeelhouderschap in continentaal Europa, een wijdverspreide samenstelling van het aandeelhouderschap. Dit betekent dat de noodzaak voor beschermingsmiddelen in Amerika groter was dan in continentaal Europa.³⁶² Ondanks dat in continentaal Europa de overtuiging bestaat dat de Amerikaanse *market for corporate control* wordt geregeerd door de markt kent de VS een ruim arsenaal aan beschermingsmiddelen waarbij de *board of directors*³⁶³ een belangrijke positie inneemt.³⁶⁴ Van Ginneken stelt dat de Amerikaanse wetgeving aan de *board of directors* ruimere bevoegdheden toekent, dus ook bij (vijandige) overnames, dan in Nederland het geval is. Dit standpunt baseert hij op twee argumenten. Allereerst beschikken de aandeelhouders van een Amerikaanse beurs-NV over aanmerkelijk minder bevoegdheden. Sommige rechtsgeleerden betogen dat aan aandeelhouders van Amerikaanse beursvennootschappen in feite slechts twee wezenlijke vennootschapsrechtelijke bevoegdheden toekomen, namelijk: (i) de bevoegdheid tot de benoeming en het ontslag van de *board of directors* en (ii) de bevoegdheid om bepaalde ingrijpende besluiten, welke niet kunnen worden gekwalificeerd als de normale bedrijfsvoering, goed te keuren. In Nederland hebben aandeelhouders naast de zojuist besproken bevoegdheden nog talloze andere rechten, zoals: agendapunten voorstellen, verlenen van decharge, vaststelling van het dividend, etc. Daarnaast tendeeft de Amerikaanse jurisprudentie ten faveure van de *board* door dit orgaan een breed arsenaal aan beschermingsmaatregelen aan te reiken en hen tevens ruime mogelijkheden te bieden om deze daadwerkelijk te effectueren en te handhaven.³⁶⁵ Vanwege deze argumenten wordt aangenomen dat de *board* van een Amerikaanse beursvennootschap meer mogelijkheden heeft om op een succesvolle wijze een bod van een vijandige bieder te frustreren. Dit geldt ook indien het merendeel van de gevestigde aandeelhouders voor de overname is.³⁶⁶ Bovendien blijkt uit een SER-advies van 2008 dat Nederlandse beursvennootschappen kwetsbaarder zijn in vergelijking met beursgenoteerde vennootschappen in de VS (en het Verenigd Koninkrijk).³⁶⁷

§ 5.2 Toepasselijke regelgeving

Het huidige wettelijk kader voor overnames in de VS bestaat enerzijds uit wetgeving op federaal niveau en anderzijds uit wetgeving van de deelstaten (statenrecht).³⁶⁸ Dit betekent

³⁶² Dekien 2010, p. 14-15.

³⁶³ In de Verenigde Staten wordt doorgaans een *one-tier* bestuursmodel gehanteerd, welke bestaat uit *executive* en *non-executive directors*.

³⁶⁴ Posch 2008, p. 1095.

³⁶⁵ Van Ginneken 2010, p. 320 en 349.

³⁶⁶ Posch 2008, p. 1095. Zie ook Cools 2005, p. 762 & Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 71.

³⁶⁷ Van der Elst, de Jong & Raaijmakers 2008, p. 83.

³⁶⁸ De staten kunnen weliswaar eigen effectenrecht hebben, zogenaamde '*blue-sky laws*', doch het belang hiervan is in de afgelopen decennia sterk afgenomen ten faveure van federale wetgeving.

dus dat de regulering van beursgenoteerde vennootschappen, net als in Nederland, een dualistisch karakter heeft en vorm krijgt door zowel het effectenrecht (*securities law*) als het ondernemingsrecht (*corporate law*).³⁶⁹

Het effectenrecht is op federaal niveau geregeld en zowel het ondernemingsrecht als de corporate governance hieromtrent is afkomstig van wetgeving van uit de deelstaten. De effectenrechtelijke aspecten van biedingen worden grotendeels gereguleerd door de ‘*Securities Act of 1933*’, de ‘*Securities and Exchange Act*’ en de besluiten van de *Securities Exchange Commission*’ (hierna: *SEC*). De *Securities Act of 1933* reguleert de primaire markt en de *Securities and Exchange Act* bevat regels voor de actoren op de secundaire markt. Voor toelating tot de primaire markt moet een vennootschap eerst de *SEC* van allerlei informatie voorzien en een reeds geregistreerde beurs-NV dient periodieke rapportages te deponeren bij de *SEC*. De *Securities and Exchange Act* heeft belangrijke wijzigingen ondergaan in 1968 toen de ‘*Williams Act*’ werd ingevoerd. Bovendien dient ten aanzien van het effectenrecht te worden opgemerkt dat er ook nog aanvullende eisen kunnen worden gesteld door de Amerikaanse effectenbeurzen, zoals de *New York Stock Exchange* (hierna: *NYSE*) en de *National Association of Securities Dealers* (hierna: *NASD*). Het doel van het effectenrecht is het beschermen van beleggers door het bevorderen van transparantie en het bieden van processuele bescherming.³⁷⁰

Zoals al eerder is vermeld, is het vennootschapsrecht afkomstig uit de verschillende deelstaten. Dit betekent dat de normering van het bestuurlijk handelen, net als in Nederland, wordt beheerst door het ondernemingsrecht. In het onderhavige onderzoek wordt alleen het statenrecht van de staat *Delaware* behandeld, omdat deze wetgeving van oudsher het meest invloedrijk is. Ondanks het feit dat *Delaware* in oppervlakte de kleinste staat van de VS is, kan zij vennootschapsrechtelijk gezien gerekend worden tot de staat die het meest invloedrijk is. Dit komt doordat de meeste Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen formeel gevestigd zijn in *Delaware*, hetgeen ook heeft geleid tot noemenswaardige jurisprudentie.³⁷¹ Om deze reden beperkt de auteur zich in het onderhavige onderzoek dan ook uitsluitend tot het recht van de staat *Delaware*.

Verder dient opgemerkt te worden dat de Amerikaanse overnamewetgeving kan verschillen naar gelang het type bod, vriendelijk dan wel vijandig. Binnen deze categorisering kan de wetgeving nog variëren op basis van financiering van de overname. Hierbij moet men denken aan overnames die worden verwezenlijkt met cash of juist via aandelen.³⁷² Het gaat echter dit onderzoek te buiten om hieromtrent een uitvoerige analyse van te geven en derhalve wordt volstaan met het hierboven beschrevene.

³⁶⁹ Posch 2008, p. 1097.

³⁷⁰ Van Ginneken 2010, p. 91-95.

³⁷¹ Van Ginneken 2010, p. 92. Zie over de superioriteit van *Delaware corporation law* ook Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 18-19.

³⁷² Gaughan 2007, p.69.

§ 5.3 Wettelijk kader voor Amerikaanse beschermingsconstructies

De regulering van beschermingsconstructies in de VS wordt beheerst door het recht van de desbetreffende staat. Pas sinds de invoering van de *Williams Act*, welke dient te voorzien in ‘*full and fair disclosure for the benefit of investors*’,³⁷³ ontstonden er specifieke regels voor de regulering van overnames. De *Williams Act* bevat dan ook gedetailleerde bepalingen inzake disclosureverplichtingen om zodoende aandeelhouders in het overnameproces te beschermen.³⁷⁴ Door het scheppen van transparantie, voor zowel de aandeelhouders als voor de bidders, kunnen eerstgenoemde op basis van complete en nauwkeurige informatie uiteindelijk een weloverwogen beslissing nemen omtrent het al dan niet instemmen met een bod van een (onwelgevallige) bidder. De *Williams Act* stelt zich neutraal op ten aanzien van de belangen van de betrokken actoren.³⁷⁵ De *Williams Act* is onderdeel van het effectenrecht en bevat dus geen bepalingen inzake het bestuurlijk handelen van de *board*.

De normering van het bestuurlijk handelen van de *board* speelt een voorname rol bij de toepassing van beschermingsconstructies. Het van het statenrecht afkomstige ondernemingsrecht bepaalt in hoeverre *boards* beschermingsconstructies mogen inzetten teneinde een vijandig bod c.q. een vijandige dreiging af te weren. Doordat Amerikaanse deelstaten al jarenlang met elkaar concurreren om een zo gunstig mogelijk investeringsklimaat te creëren, is er een grote mate van vrijheid ontstaan voor de *board* bij de inrichting van de onderneming en daarmee ook het creëren van beschermingsconstructies.³⁷⁶

§ 5.4 Kenmerken van beschermingsprefs naar Amerikaans recht

Zoals in de introductie al is vermeld, bestaat in Amerika een soortgelijke vorm van beschermingsprefs als in Nederland. Amerikaanse preferente beschermingsaandelen bestaan echter al ruim een halve eeuw langer dan de Nederlandse variant. Zij worden al sinds 1927 in de VS gehanteerd. Deze wijze van bescherming middels de emissie van preferente aandelen wordt veelal aangeduid als ‘*blank check preferred shares*’ of ‘*blank check preferred stock*’.³⁷⁷ De aparte klasse van aandelen dient in het *charter* te zijn vastgelegd, hetgeen dikwijls geschiedt in de vorm van een ‘*blank check authority*’ bepaling.³⁷⁸ *Blank check preferred stock* kunnen daarom gezien worden als statutaire beschermingsmaatregelen (*shark repellants*).³⁷⁹ Een voorwaarde voor een *blank check authority* bepaling is dat deze goedgekeurd dient te zijn door de aandeelhouders.³⁸⁰ Een dergelijke bepaling kent de *board of directors* doorgaans ook ruime bevoegdheden toe ten aanzien van de emissie van de *blank check preferred shares*. Zo

³⁷³ Zie ook Porter & Hyland 1976, p. 743.

³⁷⁴ Zie bijvoorbeeld *section 13(d)* en *section 14(d)* van de *Williams Act*. Vgl. hoofdstuk 5.3. Wft.

³⁷⁵ Van Ginneken 2010, p. 96.

³⁷⁶ Posch 2008, p. 1099. In de Amerikaanse vakliteratuur wordt deze vennootschapsrechtelijke competitie ook wel omschreven als de *race to the bottom* of de *race to the top*. Zie hierover Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 59-62.

³⁷⁷ Brown 1991, p. 548.

³⁷⁸ In 2000 beschikten meer dan 90% van de Amerikaanse beurs-NV's over een dergelijke bepaling. Zie Rosenbaum 2006, p. 8 & Arlen & Talley 2003, p. 609.

³⁷⁹ *Shark repellants* kunnen getypeerd worden als voorzieningen in het *charter* van een Amerikaanse beursvennootschap die een beschermend karakter kunnen hebben. Zie ook Van Ginneken 2010, p. 103-104, Posch 2008, p. 1099-1100 & Lautzenhiser 1984, p. 481-512.

³⁸⁰ Vgl. art. 2:96 lid 1 BW.

is het gebruikelijk dat een *blank check authority* bepaling de *board* de bevoegdheid geeft om zonder goedkeuring van de aandeelhouders *blank check preferred shares* uit te geven.³⁸¹ Het *charter* kan echter wel verschillende voorwaarden of restricties stellen aan de emissie. Deze voorwaarden en/of restricties kunnen slechts gewijzigd worden indien het *charter* wordt aangepast.³⁸² Een dergelijke statutenwijziging vereist de goedkeuring van de *board* en de AvA.³⁸³ Naast de zojuist beschreven bevoegdheid beschikt de *board* meestal ook over het recht om, ten tijde van de emissie, nader te bepalen welke rechten er verbonden zijn aan de uit te geven aandelen. In de meeste gevallen betreft het hier de mate van preferentie, maar het kan echter ook gaan om rechten ten aanzien van dividend of conversie.³⁸⁴ In het merendeel van de Amerikaanse staten, waaronder de staat *Delaware*, beschikt de *board* over de zojuist beschreven bevoegdheden, maar in sommige staten kan dit anders geregeld zijn. Desalniettemin kan de uitgifte van *blank check preferred stock* gezien worden als een effectief defensiemechanisme.³⁸⁵

Het doel van uitgegeven *blank check preferred stock* is in hoofdlijnen tweeledig. De emissie kan gebruikt worden als defensiemechanisme voor het vrijdelen van vijandige overnames of andere ongewenste invloeden, maar het kan ook als doel hebben om snel en zonder de goedkeuring van aandeelhouders financiële middelen te verwerven.³⁸⁶ Het eerste komt niet tot nauwelijks voor omdat Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen veelal gebruik maken van andere beschermingsconstructies die zonder enkele bemoeienis van aandeelhouders kunnen worden geactiveerd. Zoals reeds eerder is beschreven, zijn met name *poison pills* erg populaire beschermingsconstructies. Opmerkelijk is dan echter wel het feit dat in 2000 meer dan 90% van alle Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen een *blank check stock* bepaling hadden.³⁸⁷ Het lijkt dan ook dat *blank check preferred stock* voornamelijk wordt gebruikt voor het financieren van acquisities.³⁸⁸ Door de emissie van *blank check preferred stock* kan men namelijk zonder de goedkeuring van aandeelhouders en dus op een snelle en efficiënte manier een acquisitie financieren.³⁸⁹ Daarnaast is de mogelijkheid tot uitgifte van *blank check preferred stock* ook bruikbaar bij het creëren van *poison pills*.³⁹⁰

§ 5.5 Emissie van preferente aandelen aan een bevriende partij

Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen kunnen op grond van § 151(a) *Delaware General Corporate Law (DGCL)* preferente aandelen emitteren aan een bevriende partij, een zogenaamde '*white squire*', met als doel zich te beschermen tegen een onwelgevallige bidder

³⁸¹ Freeman 1991, p. 513.

³⁸² Richardson 2007, p. 16-17.

³⁸³ Ibid.

³⁸⁴ Posch 2008, p. 1117-1118. Zie ook Barnhart, Spivey & Alexander 2000, p. 317.

