

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/54299>

Please be advised that this information was generated on 2018-06-23 and may be subject to change.

Ondernemingsrecht, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden

Ondernemingsrecht, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden

Ondernemingsrecht, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2006, 66 Bijgewerkt tot: 01-04-2006

Auteur: Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, Prof. mr. Gerard van Solinge[1]

Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden

Het wetsvoorstel betreffende het openbaar overnamebod bevat verregaande voorschriften over beschermingsconstructies van Nederlandse beursvennootschappen. Hoewel de EG-Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod slechts een optionele regeling van beschermingsconstructies voorschrijft, bepaalt het wetsvoorstel in aanvulling daarop dat (i) een 75%-aandeelhouder na een half jaar beschermingsconstructies kan ontmantelen en (ii) een certificaathouder altijd recht heeft op een stemvolmacht. De auteurs bepleiten schrapping van de voorgestelde wettelijke doorbraakregeling.

1 Inleiding

Het klassieke 'principal-agent' probleem bij beursvennootschappen manifesteert zich in het bijzonder bij een onvriendelijk overnamebod. [2] Wie bepaalt of een vijandig overnamebod slaagt: het bestuur van de doelvennootschap of haar aandeelhouders? In de afgelopen decennia was het bestuur in staat om door middel van beschermingsconstructies onwelgevallige partijen buiten de deur te houden. Een rechtvaardiging van dit bestuurlijk handelen was vaak het bewaken van het vennootschappelijk belang. Sinds enige jaren is de positie van het bestuur bij onvriendelijke overnamepogingen aan belang aan het inboeten, ten gunste van de aandeelhouders. De *RNA*-beschikking van de Hoge Raad, [3] de Code Tabaksblat, nieuwe wetgeving, [4] de totstandkoming van de EG-Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod ('Richtlijn') [5] en de toenemende activiteit van de aandeelhouders hebben hierbij een rol gespeeld. Met het op 22 december 2005 ingediende wetsvoorstel betreffende het openbaar overnamebod ('Wetsvoorstel') [6] wordt deze ontwikkeling voortgezet. Het vennootschappelijk belang lijkt hierdoor bij vijandige overnames een steeds kleinere rol te spelen, althans lijkt het aandeelhoudersbelang in de belangenafweging van het vennootschappelijk belang een grotere rol te spelen.

Het Wetsvoorstel bevat verregaande voorschriften over beschermingsconstructies. Hoewel de Richtlijn [7] slechts een optionele regeling van beschermingsconstructies voorschrijft, bepaalt het Wetsvoorstel in aanvulling daarop dat (i) een 75%-aandeelhouder [8] na een half jaar beschermingsconstructies kan ontmantelen (art. 359c) en (ii) een certificaathouder altijd recht heeft op een stemvolmacht (art. 118a). Het negatieve advies van de Raad van State [9] was ingegeven door het feit dat de Richtlijn niet verplicht tot deze twee aanvullingen.

De nieuwe regels inzake beschermingsconstructies (art. 359b en 359c) zijn van toepassing op de vennootschap naar Nederlands recht waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de EU (art. 359a). [10] De regels gelden dus ook voor Nederlandse vennootschappen, wier aandelen niet in Amsterdam worden verhandeld, maar wel aan een andere beurs binnen de EU. Voorbeelden zijn EADS, Head en Vredestein, waarvan de aandelen zijn genoteerd in Parijs, Wenen en Londen. De regels zijn niet van toepassing op buitenlandse vennootschappen met notering in Amsterdam, zoals Hunter

Douglas en Royal Dutch Shell. Er geldt een uitzondering voor bepaalde beleggingsinstellingen (art. 359a lid 1 slot).

De Ondernemingskamer (OK) is aangewezen als bevoegde rechter inzake rechtsvorderingen betreffende de nieuwe regeling van beschermingsconstructies (art. 359b lid 6). [11] Zie daarover de bijdrage van Josephus Jitta aan dit themanummer.

De nieuwe regeling van beschermingsconstructies zal pas na de uiterste implementatiedatum (20 mei 2006) in werking treden. Omdat verplichtingen uit een niet-omgezette richtlijn niet door een particulier tegenover een andere particulier kunnen worden ingeroepen (horizontale directe werking), zal een beroep van de bidder, de doelvennootschap, een aandeelhouder of een andere belanghebbende op de directe werking van de Richtlijn niet slagen. [12] Kort na indiening van het wetsvoorstel betreffende het openbaar overnamebod, is het wetsvoorstel uit 1997, dat de OK de bevoegdheid gaf beschermingsconstructies te ontmantelen, ingetrokken. [13]

2 Statutaire beperking van beschermingsconstructies (art. 359b)

2.1 Enige algemene opmerkingen

Art. 359b biedt vennootschappen de mogelijkheid om in hun statuten te bepalen dat zij bij een onvriendelijk bod geen ad hoc-beschermingsmaatregelen zullen treffen (lid 1) en dat de bidder die 75% van het geplaatste kapitaal verwerft permanente beschermingsconstructies mag ontmantelen (lid 2). Het betreft in beide gevallen een optie voor de vennootschap. De vennootschap kan dus zelf kiezen voor een onbeschermd ('opt in') of een beschermd ('opt out') vennootschappelijk karakter. Art. 359b is gebaseerd op de optionele regel van art. 9 en 11 jo. art. 12 Richtlijn. [14] Het statutaire verbod om beschermingsmaatregelen te treffen bespreken wij nader in par. 2.2; de statutaire doorbraak van beschermingsconstructies in par. 2.3.

Op zich is dit alles niets nieuws, want ook nu heeft de vennootschap