³⁸⁵ Lautzenhiser 1984, p. 498.

³⁸⁶ Freeman 1991, p. 513.

³⁸⁷ Arlen & Talley 2003, p. 609.

³⁸⁸ Rosenbaum 2006, p. 8.

³⁸⁹ Cremers, Nair & Wei 2007, p. 1365. Zie ook Borokhovich e.a. 2006, p. 658.

³⁹⁰ Lipman 2008, p. 96-97. Zie ook Karpoff, Marr & Danielson 2000, p. 15 & Barnhart, Spivey & Alexander 2000, p. 317.

door het creëren van een vriendelijk stemmenblok.³⁹¹ De uitgifte van preferente aandelen aan een bevriende relatie wordt ook wel ‘*sweetheart preferred stock*’ of ‘*white squire defense*’ genoemd.³⁹² In de *blank check authority* bepaling wordt doorgaans de *board* bevoegd verklaard tot de emissie van *blank check preferred shares*.

Bekende voorbeelden hiervan zijn de affaires inzake Carter Hawley Hale’s (hierna: CHH’s)³⁹³ en Polaroid.³⁹⁴ Bij de eerstgenoemde zaak ging het om een vijandig bod van *The Limited Corporation* op CHH’s. In reactie op dit bod gaf CHH’s een miljoen converteerbare preferente aandelen uit aan een bevriende relatie, genaamd ‘*General Cinema Corporation*’. Hierdoor kreeg laatstgenoemde 22% van de stemrechten in handen en werd de overnamedreiging van *The Limited Corporation* geneutraliseerd.³⁹⁵ In de Polaroid-zaak werd, kort gezegd, de emissie van preferente aandelen aan een bevriende partij als reactie op een vijandig bod in stand gelaten door de rechter.³⁹⁶

De Nederlandse beschermingsprefs worden doorgaans uitgegeven aan een stichting. In Amerika komen zulke constructies niet voor, aldus Van Ginneken. De reden hiervan is naar alle waarschijnlijkheid te vinden in de beursregels van de *NYSE*.³⁹⁷ Deze houden namelijk in dat bij een uitgifte van (preferente) aandelen boven de 20% van het uitstaande kapitaal de goedkeuring van de aandeelhouders is vereist.³⁹⁸ Concreet zou dit dus betekenen dat de bescherming in de vorm van een *white squire defense* beperkt is tot het creëren van een machtsblok van maximaal 20% aan stemrechten.³⁹⁹ De vraag rijst dan of een dergelijke beschermingsconstructie wel voorziet in een effectieve bescherming van de beursvennootschap. Over het algemeen genomen is dit vaak wel het geval omdat in veel staten, waaronder in de staat *Delaware*, zogenaamde ‘*business combination statutes*’ zijn aangenomen.⁴⁰⁰ De *business combination statute* van de staat *Delaware*, welke is neergelegd in § 203 *DGCL*, verbiedt om gedurende een periode van drie jaar een juridische fusie tussen de vennootschap en een aandeelhouder die meer dan 15% verkrijgt, tenzij: (i) de *board*, voor het moment van verkrijgen van die 15%, de fusie heeft goedgekeurd, of (ii) de aandeelhouder meer dan 85% van de aandelen verkregen heeft in dezelfde transactie als waarbij hij de 15% grens overschreed, of (iii) de *board* en tweederde van de houders van de aandelen die niet

³⁹¹ Gaughan 2007, p. 197. Een *white squire* dient uitdrukkelijk te worden onderscheiden van een *white knight*. Bij de laatste wordt naar een kandidaat gezocht die een eerder uitgebracht bod van een andere bidder wil overtreffen, dan wel wil sluiten onder gunstigere voorwaarden. Hierbij gaat de zelfstandigheid van de doelvennootschap verloren. Bij een *white squire* behoudt de vennootschap haar zelfstandigheid, omdat de *white squire* helemaal niet de intentie heeft om actieve zeggenschap te verwerven in de vennootschap.

³⁹² Een dergelijke emissie dient men duidelijk te onderscheiden van de uitgifte van gewone aandelen aan een bevriende partij, want deze geschiedt vaak in de vorm van een *ESOP*.

³⁹³ *Carter Hawley Hale Stores, Inc. v. The Limited, Inc.*, No. CV 84-2200-AWT (C.D. Cal. Apr. 17, 1984).

³⁹⁴ *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.*, 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989). Zie over deze uitspraak Kershenbaum 1991, p. 62-125.

³⁹⁵ Gaughan 2007, p. 210. Zie over deze uitspraak ook Lipton & Brownstein 1985, p. 1418.

³⁹⁶ Zie over deze uitspraak onder andere Arlen & Talley 2003 en Kershenbaum 1991, p. 63-125.

³⁹⁷ Van Ginneken 2010, p. 109.

³⁹⁸ Zie § 3.12 van *NYSE’s Listing Company Manual*. Zie hierover Carleton, Nelson & Weisbach 1998, p. 1347.

³⁹⁹ Van Ginneken 2010, p. 109. Zie ook Posch 2008, p. 1118 en Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 95.

⁴⁰⁰ Deze verschillen echter van staat tot staat.

gehouden worden door de grootaandeelhouder, de fusie goedkeuren.⁴⁰¹ Concreet betekent dit dat een NV die minimaal 16% aan (preferente beschermings)aandelen emitteert aan een *white squire*, op basis van § 203 *DGCL*, effectief is beschermd. Het is voor de vijandige bidder dan niet meer mogelijk om 85% van de aandelen van de doelvennootschap te verwerven, hetgeen noodzakelijk is om gebruik te maken van de uitzondering genoemd onder (ii).⁴⁰² Het bereik van deze *business combination statutes* is over het algemeen zeer ruim geformuleerd en kan naast juridische fusies ook worden gebruikt voor alle transacties die een financieel gewin opleveren voor de bidder. Deze restrictie geldt in de regel voor een periode van twee tot vijf jaar. Na deze periode mag de bidder alleen met de toestemming van de meerderheid of een gekwalificeerde meerderheid van de overige aandeelhouders, de zogenaamde '*disinterested shareholders*', een *business combination* aangaan.⁴⁰³

Het doel van *sweetheart preferred stock* is de stemverhouding in de AvA dusdanig te wijzigen teneinde de zeggenschap van de onwelgevallige bidder te doen verwateren. Dit wordt bewerkstelligd door het creëren van een machtsblok door het uitgeven van aandelen aan een bevriende partij.⁴⁰⁴ De loyaliteit van de bevriende partij kan op diverse manieren worden gegarandeerd. Zo kan de *board of directors* de preferente aandelen uitgeven aan een investeerder die bekend staat om zijn vriendelijke reputatie. Ook bestaat er de mogelijkheid voor de *board* om contractuele bepalingen vast te leggen die de handelingen van een bevriende investeerder beperken. Nog een andere manier is het opstellen van winstgevende (consultancy)contracten die teniet gaan bij een geslaagde overname of het toekennen van genereus dividend.⁴⁰⁵ Desalniettemin bestaat er voortdurend het risico dat de *white squire* niet zo vriendelijk is als zij zich in eerste instantie heeft voorgedaan. Vandaar dat er vaak stemovereenkomsten en zogenaamde '*standstill agreements*' worden overeengekomen. Hierbij neemt de *white squire* de verplichting op zich om zijn belang niet verder uit te breiden zonder de goedkeuring van de vennootschap.⁴⁰⁶

§ 5.6 Normering van het bestuurlijk handelen

In deze paragraaf wordt de normering van het huidige bestuurlijk handelen van de *board of directors* als orgaan van een Amerikaanse beursvennootschap besproken. Vooraleer hiertoe over te gaan, wordt summier en op chronologische wijze de recente geschiedenis inzake de normering van het bestuurlijk handelen van de *board of directors* beschreven, alsmede de relevante jurisprudentie hieromtrent.⁴⁰⁷ De beschrijving is bedoeld om inzicht te krijgen in de belangrijkste ontwikkelingen die in de loop der jaren hebben plaatsgevonden ten aanzien van

⁴⁰¹ Posch 2008, p. 1118. Zie ook Arlen & Talley 2003, p. 610 en Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 90 en 95-96.

⁴⁰² Van Ginneken 2010, p. 109.

⁴⁰³ Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002, p. 90.

⁴⁰⁴ Van Ginneken 2010, p. 109. Zie ook Posch 2008, p. 1118.

⁴⁰⁵ Arlen & Talley 2003, p. 609.

⁴⁰⁶ Posch 2008, p. 1118.

⁴⁰⁷ De eerste *DGCL* werd vastgesteld in 1899 en het gaat dit rapport te buiten om vanaf dit moment alle relevante ontwikkelingen te bespreken. Zie voor een beschrijving van de ontstaansgeschiedenis van ondernemingsrechtelijke wetgeving Arsh (1976, p. 1-22) & Seligman (1976, p. 249-287). Zie ook Cary 1974, p. 663-671.

het bestuurlijk handelen van de *board of directors* van een Amerikaanse beursvennootschap.⁴⁰⁸

§ 5.6.1 De normering voor 1985

In de VS is de *board of directors* belast met de taak van het besturen van de vennootschap, aldus § 141(a) van de *DGCL*. Hoewel het mogelijk is om bepaalde bestuurstaken te delegeren, berust de eindverantwoordelijkheid altijd bij de *board*.⁴⁰⁹ De Amerikaanse dogmatiek inzake het bestuurlijk handelen bepaalt dat de *board of directors* bepaalde verplichtingen hebben tegenover de vennootschap en haar aandeelhouders. Men spreekt ook wel van '*fiduciary duties*'.⁴¹⁰ Deze *fiduciary duties* kunnen doorgaans worden onderverdeeld in twee aspecten; een *duty of care* (zorgvuldigheidsplicht) en een *duty of loyalty* (loyaliteitsplicht).⁴¹¹ Indien een *director* zich niet houdt aan beide verplichtingen dan kan dit leiden tot aansprakelijkheid.⁴¹²

De zorgvuldigheidsplicht had voor 1980 weinig tot geen betekenis, omdat werd verondersteld dat de *board of directors* zouden handelen zoals een redelijk handelend bestuurder betaamt.⁴¹³ Daarna werd pas bepaald dat deze plicht inhoudt dat de *board* dient te handelen op een wijze die een persoon in diezelfde positie onder gelijke omstandigheden redelijkerwijs passend zou mogen vinden.⁴¹⁴ Daarbij dient de *board of directors* het vennootschappelijk belang op exclusieve en onafhankelijke wijze te bevorderen. Tegenstrijdige vennootschappelijke belangen, zoals bijvoorbeeld het eigen belang van een *director*, mogen geen negatieve effecten hebben op de manier waarop een *director* zijn bestuurstaak vervult.⁴¹⁵ Dit impliceert onder andere dat de *board* op de hoogte dient te zijn van de activiteiten en de financiële gesteldheid van de vennootschap. Bovendien wordt verwacht dat zij frequent aanwezig is bij vergaderingen. De open normen van de zorgvuldigheidsplicht kunnen in de VS nader worden ingevuld door zogenaamde '*adequacy opinions*'. Deze opinies kunnen op verzoek van de *board* worden gevraagd aan investeringsbanken en deze opinies kunnen een besluit van de *board* inzake afwijzing van een overnamebod kracht bij zetten.⁴¹⁶ De toetsing van de zorgvuldigheidsplicht vindt plaats door de rechter die daarbij gebruik maakt van de zogenaamde '*business judgment rule*'. De rechter toets met deze in de jurisprudentie geformuleerde toetsingsnorm, of het handelen van de *board* conform de door hen in acht te nemen gedragsnormen heeft plaatsgevonden.⁴¹⁷ De *business judgment rule* dient te voorkomen dat de *board* voor iedere, achteraf gebleken, inefficiënte beslissing aansprakelijk

⁴⁰⁸ Hierbij zij opgemerkt dat het bestuurlijk handelen van de *board of directors* wordt gereguleerd door het statenrecht, hetgeen betekent dat de normering van het bestuurlijk handelen per staat kan verschillen. Zie ook Posch 2008, p. 1097.

⁴⁰⁹ Zie ook Hoff, Larose & Scatturo 2002, p. 4-4.

⁴¹⁰ Kroeze (2004, p. 188) verwoordt de taak van een Amerikaanse *director* als volgt: een *director* oefent bevoegdheden uit ten behoeve van een ander dan zichzelf.

⁴¹¹ Kroeze 2004, p. 189. Vgl. o.a. Black 2001, p. 1-30 & Assink 2007, p. 106-216.

⁴¹² Van Ginneken 2010, p. 115-116.

⁴¹³ Allen, Jacobs & Strine 2001, p. 1290.

⁴¹⁴ Van Ginneken 2010, p. 116.

⁴¹⁵ Kroeze 2007, p. 149.

⁴¹⁶ Parijs 2006, p. 188-189.

⁴¹⁷ Assink 2008, p. 232.

wordt gesteld.⁴¹⁸ Deze regel gaat er derhalve dan ook van uit dat de *directors* bij het nemen van beleidsbeslissingen (i) goed geïnformeerd en (ii) te goeder trouw zijn geweest en dat zij in de (iii) volle overtuiging waren dat hun beslissing in het belang van de vennootschap was.⁴¹⁹ Is dit het geval, dan worden de *directors* beschermd tegen aansprakelijkheidsstelling. Men spreekt dan van een onweerlegbaar vermoeden dat de desbetreffende *director* of de *board of directors* als orgaan zich heeft of hebben gehouden aan de *duty of care*.⁴²⁰ De rechter zal in beginsel uitgaan van deze assumptie en dit betekent dat de *directors* in beginsel zijn beschermd tegen aansprakelijkheidstelling. De rechter wijkt slechts van deze veronderstelling af indien een eiser één van de zojuist genoemde vermoedens met concrete en verifieerbare feiten kan weerleggen. De uiterste grens van de protectionistische werking van de *business judgment rule* is dat de besluiten van de *directors* moeten kunnen worden toegerekend aan een rationeel ondernemingsdoel.⁴²¹

Naast de zorgvuldigheidsplicht heeft de *board* ook een loyaliteitsplicht. Deze verplichting impliceert dat een *director* zijn taken te goeder trouw en in het belang van de vennootschap dient te verrichten. Dit betekent dat het eigen belang van een of meer *directors* of van de *board* als orgaan te nimmer mag prevaleren boven het vennootschappelijk belang. De loyaliteitsplicht is dan ook met name belangrijk voor tegenstrijdig belang situaties. In tegenstelling tot de toetsing van de zorgvuldigheidsplicht, waarbij rechters zich in beginsel onthouden van de rechterlijke toetsing van het ondernemen ('*judicial noninterference*'), vindt geen toepassing bij de loyaliteitsverplichting. Sterker nog, rechters dienen de loyaliteitsverplichtingen van de *directors* actief te toetsten. De *business judgment rule* is dan ook niet toepasbaar bij de zorgvuldigheidsverplichting van de *board*, tenzij er geen sprake is van een situatie van tegenstrijdig belang.⁴²² Zodra een eiser bewijst dat bij een door een *director* genomen besluit sprake is van een tegenstrijdig belang is de assumptie dat de *director* te goeder trouw handelde weerlegd. Vervolgens zal dit besluit inhoudelijk worden getoetst door de rechter, waarbij het niet onmogelijk is dat de desbetreffende *director*, ondanks de aanwezigheid van een tegenstrijdig belang, te goeder trouw heeft gehandeld. De rechter maakt bij deze toetsing gebruik van de zogenaamde '*entire fairness test*'. Deze test houdt in dat de *directors* moeten kunnen aantonen dat hun handelen geheel billijk was jegens de vennootschap.⁴²³

§ 5.6.2 Literaire discussie over de positie van het bestuur in de periode voor 1985

Het debat over een actieve dan wel passieve rol van het bestuur in vijandige overnamesituaties werd in gang gezet in 1979 door een publicatie van een advocaat genaamd Martin Lipton. In het artikel pleitte Lipton voor een actieve rol van de *board* en stelde hij dat niet de aandeelhouders maar de *board of directors* diende te beslissen over de uitkomst van

⁴¹⁸ Van Ginneken 2010, p. 116-117.

⁴¹⁹ Myerson & Malaquin 2005, p. 19.

⁴²⁰ Van Ginneken 2010, p. 116. Zie ook Assink 2008, p. 232.

⁴²¹ Zie Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717; zie ook Assink 2008, p. 230-236 & Van Wijk 2009, p. 281-282.

⁴²² De *business judgment rule* berust op de veronderstelling dat *directors* onafhankelijke besluiten zullen nemen, hetgeen bij tegenstrijdig belang situaties eenvoudigweg niet kan worden aangenomen.

⁴²³ Van Ginneken 2010, p. 117-118. Zie ook Assink 2007, p. 248-256, Timmerman 2003, p. 558 & Eisenberg 1993, p. 450.

een overnamebod. Een beperking ten aanzien hiervan doet volgens Lipton afbreuk aan de fundamentele rol van de *board* als leidinggevend orgaan van de vennootschap.⁴²⁴ Dit standpunt is gebaseerd op het vennootschapsrechtelijke grondbeginsel dat de *board* aanduidt als primair verantwoordelijke voor het besturen van de vennootschap. Het vennootschapsrecht kent aan dit orgaan dan ook ruime bevoegdheden toe om dit grondbeginsel te realiseren.⁴²⁵ Lipton is van mening dat de *board of directors* tevens een doorslaggevende rol zou moeten spelen bij het bepalen van de uitkomst van een overnamebieding, omdat dit orgaan ook bij andere majeure beslissingen een belangrijke rol speelt. Deze beslissingen moeten vervolgens worden beschermd door de *business judgment rule*.⁴²⁶ Een andere dan de hierboven beschreven rol voor de *board* zou kunnen leiden tot een korte termijn visie, hetgeen niet in het belang is van alle indirecte of directe betrokkenen. Ook aandeelhouders zijn gebaat bij een actieve rol van de *board* ten tijde van een vijandige overnamebieding, omdat veel aandeelhouders niet in staat zijn om een goed doordachte en weloverwogen beslissing te nemen inzake een overnamebod. Aandeelhouders hebben namelijk om verschillende redenen niet de beschikking over volledige informatie over het overnamebod.⁴²⁷ Daarnaast geeft Lipton nog aan dat de *board* niet verplicht is om passief te blijven of juist actief op zoek te gaan naar een *white knight*. De *board* moet ook dan in staat worden gesteld om preventieve maatregelen te nemen om een vijandige overnamebod te verijdelen.⁴²⁸

In 1981 publiceren Easterbrook & Fischel een artikel getiteld '*The proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender offer*'⁴²⁹ waarin zij pleiten voor een strikte passiviteitsregel voor de *board of directors* van een beursvennootschap. Een dergelijk standpunt staat dus lijnrecht tegenover de visie van Lipton. Het standpunt van Easterbrook & Fischel is gebaseerd op de zogenaamde '*efficient capital market hypothesis*' en de *agency costs*. De eerste theorie stelt, kort gezegd, dat vijandige overnames een belangrijk instrument zijn om inefficiënte *boards* te vervangen. Deze hypothese gaat van de veronderstelling uit dat kapitaalmarkten efficiënt werken en dat de koers een weerspiegeling is van de werkelijke waarde van de vennootschap doordat de informatie direct na de openbaarmaking wordt geabsorbeerd door de markt. Verandering van een beurskoers impliceert derhalve dat er nieuwe informatie op de markt is gekomen. De *agency costs*-theorie heeft betrekking op de relatie van bestuurders en aandeelhouders versus de prestatie van de vennootschap. Heel summier beschreven gaat het bij deze theorie om de veronderstelling dat *boards* aanvankelijk niet profiteren van de goede prestaties die zij hebben geleverd. Bovendien bestaat er altijd de mogelijkheid dat de *board* haar eigen belang laat prevaleren boven het vennootschappelijke belang, hetgeen kosten met zich meebrengt, zogenaamde '*agency costs*'. Daarenboven stellen Easterbrook & Fischel dat (individuele) aandeelhouders niet de mogelijkheid hebben om de *board* effectief te controleren. Kortom: de theorie van Easterbrook & Fischel gaat uit van de heilzame werking die wordt toegedicht aan de *market for corporate control*.

⁴²⁴ Lipton 2005, p. 1369.

⁴²⁵ Lipton 1979, p. 105-106.

⁴²⁶ Lipton 1979, p. 131.

⁴²⁷ Lipton 1979, p. 114-115.

⁴²⁸ Zie over de standpunten van Lipton onder andere Stout 2005, p. 1435-1454 & Balotti/Varallo & Czeschin 2005, p. 1399-1417.

⁴²⁹ Easterbrook & Fischel 1981, p. 1161-1204.

Beschermingsconstructies frustreren deze werking en derhalve dienen *boards* van Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen zich te onthouden van het nemen van dergelijke maatregelen. Easterbrook & Fischel stellen zelfs dat de *board* niet op zoek mag gaan naar een *white knight*, omdat dit ook een verstorende effect heeft op de werking van de overnamemarkt.⁴³⁰

§ 5.6.3 De doorslaggevende rol van het Delaware Supreme Court

De hierboven beschreven discussie werd in 1985 beslecht door een viertal uitspraken van het *Delaware Supreme Court*. De uitkomsten van deze uitspraken bepalen thans nog steeds het wettelijk kader inzake het bestuurlijk handelen van de *board* bij een vijandige overname. De belangrijkste uitkomsten van deze uitspraken worden hieronder op chronologische wijze besproken alvorens over te gaan tot de bespreking van de recente ontwikkelingen op het gebied van het bestuurlijk handelen van de *board*.

In de zaak *Smith versus Van Gorkom*⁴³¹ liet het *Delaware Supreme Court* zich voor het eerst uit over de positie van de *board* bij een overname. Zij oordeelde dat de *board* geen neutrale positie kan innemen bij een overnamebod. In casu werd een bod uitgebracht op Trans Union waarna deze zou gaan fuseren met de bieder. De *board of directors* stonden niet onwelwillend tegenover het voorstel en men kan dus spreken van een vriendelijk overnamebod. Het opmerkelijke aan deze zaak is echter dat de *board* aansprakelijk werd gehouden voor het handelen in strijd met de *duty of care* en dientengevolge schadeplichtig was. Het *Delaware Supreme Court* was van mening dat de *directors* hadden gehandeld met grove nalatigheid bij de beoordeling van het fusievoorstel, omdat zij tijdens de desbetreffende vergadering hadden ingestemd met de fusie terwijl zij niet goed waren voorbereid. Bovendien duurde de vergadering slechts twee uur en er was door de *directors* geen advies ingewonnen over de waardering, inhoud en voorwaarden van het bod. Alhoewel er diverse argumenten te noemen zijn die in het voordeel van het besluit van de *directors* pleiten,⁴³² achtte de rechter deze niet van wezenlijk belang.⁴³³ Ondanks het feit dat het hier ging om een vriendelijk overname bod kan uit deze uitspraak worden gededuceerd dat de *directors* bij zowel een vriendelijk als een vijandig overname bod altijd de nodige zorgvuldigheid in acht dienen te nemen om zodoende een aansprakelijkheidsstelling te voorkomen.

Het *Delaware Supreme Court* heeft in de affaire *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁴³⁴ (hierna: *Unocal*) een oordeel gegeven over het bestuurlijk handelen van de *board* ten tijde van een vijandige overname.⁴³⁵ In deze zaak ging het over een vijandig bod van Mesa op Unocal.

⁴³⁰ Van Ginneken 2010, p. 121-123. Zie ook Van Ginneken 2008, p. 1074-1078.

⁴³¹ *Smith v. Van Gorkom*, 448 A.2d 858 (Del. 1985).

⁴³² De overnameprijs lag aanzienlijk boven de beurskoers en een groot deel van de aandeelhouders ging dan ook akkoord met de deal. Daarnaast stonden de *board of directors* onder enorme tijdsdruk en was het orgaan bovendien samengesteld uit gerenommeerde en onafhankelijke *directors*. Ook waren er geen concurrerende biedingen voor Trans Union.

⁴³³ Van Ginneken 2010, p. 126-129.

⁴³⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

⁴³⁵ Zie over deze uitspraak onder andere Gaughan 2007, p.223-224, Van Ginneken 2008, p. 1080-1084, Assink 2007, p. 96-97 & Rock 1994, p. 1006-1009.

De *directors* van Unocal kwamen, nadat zij zich intensief had laten informeren door bankiers, juristen en andere specialisten, tot de conclusie dat het bod van Mesa veel te laag was. Vervolgens stelden zij enkele beschermingsconstructies in werking om Mesa buiten de poort te houden. Het *Delaware Supreme Court* oordeelde dat de *board* de verplicht is om na te gaan of het uitgebrachte bod in het belang is van de vennootschap en haar aandeelhouders. Ook hier is een passieve rol van de vennootschapsleiding expliciet van de hand gewezen.⁴³⁶ De actieve rol van de vennootschapsleiding is echter niet onbeperkt. Het handelen van de *board* dient te worden getoetst aan de zogenaamde '*modified business judgment rule*'.⁴³⁷ Deze test impliceert dat de *board of directors* niet automatisch beschikt over de protectionistische werking van de *business judgment rule*, omdat het risico van tegenstrijdig belang nadrukkelijk aanwezig is.⁴³⁸

De *modified business judgment rule* is een tweeledige test en bestaat uit een redelijkheidstoets en proportionaliteitstoets.⁴³⁹ Bij de redelijkheidstoets dient de *board* van de doelvennootschap te kunnen aantonen dat er redelijke gronden bestaan voor de bedreiging van het beleid en de effectiviteit van de vennootschap. De proportionaliteitstoets houdt in dat de *board* moet kunnen bewijzen dat de genomen (beschermings)maatregel redelijk was ten opzichte van de potentiële dreiging.⁴⁴⁰ De open norm van het proportionaliteitsvereiste in 1995 nader ingevuld door een uitspraak van het *Delaware Supreme Court* in de zaak Unitrin.⁴⁴¹ Het Amerikaanse rechtcollege oordeelde in deze kwestie namelijk dat beschermingsmaatregelen die uitsluitend ofwel dwingend zijn niet gerechtvaardigd kunnen worden en derhalve als draconisch moeten worden gezien. Dit betekent dat de *board* geen dermate strenge maatregelen (uitsluitend of dwingend) mag nemen om een overnamedreiging te neutraliseren.⁴⁴²

Aan de redelijkheidstoets wordt in de praktijk doorgaans snel voldaan, omdat men aanneemt dat de *board* te goeder trouw heeft gehandeld indien zij een redelijke mate van onderzoek heeft ingesteld. Ook de proportionaliteitstoets kent geen zware eisen. Zolang er een mogelijkheid bestaat om de *board* van de doelvennootschap te vervangen, zal het inzetten van een beschermingsconstructie niet snel disproportioneel worden geacht.⁴⁴³ Aan beide toetsten werd in de Unocal zaak voldaan en wanneer de *board* de *modified business judgment rule* succesvol doorstaat, geniet het de bescherming van de 'gewone' *business judgment rule*. Zo niet dan wordt het bestuurlijk handelen getoetst aan de veel strengere *entire fairness test*, waarbij de bewijslast rust op de *board of directors*. Dan dienen zij te kunnen aantonen dat hun

⁴³⁶ Zie *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 954 en p. 955 voetnoot 10.

⁴³⁷ Synoniemen voor deze toets zijn '*enhanced scrutiny test*' of '*enhanced business judgment rule*'. Zie ook Assink 2007, p. 258.

⁴³⁸ Zie *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 954.

⁴³⁹ Zie over de *enhanced scrutiny test* onder andere De Groot 2009, p. 40-41, Van Wijk 2009, p. 281-282, Assink 2007, p. 328-365 en Hunt 2004, p. 508. Zie ook *Omnicare, Inc v. NCS Healthcare, Inc.*, A.2d. 914 (Del.Supr.2003).

⁴⁴⁰ Van Ginneken 2010, p. 132.

⁴⁴¹ *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

⁴⁴² Onder draconisch moet in deze situatie worden verstaan dat beschermingsmaatregelen niet uitsluitend ofwel dwingend mogen zijn. Bovendien moet de beschermingsconstructie binnen bepaalde redelijke grenzen blijven.

⁴⁴³ *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

handelingen volledig billijk zijn geweest ten aanzien van het belang van de vennootschap.⁴⁴⁴ De *entire fairness test* laat de beschermende werking van de *business judgment rule* in beginsel buiten beschouwing en verschuift de bewijslast dus naar de *directors*.⁴⁴⁵ In de zaak Weinberger v. UOP Inc.⁴⁴⁶ oordeelde het *Delaware Supreme Court* dat de *entire fairness test* twee componenten kent. Er dient zowel sprake te zijn van een *fair price* als ook van *fair dealing*.⁴⁴⁷ Beide componenten moeten worden gezien in het geheel van feiten en omstandigheden.⁴⁴⁸

Een andere belangrijke uitspraak inzake de normering van het bestuurlijk handelen van de *board of directors* gedurende een vijandige overnamesituatie is het oordeel van de *Delaware Supreme Court* in de zaak Revlon versus Mac Andrews & Forbes Holding, Inc.⁴⁴⁹ Deze uitspraak staat ook wel bekend als de Revlon-doctrine⁴⁵⁰ en vult de in Unocal ontstane regel nader in door de bestuursvrijheid van de *board* te begrenzen. Zodra de overname van een beursgenoteerde vennootschap een vaststaand gegeven is, dient de *board* zich uitsluitend te richten op de belangen van de aandeelhouders. Dit betekent dat de *board* een zo hoog mogelijke opbrengst op de aandelen dient te verwezenlijken.⁴⁵¹ Voor de wijze waarop de *board* deze aandeelhouderswaarde dient te maximaliseren, bestaan geen eenduidige normen. Deze aandeelhoudersbenadering vindt dus alleen plaats op het moment dat duidelijk is dat de vennootschap zal worden overgenomen.⁴⁵² Verder kan uit de Revlon-doctrine worden opgemaakt dat vanaf het moment dat vaststaat dat de vennootschap zal worden vervreemd, het bestuurlijk handelen van de *board* geen protectie meer geniet van de *Unocal*-test. Indien vaststaat dat de vennootschap zal worden overgenomen dan bestaat er immers geen gevaar meer voor het beleid en de effectiviteit van de vennootschap. Ook de aandeelhouders behoeven geen bescherming meer voor een inadequaat bod.⁴⁵³

Een essentiële vraag inzake de Revlon-doctrine is de volgende: op welk moment is de overname van de vennootschap een vaststaand gegeven? Doorgaans worden er drie situaties onderscheiden waarin men aanneemt dat de overname van een vennootschap een feit is. De drie situaties zijn: (i) het moment dat de *board* een biedproces initieert om de vennootschap te vervreemden dan wel te herstructureren en welke de facto zal leiden tot de opsplitsing van de vennootschap of; (ii) het moment dat de vennootschap afstapt van haar lange termijn strategie en een alternatieve transactie zoekt, welke in feite de opsplitsing van de vennootschap tot gevolg heeft of; (iii) het moment dat de vennootschap een transactie aangaat waarbij er sprake

⁴⁴⁴ Van Ginneken 2010, p. 130-133.

⁴⁴⁵ Assink 2007, p. 328.

⁴⁴⁶ Weinberger v. UOP Inc. (Del. 1983).

⁴⁴⁷ Assink 2007, p. 335.

⁴⁴⁸ Van Ginneken 2010, p. 229-230.

⁴⁴⁹ Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁴⁵⁰ Assink 2007, 354.

⁴⁵¹ Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986), p. 182. Vgl. art. 2:359b lid 1 sub a BW.

⁴⁵² Steins Bisschop 2008, p. 31

⁴⁵³ Van Ginneken 2010, p. 134. Zie ook Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986), p. 182.

is van een *change of control*.⁴⁵⁴ Dit impliceert dat de Revlon-norm slechts in een beperkt aantal situaties toepassing vindt en buiten deze gevallen wordt aan de *board* een grote mate van vrijheid gegeven om beschermingsmaatregelen te nemen.⁴⁵⁵ Terugkomend op de visie van Easterbrook & Fischel kan dus geconcludeerd worden dat deze uitdrukkelijk door het *Delaware Supreme Court* van de hand wordt gewezen.

In de uitspraak *Moran versus Household International, Inc.*⁴⁵⁶ waren een tweetal aandeelhouders, waaronder Moran, van mening dat de *board* in strijd handelde met haar *fiduciary duties*. Het betrof hier de introductie van een *poison pill*, hetgeen gekwalificeerd kan worden als een zeer agressieve beschermingsconstructie.⁴⁵⁷ De twee aandeelhouders achtten een dergelijke beschermingsmaatregel onrechtmatig, omdat: (i) zij van mening waren dat de *board*, op grond van § 157 *DGCL*, niet bevoegd was om een dergelijke beschermingsconstructie te treffen en (ii) dat de emissie van effecten geen financieringsdoel had.⁴⁵⁸ Ten aanzien van het laatste oordeelde het *Delaware Supreme Court* dat de wetshistorie geen aanleiding geeft om te kunnen concluderen dat de *board* deze bevoegdheid niet zou kunnen aanwenden voor bescherming van de vennootschap.⁴⁵⁹ Daarnaast oordeelde het gerecht dat, op basis van de *Unocal*-uitspraak, het handelen van de *board* niet strijdig was met de *fiduciary duties*. De reactie van de *board* kon worden gekwalificeerd als redelijk ten aanzien van de overnamedreiging, aldus het *Delaware Supreme Court*.⁴⁶⁰

§ 5.6.4 Huidige situatie stand van zaken

Resumerend op bovenstaande subparagrafen kunnen een aantal conclusies worden getrokken ten aanzien van *blank check preferred shares* en de gedragsnormen die de *board of directors* daarbij in acht dient te nemen. Ten eerste wordt de passiviteitsgedachte en de daarop gebaseerde visie van Easterbrook & Fischel nadrukkelijk verworpen door het *Delaware Supreme Court*. De *board* van een Amerikaanse beursgenoteerde vennootschap hoeft allesbehalve passief en neutraal te blijven. Zij hebben daarnaast vele mogelijkheden tot hun beschikking om beschermingsconstructies in het leven te roepen, omdat de *board* in beginsel wordt beschermd door de *business judgment rule*.⁴⁶¹ De regel houdt in dat een *director* of de *board of directors* niet voor ieder, achteraf gezien, inefficiënt besluit aansprakelijk kunnen worden gesteld. *Directors* worden geacht dat zij goed op een geïnformeerde basis besluiten nemen. Daarnaast dienen zij te goeder trouw te handelen en moeten zij de volle overtuiging

⁴⁵⁴ Een *change of control* vindt plaats indien de meerderheid van de aandelen met het daaraan verbonden stemrecht in handen komen van een grootaandeelhouder. In andere bewoordingen: indien de meerderheid van de aandelen na de transactie in handen blijven van een zeer gefragmenteerde groep van aandeelhouders dan is er geen sprake van een *change of control*. Zie *Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.* 650 A. 2d 1270 (Del. 1994), p. 1289-1290.

⁴⁵⁵ Van Ginneken 2010, p. 135. Zie ook Wakkie 2004, p. 425-426.

⁴⁵⁶ *Moran v. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁴⁵⁷ Van Ginneken 2010, p. 135-136.

⁴⁵⁸ Posch 2008, p. 1109.

⁴⁵⁹ *Moran v. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346 (Del. 1985), p. 1351.

⁴⁶⁰ Zie voor een uitgebreide behandeling van deze uitspraak onder andere Van Ginneken 2010, p. 135-138, Posch 2008, p. 1108-1110, Van Ginneken 2008, p. 1087-1089, Gaughan 2010, p. 188-189, Newman 2007, p. 640-680, Byttemier 1993, p. 418-420 & Ellin 1987, p. 413-436.

⁴⁶¹ Zie ook Wakkie 2004, p. 425-426.

hebben dat het te nemen besluit in het belang van de vennootschap is. Naast deze zorgvuldigheidsplicht hebben de *board of directors* en iedere *director* afzonderlijk ook een loyaliteitsplicht. Deze impliceert, kort gezegd, dat de *board* haar taak te goeder trouw uitvoert en in het belang van de vennootschap. De bevoegdheid tot het nemen van beschermingsmaatregelen is echter niet onbeperkt, omdat ook de Amerikaanse wetgever van mening is dat het risico op het voordoen van een tegenstrijdig belang nadrukkelijk aanwezig is. Om deze reden moet het bestuurlijk handelen van de *board*, ten tijde van een vijandige overnamedreiging, worden getoetst aan de in de Unocal-rechtspraak geformuleerde *modified business judgment rule*. Indien aan deze tweeledige test, bestaande uit een redelijkheidstoets en proportionaliteitstoets, is voldaan, dan beschikt de *board* over de beschermende werking van de Unocal-test.

De Revlon-doctrine kan vervolgens gezien worden als een begrenzing van de bestuursvrijheid inzake het nemen van beschermingsconstructies. De beschermende werking van de Unocal-toets geldt namelijk niet in Revlon-situaties, welke overigens niet snel zullen voorkomen. Revlon-situaties zijn situaties waarin de overname van de vennootschap vaststaat. Er is dan geen sprake meer van een overnamedreiging. Mocht er desalniettemin sprake zijn van Revlon-situaties dan wordt het bestuurlijk handelen getoetst aan een strengere norm⁴⁶² en dient de *board* een *level playing field te creëren* waarop de aandeelhouders de hoogst mogelijke waarde voor hun aandelen kunnen realiseren. De *board* dient in dergelijke situaties zich uitsluitend te richten op de belangen van de aandeelhouders en concreet betekent dit dat zij een zo hoog mogelijke waarde voor de aandelen dient te genereren.⁴⁶³

Samengevat kan worden geconcludeerd dat de *DGCL* de *board of directors* de mogelijkheid biedt om preferente aandelen te emitteren. Doorgaans is een adequate overweging door de *board* afdoende om hiertoe over te gaan. Niettemin kan het *Chancery Court*⁴⁶⁴ of het *Delaware Supreme Court* bepaalde specifieke transacties toetsten aan diverse standaarden, maar normaal gesproken wordt de uitgifte van preferente aandelen getoetst aan de *business judgment rule*. Indien de *board* bij de emissie zich te goeder trouw gedraagt en zorgvuldig handelt lopen de *directors* geen risico op aansprakelijkheidsstelling. Echter bestaat altijd het risico dat de *board* zich uitsluitend richt op haar eigen belang. Mocht er sprake zijn van dergelijke omstandigheden dan zal de rechter dit toetsten aan de voor bestuurders gunstige ‘Unocal’ standaard, tenzij er sprake is van een Revlon-situatie of een aandeelhouder die met verifieerbare feiten kan bewijzen dat er sprake is van een tegenstrijdig belang.⁴⁶⁵

⁴⁶² De normering van het bestuurlijk handelen in Revlon-situaties wordt niet in dit onderzoek besproken, omdat dit onderzoek zich uitsluitend richt op situaties waarin het inzetten van beschermingsconstructies nog mogelijk is.

⁴⁶³ Steins Bisschop 2008, p. 32.

⁴⁶⁴ Het *Chancery Court* is een in het vennootschapsrecht gespecialiseerde balie en rechterlijke instantie, welke enigszins te vergelijken is met de OK. Zie ook de officiële website op <<http://courts.delaware.gov/chancery/>> en Doorman 2004, p. 402.

⁴⁶⁵ Rock 1994, p. 1006-1007.

§ 5.7 Overeenkomsten en verschillen

In deze slotparagraaf zullen de verschillen en overeenkomsten worden behandeld die er bestaan tussen diverse facetten van de Nederlandse en Amerikaanse beschermingsprefs. Zo zullen de verschillen en overeenkomsten worden behandeld van de kenmerken en eigenschappen van beschermingsprefs, alsmede welke organen bevoegd zijn tot de uitgifte van preferente beschermingsaandelen en welke regels zij daarbij in acht dienen te nemen. Daarnaast zal tevens de bruikbaarheid van de Nederlandse en Amerikaanse beschermingsprefs in de huidige praktijk worden behandeld.

§ 5.7.1 Overeenkomsten tussen beschermingsprefs en blank check preferred stock

Zoals al meerdere malen in dit rapport is beschreven, tonen de Nederlandse en Amerikaanse variant van beschermingsprefs veel overeenkomsten. Beide beschermingsconstructies hebben exact dezelfde werking, namelijk het doen verwateren van het belang van de vijandige bidder door de stemverhouding in de AvA te wijzigen. Dit betekent echter niet dat zij alleen voor beschermingsdoeleinden kunnen worden gebruikt. De uitgifte van preferente beschermingsaandelen kan, zowel in Amerika als in Nederland, ook worden gebruikt voor de financiering van de activiteiten van de vennootschap. Kortom: de doeleinden van beide vormen van preferente aandelen kunnen gelijk zijn, maar dat hoeft niet altijd zo te zijn.

Een tweede overeenkomst tussen beschermingsprefs en *blank check preferred stock* is dat zij normaal gesproken statutair zijn vastgelegd en derhalve gezien kunnen worden als statutaire beschermingsmaatregelen. Voordat een NV besluit om de beurs op te gaan zal zij in de regel haar statuten zodanig inrichten dat daar bepalingen in staan beschreven die de vennootschap kunnen beschermen bij vijandige overnamedreigingen.⁴⁶⁶ In de VS wordt middels een *blank check authority* bepaling in het *charter* de mogelijkheid gecreëerd om *blank check preferred stock* uit te geven. Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen hebben gewoonlijk in hun statuten ook bepalingen opgenomen die de mogelijkheid creëren om over te gaan tot de emissie van beschermingsprefs. Zowel in Amerika als in Nederland wordt de emissiebevoegdheid voor het emitteren van beschermingspreferente aandelen in de regel toegekend aan het bestuur.

De Nederlandse normering van het bestuurlijk handelen, hetgeen een belangrijke rol speelt bij het initiëren van beschermingsconstructies, vertoont veel gelijkenissen met de VS. Zowel in Nederland als in Amerika is een passieve houding van het bestuur uitdrukkelijk van de hand gewezen. In Nederland is de passiviteitsregel afgewezen door deze niet verplicht voor te schrijven, terwijl in de VS men naar aanleiding van de (besproken) jurisprudentie tot eenzelfde eindconclusie kan komen. In beide landen zijn er door rechters diverse normen geformuleerd die een bestuur in acht dient te nemen op het moment van een vijandige overname. Zo dienen Nederlandse rechters grote terughoudendheid te betrachten bij het beoordelen van gedragingen van bestuurders, omdat er over het algemeen de overtuiging heerst dat niet elke inefficiënte bestuursbeslissing gesanctioneerd dient te worden.⁴⁶⁷ Het is

⁴⁶⁶ Posch 2008, p. 1100.

⁴⁶⁷ Vgl. *business judgment rule*.

uitdrukkelijk niet de bedoeling dat de rechter op de stoel van de ondernemer gaat zitten, omdat dit niet de taak van de rechter is. Bovendien dreigt dan het risico van wijsheid achteraf. In de VS heerst eenzelfde opvatting. Tenslotte vertoont de RNA-norm veel gelijkenissen met de Unocal-test. Beide toetsten gaan namelijk uit van een adequate en proportionele reactie op een reële dreiging.

§ 5.7.2 Verschillen tussen beschermingsprefs en blank check preferred stock

Naast de hierboven beschreven overeenkomsten bestaan er ook diverse verschillen. In deze subparagraaf worden deze verschillen die tijdens het onderzoek aan het licht zijn gekomen besproken om vervolgens in het navolgende hoofdstuk een antwoord te geven op de centrale juridische onderzoeksvraag.

Ten eerst kennen de Amerikaanse beschermingsprefs een langere geschiedenis dan de Nederlandse variant. *Blank check preferred stock* dateert van 1927 terwijl beschermingsprefs in Nederlands pas hun intrede deden in de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw.⁴⁶⁸ Dit in mijn ogen niet noemenswaardige verschil heeft dan ook geen significante invloed op het onderzoek en vandaar dat wordt volstaan met de enkele benoeming hiervan.

Zoals in de vorige subparagraaf is beschreven, zijn *blank check preferred stock* en beschermingsprefs over het algemeen statutaire beschermingsconstructies, omdat zij voor de beursgang in de statuten worden opgenomen. De statuten spelen echter een verschillende rol. Zowel het Amerikaanse *charter* als de Nederlandse statuten bepalen de voorwaarden van de emissie, maar de *board* van een Amerikaanse beursvennootschap heeft echter het recht om, ten tijde van de uitgifte, nader te bepalen welke rechten aan de beschermingsprefs kleven. Posch constateert, met een verwijzing naar een artikel van Buijn,⁴⁶⁹ dat in Nederland de mogelijkheid hiertoe beperkt is.⁴⁷⁰ Eerstgenoemde stelt namelijk dat statutair exact dient te worden vastgesteld welke rechten aan de verschillende soorten aandelen toekomen.⁴⁷¹ Kortom: de bestuursautonomie van de *board* ten aanzien van de emissie van beschermingsprefs is in Amerika veel ruimer dan in Nederland.

Daarnaast is het in de VS mogelijk om de *board* voor onbepaalde tijd te benoemen tot emissiebevoegd orgaan inzake beschermingsprefs. Het Nederlandse recht kent een dergelijke delegatie van de emissiebevoegdheid voor onbepaalde tijd niet. Art. 2:96 lid 1 BW bepaalt namelijk dat de bevoegdheid tot het besluiten tot emissie van aandelen in beginsel aan de AvA toekomt en van dit uitgangspunt kan alleen worden afgeweken bij besluit van de AvA of via een statutaire bepaling en dan ten hoogste voor een periode van vijf jaar. Deze bepaling is van dwingend recht en past mijns inziens goed in de huidige Nederlandse visie op beschermingsconstructies, omdat in Nederland namelijk veelal gebruik wordt gemaakt van technische beschermingsmaatregelen. Dit zijn statutaire bepalingen die de zeggenschapsmacht

⁴⁶⁸ Beide landen kennen echter wel een lange traditie van beschermingsconstructies in het algemeen.

⁴⁶⁹ Buijn 1999, § 2.

⁴⁷⁰ Posch 2008, p. 1118.

⁴⁷¹ Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 219.

van aandeelhouders beperken.⁴⁷² De onmogelijkheid om de emissiebevoegdheid voor onbepaalde tijd te delegeren, heeft naar alle waarschijnlijkheid te maken met het feit dat Nederland structurele beschermingsconstructies is gaan ontmantelen.⁴⁷³

Een ander belangrijk verschil ten aanzien van de emissie van preferente aandelen is gelegen in de status van de vriendelijke partij en de daarbij in acht te nemen regels. Op dit gebied kunnen namelijk meerdere verschillen worden geconstateerd. De uitgifte van beschermingsprefs in Nederland is doorgaans is gelieerd aan een stichting, hetwelk in de VS volgens Van Ginneken niet voorkomt.⁴⁷⁴ Het statutaire doel van de stichting is het behartigen van de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen. Om dit doel te verwezenlijken beschikt de stichting doorgaans over een optierecht, meestal in de vorm van een call-optie. In de VS worden de beschermingsprefs geëmitteerd aan een vriendelijke partij (*white squire*), ofwel een aandeelhouder zonder vijandige intenties. Om de vriendelijkheid van een *white squire* te garanderen, worden er dikwijls stemovereenkomsten en *standstill agreements* overeengekomen. In Nederland zijn dergelijke maatregelen niet nodig, omdat doorgaans het statutaire doel van de stichting op een dusdanige wijze is geformuleerd dat gegarandeerd wordt dat zij bij een vijandige overnamedreiging de belangen van de vennootschap behartigt.⁴⁷⁵ De Amerikaanse constructie heeft mijns inziens zo zijn voor- en nadelen. Het voordeel is dat de problemen inzake onafhankelijkheid van het stichtingsbestuur en het financieringsverbod geen rol spelen. Een mogelijk nadeel is dat de *white squire* ten tijde van de vijandige overnamedreiging (tijdelijk) niet beschikt over de financiële middelen welke noodzakelijk zijn om de beschermingsconstructie in werking te stellen. Daarnaast is het nogal een kostbare aangelegenheid voor de vriendelijke partij en is het niet op voorhand duidelijk wat de meerwaarde hiervan is voor deze partij.

Een vijfde verschil tussen beschermingsprefs en *blank check preferred stock* heeft betrekking op de daadwerkelijke emissie van de preferente aandelen. De *NYSE* kent een bepaling die een vennootschap beperkt in het aantal uit te geven preferente aandelen. Een vennootschap mag op grond van § 3.12 *NYSE* niet meer dan 20% van het uitstaande kapitaal aan aandelen emitteren. Voor een emissie met een hogere waarde dienen de aandeelhouders goedkeuring te verlenen. Doordat in de staat *Delaware* zogenaamde '*business combination statutes*' zijn aangenomen is de beschermingsmaatregel niet beperkt tot de 20%-grens. Een emissie van preferente beschermingsaandelen ter waarde van 16% van het uitstaande kapitaal voorziet dan in een effectieve bescherming, tenzij sprake is van een van de drie uitzonderingen genoemd in § 203 *DGCL*. Alhoewel de Nederlandse wetgeving een dergelijke beperking niet kent, is er wel een soortgelijke restrictie en wel in de vorm van het verplicht bod ex art. 5:70 lid 1 Wft. Dit artikel bepaalt, kort gezegd, dat een aandeelhouder of eenieder die alleen of tezamen overwegende zeggenschap verwerft in een Nederlandse beursgenoteerde NV verplicht is een bod uit te brengen op alle uitgegeven aandelen. Op deze regel bestaat echter een vrijstelling

⁴⁷² Steins Bisschop 2008, p. 7.

⁴⁷³ Assink 2009, p. 34.

⁴⁷⁴ Van Ginneken 2010, p. 109.

⁴⁷⁵ Daarnaast kan de optieovereenkomst de stichting bepaalde verplichtingen opleggen die het belang van de vennootschap dienen.

en deze is neergelegd art. 5:71 lid 1 sub c Wft. Indien aan de vereisten van dit artikel is voldaan, dan is men vrijgesteld van art. 5:70 lid 1 Wft en dus van de verplichting om een openbaar bod uit te brengen.

Tenslotte kan ten aanzien van de bruikbaarheid in de praktijk nog een verschil worden geconstateerd. Thans maken veel beursgenoteerde ondernemingen in Nederland gebruik van beschermingsprefs als beschermingsconstructie. In de VS wordt veel minder gebruik gemaakt van beschermingsprefs als defensiemechanisme. Naar alle waarschijnlijkheid komt dit omdat Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen de beschikking hebben over een veelvoud van andere beschermingsconstructies die de *board* zonder enige bemoeienis van aandeelhouders kan doorvoeren.⁴⁷⁶ Een bekend voorbeeld daarvan is de *poison pill*, een beschermingsmaatregel die niet in het Nederlandse recht voorkomt. Niettemin beschikken veel Amerikaanse beursvennootschappen over een *blank check preferred stock* bepaling. De redenen hiervoor is dat een dergelijke constructie bruikbaar kan zijn bij het snel en efficiënt verwezenlijken van een acquisitie of het creëren van een *poison pill*.

⁴⁷⁶ Van Ginneken 2010, p. 109.

6. Conclusie

Na bestudering van verschillende opinies in de rechtsliteratuur en de uitvoering van diverse uitvoerige analyses van relevante jurisprudentie kan een antwoord worden gegeven op de onderzoeksvraag: welke overeenkomsten en verschillen bestaan er tussen de Nederlandse en Amerikaanse variant van beschermingsprefs en in hoeverre worden Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen thans effectief beschermd door deze beschermingsconstructie?

De mogelijke doeleinden waarvoor beschermingsprefs in Nederland worden gebruikt, verschillen nauwelijks met de doeleinden in Amerika. Doorgaans gaat het om bescherming van de doelvennootschap door het doen verwateren van het aandelenbelang van de onwelgevallige bidder of om het snel en efficiënt financieren van acquisities. In de VS kan de *blank check authority* bepaling echter ook worden gebruikt voor het creëren van een *poison pill*, een beschermingsconstructie die het Nederlandse recht niet kent. Toch is er nog een ander praktisch verschil. Veel Nederlandse beursvennootschappen gebruiken beschermingsprefs voornamelijk ter bescherming tegen vijandige bidders, terwijl talrijke Amerikaanse vennootschappen de prefs in veel gevallen gebruiken voor het creëren van een *poison pill* of het op een efficiënte wijze plegen van een acquisitie. Vaak wordt in beide landen de mogelijkheid om beschermingsprefs te emitteren opgenomen in de statuten en daarbij wordt het bestuur van de beurs-NV doorgaans emissiebevoegd verklaard. Belangrijk verschil is dat de emissiebevoegdheid in Nederland voor maximaal vijf jaar kan worden gedelegeerd. Een dergelijke beperking bestaat in de VS niet en dit impliceert dat de *board* voor onbepaalde tijd emissiebevoegd kan worden verklaard. Daarnaast wordt in Nederland dikwijls door het vennootschapsbestuur een optie verleend aan het bestuur van een stichting. Het doel van die stichting is het behartigen van de belangen van de beursgenoteerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, alsmede alle die daarbij betrokken zijn. Deze constructie komt in de VS niet voor. De beschermingsprefs worden daar geplaatst bij een vriendelijke aandeelhouder (*white squire*).

Ten aanzien van de normering van het bestuurlijk handelen bestaan wederom overeenkomsten en verschillen. Wat betreft de overeenkomsten is in beide landen de passiviteitsgedachte expliciet van de hand gewezen. In Nederland heeft dit plaatsgevonden door de implementatie van de Overnamerichtlijn, terwijl in de VS de rechtspraak daarvoor verantwoordelijk is geweest. Daarnaast wordt het bestuurlijk handelen in de VS getoetst aan de hand van de Unocal-test en deze vertoont veel gelijkenissen met de RNA-norm. Beide toetsingsnormen gaan uit van een adequate en proportionele reactie op een reële dreiging. Het is echter vooralsnog onduidelijk wanneer de RNA-norm dient te worden toegepast. Niettegenstaande het voorgaande wordt over het algemeen aangenomen dat de *board* ruimere bevoegdheden heeft ten aanzien van de emissie van beschermingsprefs dan een Nederlands vennootschapsbestuur. Dit komt onder andere doordat de *board* doorgaans het recht heeft om, op het moment van de uitgifte, nader te bepalen welke rechten er aan de beschermingsprefs kleven. In Nederland heeft het vennootschapsbestuur dit recht niet en wordt in de statuten

nauwkeurig vastgelegd welke rechten er verbonden zijn aan de beschermingsprefs. Een andere reden voor het feit dat de bestuursautonomie in de VS groter is, heeft te maken met het feit dat aandeelhouders van een Amerikaanse beursvennootschap minder vennootschapsrechtelijke bevoegdheden hebben. Daarenboven biedt de rechtspraak in de VS ruime mogelijkheden om met succes beschermingsconstructies in het leven te roepen.

Verder dient ook nog de vraag te worden beantwoord of Nederlandse beurs-NV's vandaag de dag nog (steeds) effectief worden beschermd door de emissie van beschermingsprefs? Daarbij zij opgemerkt dat het in Nederland in beginsel geoorloofd is om beschermingsmaatregelen te treffen, mits dit niet in strijd is met art. 2:8 BW. Vooraleer een antwoord te geven op de bovenstaande vraag wordt eerst nog even stilgestaan bij de juridische houdbaarheid van beschermingsprefs en de regels die in acht dienen te worden genomen bij de emissie daarvan. Schwarz en Steins Bisschop stellen dat beschermingsprefs juridisch gezien onhoudbaar zijn. Ofschoon de kritiek van de zojuist genoemde personen op het eerste gezicht zeer plausibel lijkt, wordt het merendeel hiervan mijns inziens door heldere argumenten weerlegd. Daarnaast heeft Steins Bisschop ten aanzien van zijn kritiek weinig medestanders en biedt de rechtspraak mijns inziens vooralsnog geen aanleiding om te twijfelen aan de juridische houdbaarheid van beschermingsprefs. A contrario de beschermingsprefs zijn door de rechters algemeen erkend en aanvaard. Dit brengt mij tot de conclusie dat beschermingsprefs op dit moment, juridisch gezien, zeker houdbaar zijn.

Alhoewel de emissie in beginsel een aangelegenheid is van de AvA kan zij deze bevoegdheid bij besluit of statutair tijdelijk delegeren aan het bestuur of een andere vennootschapsrechtelijk orgaan. Het bestuur kan vervolgens weer een optierecht verlenen aan een bevriende stichting. De stichting dient daarbij wel te beschikken over een onafhankelijk bestuur en bovendien kan uit de Stork-casus worden afgeleid dat het raadzaam is om het stichtingsdoel ruim te formuleren zodat dit niet alleen beperkt is tot vijandige overnames. Bij de uitoefening van het optierecht dient het stichtingsbestuur altijd een belangenafweging te maken. Verder brengt de daadwerkelijke uitoefening van het optierecht door de stichting niet met zich mee dat de stichting gekwalificeerd kan worden als medebeleidsbepaler. Daarnaast geldt dat indien de beschermingsprefs rechtsgeldig zijn geplaatst, de stichting de aan de aandelen verbonden stemrechten volledig mag uitoefenen. In de besproken jurisprudentie kunnen een aantal regels worden gedestilleerd die het bestuur bij de uitgifte van beschermingsprefs in acht dient te nemen. De emissie mag niet strijdig zijn met de statuten, het mag geen onevenredig nadeel toebrengen aan de doelstellingen van de bieder en bovendien is een uitgifte ongeoorloofd indien die uitsluitend bedoeld is om aandeelhoudersrechten te beperken. Daarnaast moet er sprake zijn van reële bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de aantasting van belangen van diegene die daarbij betrokken zijn. Vervolgens moet de reactie van de vennootschap adequaat en proportioneel zijn. Wat deze open normen exact inhouden, is vooralsnog onduidelijk en dient te worden bepaald aan de hand van de specifieke omstandigheden van het geval. Denk hierbij aan de hoeveelheid aandelen die worden uitgegeven en de mate van volstorting. Wat wel duidelijk is, is dat de beschermingsprefs niet voor onbepaalde tijd mogen worden gehandhaafd, omdat dit disproportioneel wordt geacht. Beschermingsprefs hebben als doel het

creëren van een status quo om zodoende te voorkomen dat, zonder voldoende overleg, er wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot op heden gevoerde beleid die naar het oordeel van laatstgenoemde niet in het belang zouden zijn van de vennootschap. Alhoewel in de rechtspraak bepaalde richtlijnen zijn gegeven, blijven er nog diverse vragen onbeantwoord. Waarom wordt bijvoorbeeld de RNA-norm niet consequent toegepast? Wat zijn de gevolgen voor effectiviteit van beschermingsprefs naar aanleiding van de uitspraak in de Stork-casus? Een eenduidige beantwoording van deze vragen is echter naar mijn mening essentieel, omdat de rechtszekerheid, zeker op de *market for corporate control*, daarbij gebaat is. Hopelijk ziet de wetgever deze noodzaak ook in. Gezien de recente ontwikkelingen binnen de legislatieve kringen van de EU met betrekking tot herziening van de Overnamerichtlijn en de voortdurende discussies rondom corporate governance lijkt de Nederlandse wetgeving steeds meer aansluiting lijkt te zoeken bij de Amerikaanse wetgeving. Of dit ook gaat resulteren in een versterkte positie van de vennootschapsleiding bij vijandige overnamedreigingen is vooralsnog onduidelijk.

Wat op dit moment echter wel duidelijk is, is dat op basis van het voorgaande kan worden gededuceerd dat door de emissie van beschermingsprefs beursvennootschappen thans effectief worden beschermd nadat een openbaar bod ex art. 5:70 Wft is uitgebracht. De stichting kan dan namelijk, behoudens statutaire of contractuele beperkingen, meer dan 30% van het uitstaande kapitaal aan aandelen uitgeven. Daarbij dient echter ook aan de andere voorwaarden van de vrijstellingsregeling (art. 5:71 lid 1 sub c Wft) te worden voldaan. In de praktijk komt een openbaar bod echter zelden voor. De eerder gestelde vraag kan dan ook specifieker worden gesteld, namelijk: is een beursvennootschap door de emissie van beschermingsprefs effectief beschermd indien een vijandige bidder geen voornemens heeft om een openbaar bod uit te brengen? Uit de formulering van art. 5:71 lid 1 sub c Wft kan worden opgemaakt dat de vrijstellingsregeling in die gevallen niet van toepassing is. De eindconclusie luidt dan ook dat de uitgifte van beschermingsprefs thans niet steeds voorziet in een totale bescherming van beursgenoteerde vennootschappen in Nederland. De in praktijk veelvuldig gehanteerde constructie van het plaatsen van beschermingsprefs bij een stichting kan slechts tot een waarde van net onder de 30%-grens van het uitstaande kapitaal leiden. Indien een activistische aandeelhouder over een soortgelijke hoeveelheid aandelen beschikt, kan deze met behulp van de stemmen van eensgezinde aandeelhouders met succes een strategiewijziging doorvoeren zonder dat het een openbaar bod hoeft te doen. Een mogelijke oplossing voor deze hiaat in de wetgeving is volgens Dortmund het certificeren van beschermingsprefs. Mijns inziens is het dan ook raadzaam om nader onderzoek te verrichten naar de (juridische) mogelijkheden hiervan, om zodoende de effectiviteit van beschermingsprefs te laten toenemen, zodat deze ook bescherming bieden tegen *hedge funds* en andere activistische aandeelhouders.

Literatuur

Abma 2006

R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2006, p. 169-177.

Abma 2010

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010', *Ondernemingsrecht* 2010, 109, p. 526-536.

Abma 2011

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011', *Ondernemingsrecht* 2011, 74, p. 367-375.

Allen, Jacobs & Strine 2001

W.T. Allen, J.B. Jacobs & L.E. Strine, 'Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law', *The Business Lawyer* 2001, Vol. 56, p. 1287-1321.

Arlen & Talley 2003

J. Arlen & E. Talley, 'Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice', *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152:577, p. 577-666.

Arsht 1976

S.S. Arsht, 'A History of Delaware Corporation Law', *Delaware Journal of Corporate Law* 1976, Vol. 1, No. 1, p. 1-22.

Asser/Maeijer 2000

Asser/Maeijer 2-III, *Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Tjeenk Willink 2000.

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, *Rechtspersonenrecht. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Assink 2005

B.F. Assink, 'Enige beschouwingen over Duitse ontwerpwetgeving, de Amerikaanse 'business judgment rule' en ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, 131, p. 372-378.

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht RUG, Deel 59, Deventer: Kluwer 2007.

Assink 2008

B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht', *Ondernemingsrecht* 2008, 66, p. 230-236.

Assink 2009

B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: F. Assink & A.M.W.H. Strik, *Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht. Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009.

Balotti/Varallo & Czeschin 2005

R.F. Balotti, G.V. Varallo & B.E. Czeschin, 'UNOCAL Revisited: Lipton's Influence on Bedrock Takeover Jurisprudence', *The Business Lawyer* 2005, Vol. 60, p. 1399-1417.

Barnhart, Spivey & Alexander 2000

S.W. Barnhart, M.F. Spivey & J.C. Alexander, 'Do Firm and State Antitakeover Provisions Affect How Well CEOs Earn Their Pay?', *Managerial and Decision Economics* 2000, Vol. 21, No. 8, p. 315-328.

Bartman/Dorresteyn 2009

S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009.

Ten Berg 2008

J.A.M. Ten Berg, 'De kapitaalbescherming op de helling', *Tijdschrift Onderneming & Financiering* 2008/3, p. 88-108.

De Beurs & Raaijmakers 2011

S. De Beurs & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance 2010', *Ondernemingsrecht* 2011/59, p. 304-306.

Bezemer e.a. 2008

P.J. Bezemer e.a., 'De adviserende rol van de commissaris in het licht van de code tabaksblad', *Tijdschrift Goed Bestuur* 2008-2, p.45-51.

Black 2001

B.S. Black, 'The core fiduciary duties of outside directors', *Asia Business Law Review* 2001, p. 1-30.

Den Boogert 2008

M.W. Den Boogert, 'Beursovername en beschermingsconstructies', in : M. den Boogert, H. Beckman, S. Dumoulin e.a., *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht (Den Boogert-bundel), Deventer: Kluwer 2008, p. 25-44.

Boot 1999

A.W.A. Boot, 'Corporate governance: hoe nu verder?', *Maandblad voor Accountancy & Bedrijfseconomie* 1999, Vol. 73, p. 533-544.

De Bos & Slagter 2007

A. De Bos & W.J. Slagter, *Financieel recht vanuit een juridisch perspectief*, Deventer: Kluwer 2007.

Bosveld & Goedbloed 1996

R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandeelkoersen', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 1996, Vol. 70 p. 261-270.

Brink 1998

M. Brink, 'Wanneer is een overnamebod vriendelijk?', *Bank en effectenbedrijf* 1998/11, p. 29.

Van Brunschot 2008

O.R. Van Brunschot, 'De slotakte van de Stork Saga', *Ondernemingsrecht* 2008, 77, p. 269-272.

Borokhovich e.a. 2006

A. Borokhovich e.a., 'Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders', *Journal of Law and Economics* 2006, Vol. 49, No. 2, p. 651-680.

Brown 1991

J.R. Brown, 'Discrimination, Managerial Discretion and the Corporate Contract', *Wake Forest Law Review* 1991, Vol. 26, nr. 3, p. 541-599.

Buijn 1999

F.K. Buijn, 'Een bijzonder soort aandelen: letteraandelen', *Tijdschrift voor Fiscaal Ondernemingsrecht* 1999, 24, § 2.

Buijn/Storm 2005

P. Sanders, W. Westbroek/F.K. Buijn & P.M. Storm (bew.), *BV en NV: het nieuwe ondernemingsrecht*, Serie Recht & Praktijk, Deventer: Kluwer 2005.

Buijs & Wouters 1998

D.C. Buijs & J. Wouters, *Het wetsvoorstel beschermingsconstructies. Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 1998.

Byttebier 1993

K. Byttebier, *Het vijandige overnamebod. Een vergelijkend onderzoek naar de wenselijkheid en haalbaarheid van het vijandige overnamebod als techniek van controleverwerving over beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn: MAKLU Uitgevers 1993.

Cantrijn & Kabir 1992

D. Cantrijn & R. Kabir, 'De invloed van preferente beschermings aandelen op aandelenkoersen', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 1992, p. 328-340.

Carleton, Nelson & Weisbach 1998

W.T. Carleton, J.M. Nelson & M.S. Weisbach, 'The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF', *The Journal of Finance* 1998, Vol. 53, No. 4, p. 1335-1362.

Cary 1974

W.L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware', *The Yale Law Journal* 1974, Vol. 83, No. 4, p. 663-705.

Chammanur & Tian 2011

T.J. Chammanur & X. Tian, *Do Anti-Takeover Provisions Spur Corporate Innovation?*, Working Paper February 2011 (<<http://www.ssrn.com/>>), p. 28.

Clark 1986

R.C. Clark, *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Company 1986.

Cools 2005

S. Cools, 'The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers', *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, Vol. 30, p. 697-766.

Corten 2007

P.E.B. Corten, 'Openbare biedingen op aandelen (1). Eindelijk. Nu beschikbaar! De nieuwe biedingsregels', *Tijdschrift voor financieel recht* 2007, nr. 11/12, p. 354-358.

Cremers, Nair & Wei 2007

K.J. Cremers, V.B. Nair & C. Wei, 'Governance Mechanisms and Bond Prices', *The Review of Financial Studies* 2007, Vol. 20, No. 5, p. 1359-1388.

DeAngelo & Rice 1983

DeAngelo & E.M. Rice, 'Antitakeover charter amendments and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics* 1983, p. 329-359.

Dekien 2010

K. Dekien, *Overnamewetgeving en beschermingsconstructies. België en de Verenigde Staten in een rechtsvergelijkend perspectief*, Gent: Universiteit van Gent 2010.

Dijk/Van der Ploeg 2007

P.L. Van Dijk, T.J. Van der Ploeg, *Van vereniging en stichting, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij*, Deventer: Kluwer 2007.

Doorman 2004

A. Doorman, 'Wilmington aan de Prinsengracht', *Ondernemingsrecht* 2004, 152, p. 402-406.

Dortmond 1991

P.J. Dortmond, 'Met het oog op de financiering van beschermingsprefs', *TVVS* 1991 (afl. 10), p. 261-263.

Dortmond 2000

P.J. Dortmond, 'Het rechte pad is niet tegenstrijdig', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 161.

Dortmond 2004

P.J. Dortmond, 'Administratiekantoren en de Code-Tabaksblat', *Ondernemingsrecht* 2004, 168, p. 448-449.

Dortmond 2008

P.J. Dortmond, 'Beschermingsprefs', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, Deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

Dortmond 2010

P.J. Dortmond, 'Zwalkende beschermingswallen', *Ondernemingsrecht* 2010, 33, p. 168-169.

Drijber 2004

B.J. Drijber, 'De dertiende richtlijn tussen Europese politiek en Europees recht', *Ondernemingsrecht* 2004-10, p. 375-380.

Easterbrook & Fischel 1981

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer', *Harvard Law Review* 1981, Vol. 94, Nr. 6, p. 1161-1204.

Eisenberg 1993

M.A. Eisenberg, 'The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law', *Fordham Law Review* 1993, Vol. 62, Issue 3, p. 437-468.

Ellin 1987

R.D. Ellin, 'The Poison Pill Warrant – Apothecary and Antidote: Moran v. Household International, Inc.', *DePaul Law Review* 1987, Vol. 36:413, p. 413-436.

Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2008

C.F. Van der Elst, A. De Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur 2008.

Forstinger & Yin Cheong Cheng 2002

C.M. Forstinger, *Takeover law in the EU and the USA; a comparative analysis*, The Hague: Kluwer 2002.

Freeman 1991

D.S. Freeman, 'Shark Repellant Charter and Bylaw Provisions', *The Journal of Corporation Law* 1991, p. 491-519.

Galle 2005

J.G.C.M. Galle, 'Certificering van aandelen, de actuele stand van zaken', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2005-4, p.135-140.

Gaughan 2007

P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2007.

Gaughan 2010

P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2010.

Van Ginneken 2008

M.J. Van Ginneken, 'De passiviteitsgedachte in het Amerikaanse recht', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, Deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

Van Ginneken 2010

M.J. Van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten*, Deventer: Kluwer 2010.

Goes 2006

P.W.A. Goes, 'Het verplicht bod en beschermingsmaatregelen', *Tijdschrift Onderneming & Financiering* 2006, Vol. 70, p. 10-14.

Van der Grinten 1976

W.C.L. Van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Tjeenk Willink 1976.

De Groot 2004

C. De Groot, *Bescherming en breaktrough bij overname*, Amsterdam: Dutch University Press 2004.

De Groot 2007

C. de Groot, *Parlementaire geschiedenis het openbaar overnamebod*, Zutphen: Uitgeverij Paris B.V. 2007.

De Groot 2009

C. De Groot, 'Belangenconflicten en het enquêterecht', in: S.Y.Th. Meijer, B. Wessels (red.) e.a., *Bedrijfsovername*, Serie Praktijkhandleidingen, Deventer: Kluwer 2009.

Van der Goot & Roosenboom 2001

L.R.T. Van der Goot & P.G.J. Roosenboom, 'Corporate governance en de waardering van beursintroductions', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2001, p. 91-102.

Groot & Van der Kaar 1997

L.R.T. Groot & R.H. Van der Kaar, 'Beschermingsconstructies, Structuurregime en Ondernemingswaarde', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 1997, Vol. 71, p. 497-507.

Grossman & Hart 1980

S.J. Grossman & O.D. Hart, 'Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *Bell Journal of Economics* 1980, p. 42-64.

Harris 1990

E.G. Harris, 'Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare', *The Rand Journal of Economics* 1990, Vol. 21, No. 4, p. 614-625.

Hijmans van den Bergh & Van Solinge 2000

L.J. Hijmans van den Bergh & G. Van Solinge, *Implementatie van de Dertiende Richtlijn een terreinverkenning, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht'*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

Hijmans van den Bergh & Van Solinge 2004

L.J. Hijmans van den Berg & G. Van Solinge, 'Beschermingsmaatregelen tegen overnamebiedingen: het meerkeuzemodel van de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2004, 139, p. 368-374.

Hijmans van den Bergh & Schouten 2008

L.J. Hijmans van den Bergh & M.C. Schouten, 'Grensoverschrijdende biedingen', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, Deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 145-179.

Hoff, Larose & Scatturo 2002

J.M. Hoff, L.A. Larose & F.J. Scatturo, *Public Companies*, New York: ALM/American Lawyer Media Inc. 2002.

Holtzer, Leijten & Oranje 2009

M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Hooghiemstra e.a. 2004

R.B.H. Hooghiemstra e.a., 'Bedrijven op goede weg met code-Tabaksblad', *Vakblad voor Economische Statistische Berichten* 2004, jaargang 89, nummer 4444, p. 502-504.

Hopt 2002

K.J. Hopt, 'Takeover Regulation in Europe. The battle for the 13th Directive on Takeovers', *Australian Journal of Corporate Law* 2002-15, p. 1-18.

Van Houwelingen & Degens 2005

C.M. Van Houwelingen & R.M.L. Degens, 'Corporate Governance in Nederland van Peters tot Tabaksblad', *Compact* 2005/2, p. 3-11.

Huisman 2007

C.A.W. Huisman, *Het Nederlandse wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn. Bescherming van de aandeelhouder bij openbaar bod of wijziging van de zeggenschap*, (Masterscriptie Universiteit van Tilburg), Tilburg: Universiteit van Tilburg 2007.

Huizink 2009

J.B. Huizink, *Rechtspersoon, vennootschap en onderneming* (Studiereeks Burgerlijk Recht Deel 7), Deventer: Kluwer 2009.

Hunt 2004

P.A. Hunt, *Structuring Mergers & Acquisitions – A Guide to Creating Shareholder Value*, New York: Aspen Publishers Inc. 2004.

Jensen & Meckling 1976

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership and Structure', *Journal of Financial Economics* 1976, p. 305-360.

De Jongh 2007

J.M. De Jongh, 'Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007, 11, p. 34-43.

Joseph 1978

R.J. Joseph, *Beschermingsconstructies in het huidige en komende vennootschapsrecht*, Amsterdam: Vrije Universiteit 1978.

Karpoff, Marr & Danielson 2000

J.M. Karpoff, M.W. Marr jr. & M.G. Danielson, *Corporate Governance and Firm Performance*, Massachusetts: Blackwell Publishers Inc. 2000.

Kershenbaum 1991

J. Kershenbaum, 'A Snapshot of the Takeover Decade: Polaroid Corp. v. Disney – Whether a Target Corporation has Third Party Standing to Assert a Violation of the All-Holders Rule', *Western New England Law Review*, Vol. 13 13, issue 1, 1991, p. 63-125.

Kleyn 2009

D. Kleyn, 'Weg met structurele beschermingsmaatregelen', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Deventer: Kluwer 2009.

De Kluiver 2000a

H.J. De Kluiver, 'Reactie op C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 23-25.

De Kluiver 2000b

H.J. De Kluiver, 'De implementatie van het verplichte bod in Nederland in het licht van de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2000, 4/5, p. 110-114.

Kohn 2010

A.B.M. Kohn, 'Beschermingsconstructies nader bezien', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2010-5, p. 125-130.

De Koning Gans & Oostwouder 2010

J. De Koning Gans & W.J. Oostwouder, 'Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie', *Onderneming en Financiering* 2010 (18-4), p. 60-74.

Van der Korst, Nieuwe Weme & Van Solinge 2008

P.J. Van der Korst, M.P. Nieuwe Weme & G. Van Solinge, *Delegatie van emissiebevoegdheid, Onderzoek in opdracht van Eumedion naar de delegatie van emissiebevoegdheid bij beursgenoteerde vennootschappen*, Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 96, Deventer: Kluwer 2008.

Kraakman 2001

R. Kraakman, 'The Durability of the Corporate Form', in: P. DiMaggio (red.), *The Twenty-first-Century Firm. Changing Economic Organization in International Perspective*, Princeton: Princeton University Press 2001.

Van der Krans & Van der Kolk 2008

A. Van der Krans & J.B.J. Van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominanten worden aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *Onderneming & Financiering* 2008-2, p. 23-40.

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht RUG, Deel 45, Deventer: Kluwer 2004.

Kroeze 2006

M.J. Kroeze, 'Bange bestuurders', *Ondernemingsrecht* 2006, 3, p. 4-14.

Kroeze & Verbrugh 2007

M.J. Kroeze & M.A. Verbrugh, 'Rechterlijke bemiddeling bij Stork is OK', *NJB* 2007, nr. 8, 23 februari 2007, p. 434-441.

Landkroon 2007

M.F. Landkroon, 'Stork: vennootschap versus aandeelhouders', *Vennootschap & Onderneming* 2007, nr. 2, p. 26-28.

Lautzenhiser 1984

R.E. Lautzenhiser, 'State and Federal Regulation of Shark Repellent Provisions: How Much is Needed?', *Northern Kentucky Law Review* 1984, Vol. 11/481, p. 481-512.

Van Lier 2007

W. Van Lier 2007, 'Storkorate governance', *Ondernemingsrecht* 2007, 8, p. 74-78.

Lipman 2008

F.D. Lipman, *International and U.S. IPO Planning. A Business Strategy Guide*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2008.

Lipton 1979

M. Lipton, 'Takeover Bids in the Target's Boardroom', *The Business Lawyer* 1979, Vol. 35, p. 101-134.

Lipton 2005

M. Lipton, 'Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War', *The Business Lawyer* 2005, Vol. 60, p. 1369-1382.

Lipton & Brownstein 1985

M. Lipton & A.R. Brownstein, 'Takeover Response and Directors Responsibilities – An Update', *The Business Lawyer*, Vol. 40, August 1985, p. 1403-1430.

Maeijer 2003

J.M.M. Maeijer, noot onder HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA/Westfield).

Mahoney & Mahoney 1993

J.M. Mahoney & J.T. Mahoney, 'An Empirical Investigation of the Effect of Corporate Charter Antitakeover Amendments on Stockholder Wealth', *Strategic Management Journal* 1993, p. 17-31.

Mantel & Overkleef 2009

L.M. Mantel & F.G.K. Overkleef, 'De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen', *Vennootschap & Onderneming* 2009-10, p. 193-200.

Menjucq 2006

M. Menjucq, 'The European Regime on Takeovers', *European Company and Financial Law Review*, 2006, p. 222-236.

Moerland 1995

P.W. Moerland, 'Beschermingsmaatregelen: quo vadis?', *Vakblad voor Economische Statistische Berichten* 1995, p. 624-634.

Mohr 2008

A.L. Mohr, 'Delaware revisited; een mini-enquête', *Ondernemingsrecht* 2008, 99, p. 355-356.

Muller 2008

M.H. Muller, 'Het vijandig bod', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, Deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

Myerson & Malaquin 2005

T. Myerson & D. Malaquin, 'Delaware's standard for auction sales explained', *International Financial Law Review* 2005, p. 18-20.

Nelemans 2007

M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie*, Serie Recht & Praktijk, Deventer: Kluwer 2007.

Newman 2007

D.S. Newman, 'Delaware Serves Shareholders the "Poison Pill": Moran v. Household International, Inc.', *Boston College Law Review* 2007, Vol. 27:641, p. 640-680.

Nieuwe Weme 2007

M.P. Nieuwe Weme, 'Bas de beschermheer', in: N.E.D. Faber, C.J.H. Jansen, N.S.G.J. Vermunt, *Fiduciaire verhoudingen*, Libellus Amicorum Prof. S.C.J.J. Kortmann, Serie Onderneming & Recht, Deel 41, Deventer: Kluwer 2007, p. 159-168.

Nieuwe Weme & Van Solinge 2006

M.P. Nieuwe Weme & G. Van Solinge, 'Bescherminingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2006, 66, p. 211-220.

Nieuwe Weme & Van Solinge 2008

M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a.(red.), 'Inleiding', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, Deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

De Nijs Bik 2004

W. De Nijs Bik, *De nieuwe structuurregeling*, Actualia Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2004.

Van Olffen 2000

M. Van Olffen 2000, *Bescherminingsmaatregelen in de 21^e eeuw*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 64, Deventer: Kluwer 2000.

Ophof 1992

H.P.J. Ophof, 'Reactie van de lezer', *TVVS* 1992, afl. 4, p. 107-108.

Oostwouder & Schenk 2009

W.J. Oostwouder & H. Schenk, 'De governance van banken', *Vakblad voor Economische Statistische Berichten*, 26 juni 2009, 94(4563), p. 394-397.

Parijs 2006

S. Parijs, 'Vijandige overnames en adequacy opinions in Nederland en de Verenigde Staten', *Ondernemingsrecht* 2006, 158, p. 488-492.

Peij e.a. 2002

S.C. Peij e.a., *Handboek corporate governance*, Deventer: Kluwer 2002.

Perrick 2008

S. Perrick, 'Mag beschermen nog en zo ja waartegen?', in: M. den Boogert, H. Beckman, S. Dumoulin e.a., *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht (Den Boogert-bundel), Deventer: Kluwer 2008, p. 139-165.

Pitlo/Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, *Het Nederlandse burgerlijke recht. Deel 2. Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Polak 1918

R. Polak, *Wering van vreemde invloed uit nationale ondernemingen* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: J.H. de Bussy 1918.

Porter & Hyland 1979

R.H. Porter & K. Hyland 1979, 'Rondeau V. Mosinee Paper Company and the Williams Act Injunction', *Marquette Law Review*, Vol. 59, p. 743-774.

Posch 2008

L.J. Posch, 'Beschermingsconstructies naar Amerikaans recht', in: R. ten Have, M. Nieuwe Weme, & L. Hijmans van den Berg (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 1095-1124.

Pugh, Page & Jahera 1992

W.N. Pugh, D.E. Page & J.S. Jahera, 'Antitakeover Charter Amendments: Effects on Corporate Decisions', *Journal of Financial Research* 1992, p. 57-67.

Raaijmakers 1995a

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Beschermingsconstructies: Auxinvest/GTI Holding', *Ars Aequi* 1995, p. 133-143.

Raaijmakers 1995b

M.J.G.C. Raaijmakers, annotatie bij: Hoge Raad 10 maart 1995, *RvdW* 1995, 64 (Janssen Pers BV e.a./P.V.J.H. Janssen en Janssen Pers Beheer BV)', *Ars Aequi* 1995, p. 788-794.

Raaijmakers 2007

M.J.G.C. Raaijmakers, annotatie bij: OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork), *Ars Aequi* 2007, p. 346-353.

Raaijmakers 2009

G.T.M.J. Raaijmakers, 'De financiële markt en het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009-10/11, p. 430-441.

Raaijmakers 2010

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Over mijn stokpaarden', *Ondernemingsrecht* 2010-1, p. 18-22.

Raaijmakers & Van der Schee 2008

M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. Van der Schee, 'Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief', in: R. ten Have, M. Nieuwe Weme, & L. Hijmans van den Berg (Eds.), *Handboek openbaar bod* 2008 (Serie Onderneming en Recht, 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 1125-1172.

Richardson 2007

C. Richardson, *Growth Company Guide 4.0*, North Carolina: Tech.Journal South Research Triangle 2007.

Rock 1994

E.B. Rock, 'Controlling the Dark Side of Relational Investing', *Cardozo Law Review* 1994, Vol. 15:987, p. 987-1031.

Rosenbaum 2006

K. Rosenbaum, *Corporate Takeover Defenses*, Virginia: Investor Responsibility 2006.

De Ruijter & Bouchez 2010

B.A. De Ruijter & L.C. Bouchez, 'ASMI-beschikking : Hoge Raad stelt paal en perk aan activistische aandeelhouders', *Bedrijfsjuridische berichten* 2010/19, 37, p. 131-134.

Ruygvoorn 2009

M.R. Ruygvoorn, *Afgebroken onderhandelingen en het gebruik van voorbehouden*, Deventer: Kluwer 2009.

Van der Scheer & Sterken 2000

W.A. Van der Scheer & E. Sterken, 'Certificering en vermogensstructuur. Een analyse van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen', *Maandblad voor Accountancy en bedrijfsseconomie* 2000, p. 500-508.

Schenk 2010

H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *Onderneming en Financiering* 2010-18, p. 61-71.

Van Schilfgaarde 1991

P. Van Schilfgaarde, *Het Financiële Dagblad* 15 mei 1991.

Van Schilfgaarde & Winter 2009

P. Van Schilfgaarde & J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.

Schouwenaar 2006

M.J. Schouwenaar, *Wetsvoorstel 30 419; de onevenwichtigheid hersteld? Een onderzoek naar de gevolgen van wetsvoorstel 30 419 voor de beursgenoteerde vennootschap en de aandeelhouder bij het handhaven van beschermingsconstructies*, Tilburg: Universiteit van Tilburg 2006.

Schwarz 1999

C.A. Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999/16, p. 436-441.

Schwarz 2004

C.A. Schwarz, 'Certificering als beschermingsconstructie; bruikbaarheid in een veranderend tijdsgewricht', *Vennootschap & Onderneming* 2004-5, p. 220-225.

Schwarz & Steins Bisschop 2009

C.A. Schwarz & B.T.H.M Steins Bisschop, 'Aspecten van vernieuwd kapitaalbeschermingsrecht', in: S.Y.Th. Meijer & B. Wessels (red.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2009.

Schuit 2006

S.R. Schuit, *De rol van de commissaris bij naleving van Wet- en regelgeving. Toezicht op het zelfreinigend vermogen van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006.

Seligman 1976

J. Seligman, 'A Brief History of Delaware's General corporation Law of 1899', *Delaware Journal of Corporate Law* 1976, Vol. 1, No. 2, p. 249-287.

SER-advies evenwichtig ondernemingsbestuur 2008

Advies inzake de positie van werknemers bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (advies van 15 februari 2008, SER 08/01), Den Haag: SER 2008.

Sjåfjell 2009

B. Sjåfjell, *European Company Law. A normative Analysis of the Objective of EU Law, with the Takeover Directive as a Testcase*, Alphen aan de Rijn: Kluwer Law International 2009.

Slagter 1974

W.J. Slagter, 'Uitgifte van aandelen bij de KNSM Group nv', *TVVS* 1974 (afl. 12), p. 331-338.

Slagter 1991

W.J. Slagter, 'De financiering van de Stichting Continuïteit als houdster van beschermingsprefs' *TVVS* 1991 (afl. 7), p. 182-184.

Van Solinge 2004

G. Van Solinge, 'Opeenvolgende besluiten tot delegatie van emissiebevoegdheid', *Ondernemingsrecht* 2004/8, p. 318-319.

Van Solinge & Nieuwe Weme 2000

G. Van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, 'De dertiende EG-richtlijn inzake het openbaar bod op aandelen (I)', *WPNR* 00/6393, p. 169-177.

Steins Bisschop 2008

B.T.H.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correcte en bedrijfsmatig effectieve benadering* (oratie Universiteit van Maastricht), Zutphen: Parijs 2008.

Steins Bisschop 2009a

B.T.H.M. Steins Bisschop, 'Bescherminingsperikelen. De onhoudbaarheid van beschermingspreferente aandelen', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009-1, p. 1-5

Steins Bisschop 2009b

B.T.H.M. Steins Bisschop, 'De actieve Raaijmakers als anti-activist', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009-6, p. 162-167.

Stevens 2008

T.M. Stevens, 'Het fusieprotocol', in: R. ten Have, M. Nieuwe Weme, & L. Hijmnas van den Berg (Eds.), *Handboek openbaar bod* (pp. 181-232). Deventer: Kluwer 2008 (Serie Onderneming en Recht, 46).

Storm & Van Steenbergen 2000

P.M. Storm & S.M. Van Steenbergen, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2000.

Stout 2005

L.A. Stout, 'Takeover in the Ivory Tower: How Academics are Learning Martin Lipton May be Right', *The Business Lawyer* 2005, Vol. 60, p. 1435-1454.

Sundaramurthy 2000

C. Sundaramurthy, 'Antitakeover Provisions and Shareholder Value Implications', *Journal of Management* 2000, p. 1005-1030.

Thosar 1996

S. Thosar, 'Tender Offers and Target Management Responses: Managerial Entrenchement Versus Stockholder Interest Revisited', *The Financial Review* 1996, p. 86-104.

Timmerman 2000

L. Timmerman, 'De dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2000-4/5, p. 93.

Timmerman 2003

L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2003-15, p. 555-562.

Timmermans 2009

R.A.F. Timmermans, 'Certificering met mate als alternatief voor beschermingsprefs', *Vennootschap & Onderneming* 2009-11, p. 217-220.

Tjon Akon & Scholte 2011

M. Tjon Akon & C. Scholte, 'Europese overnames anno 2011 en het vennootschappelijk belang', *Ars Aequi* 2011, p. 605.

Tubbergen 2008

P.W. Tubbergen, *Beschermingsconstructie: call- en/of put opties bij een Stichting Continuïteit*, Schaap & Partners 2008 (<<http://www.schaap.eu>>).

Uittien 2009

H. Uittien, 'Vijandig of vriendelijk bod: does it make a difference?', *Tijdschrift voor Goed Bestuur* 2009, 2, p. 60-63.

Ventoruzzo 2006

M. Ventoruzzo, 'The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic Ends', *Texas International Law Journal*, 2006.

Vestering 2002

P.G. Vestering, 'Behoorlijk ondernemerschap bij overnamegeschillen – de kwestie Rodamco North America', *Vennootschap & Onderneming* 2002, nr. 4, p. 70-74.

Voogd 1989

R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Serie Monografieën vanwege het Van Der Heijden Instituut, Deel 32, Deventer: Kluwer 1989.

Wakkie 2004

P.N. Wakkie, 'Beschermingsmaatregelen in de Verenigde Staten', in: G. Van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Kluwer, Deventer 2004, p. 421-430.

Van Wijk 2009

J.H.W. Van Wijk, 'Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag', (bespreking van: Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 59, Deventer: Kluwer 2007, 744 pagina's, 1e druk, ISBN 978-90-130-4772-1, prijs € 90).

Winter 2003

J. W. Winter, 'Overname en bescherming onder het nieuwe voorstel voor de 13^e richtlijn', in: L.J. Hijmans van den Bergh, G. Van Solinge, T. de Waard e.a. (red.), *Nederlands Ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht RUG, Deel 40, Deventer: Kluwer 2003, p. 63-78.

Winter 2004

J. W. Winter, 'You must be joking', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 367-368.

Winter 2007

J.W. Winter, 'Level playing fields forever', in: H. Beckman, L. Kaemingk, Charles Honée e.d. (red.), *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht RUG, Deel 57, Deventer: Kluwer 2007.

Winter 2008

J.W. Winter, 'De saga van de overnamerichtlijn een wat persoonlijk verslag', in: M.P. Nieuwe Weme, G. Van Solinge, R.P. Ten Have, L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 109-122.

Winters, Van de Weert en De Bel 2003

B. Winters, E.W.A. Van de Weert & C.L. De Bel, 'De afloop van de sluipoverval van Westfield op RNA', *Vennootschap & Onderneming* 2003, nr. 9, p. 134-138.

Zaman 2010

D.F.M.M. Zaman, 'Beschermingsstichtingen als aandeelhouder', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2010-6, p. 150-156.

Zumbansen 2004

P. Zumbansen, 'European Corporate Law and National Divergences: the Case of Takeover Regulation', *Washington University Global Studies Law Review*, Vol. 3:867, p. 867-886.

Regelgeving, officiële publicaties en overige bronnen

Wet- en regelgeving van de Europese Unie

Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEU* 2004, L 142/12.

Richtlijn nr. 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 betreffende de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding en wijziging van hun kapitaal.

Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 2008.

Overige stukken van de Europese Unie

COM (2011) 164 – Groenboek Het EU-kader inzake corporate governance.

Parlementaire stukken

Kamerstukken II, 2010/11, 31 980, nr. 4, p. 72-76.

Kamerstukken II, 2007/2008, 31 220, nr. 3, p. 17.

Kamerstukken I 2006/2007, 30 419, C, p. 5.

Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nr. 8, p. 10- 24.

Nota naar aanleiding van het verslag, *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 8, p. 6.

Kamerstukken II, 2004-2005, 30 019, nr. 5, p. 3.

Kamerstukken II, 2001/2002, 28 179, nr. 3, p. 39.

Kamerstukken II, 1979-1980, 15 304. nr. 6, p. 26.

Kamerstukken II, 1978/79, 15 304, nr. 3, p. 30.

Overige stukken

De regeling van de Minister van Veiligheid en Justitie van 14 september 2011, *Stcrt.* 2011, 16586.

Elektronische bronnen

Eumedion 2010

‘Evaluatie AVA-seizoen 2010’, 30 juni 2010, (<www.eumedion.nl>) (zoek op *Evaluatie AvA-seizoen 2010*).

Eumedion 2011

‘Evaluatie AVA-seizoen 2011’, 13 juli 2011 (<www.eumedion.nl>) (zoek op *Evaluatie AvA-seizoen 2011*).

Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2010

‘Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2010’, December 2010 (<www.commissiecorporategovernance.nl (zoek op *Corporate Governance 2010*)>).

Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids 2002

J. Winter e.a., ‘Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids 2002’, 10 January 2002, p. 13-15, (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)

Report of the High Level Group on Financial Supervision 2009

J. De Larosière, ‘Report of the High Level Group on Financial Supervision (rapport-De Larosière)’, 25 February 2009, (<www.ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>).

Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law 2011

J.E. Antunes e.a., ‘Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law’, 5 April 2011, (<www.ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf>).

Rijken 2006

H.A. Rijken, ‘Het waarderen en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies’, presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam (<http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data_o/docs/180_5575.pdf>)

Jurisprudentielijst

Hoge Raad

Hoge Raad 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (ASMI).

Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178 (ABN AMRO).

HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA)

Hoge Raad 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (Janssen Pers).

HR 21 januari 1995, *NJ* 1959, 43 (Forumbank).

Hoge Raad 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (Beklamel).

HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Aurora).

Gerechtshof

Hof Amsterdam (OK) 16 juni 2010, *LJN* BM8198 (Biwater Investments Ltd./Cascal NV).

Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009/254 (ASMI II)

Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 (ASMI I).

Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (ASMI).

Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork).

Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (RNA).

Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *NJ* 2001, 224 (LVMH/Gucci).

Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999/89 (Uni-Invest/Breevast).

Hof Amsterdam (OK) 15 november 1973, *NJ* 1975, 8 (HVA/Westertoren).

Hof van Amsterdam (OK) 12 januari 1973, *NJ* 1975, 7 (HVA/Westertoren I).

Hof Amsterdam 1 april 1971, *NJ* 1972, 428 (Reiss/Immofarm).

Rechtbank

Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest NV/ NV GTI Holding e.a.).

Rb. Haarlem 12 juni 1990, *NJ* 1991, 554 (Asko/Ahold)

Rb. 's-Gravenhage 23 mei 1989, KG 1989, 387 (Brill).

Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, *WPNR* 1985/5748 (PGGM/Wereldhave)

Rechtbank Amsterdam 18 maart 1974, rolnr. KG 1974, 123 (KNSM-affaire).

Amerikaanse wetgeving

Omnicare, Inc v. NCS Healthcare, Inc., A.2d. 914 (Del.Supr.2003)

Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Incl. 650 A. 2d 1270 (Del. 1994).

Sinclair Oil Corp. V. Levien, 280 A.2d 717.

Shamrock Holdings, Inc. V. Polaroid Corp., 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989).

Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Moran v. Household International, Inc. 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A 2d 946 (Del. 1985).

Smith v. Van Gorkom, 448 A.2d 858 (Del. 1985).

Carter Hawley Hale Stores, Inc. v. The Limited, Inc., No. CV 84-2200-AWT (C.D. Cal. Apr. 17, 1984).

Weinberger v. UOP Inc. (Del. 1983).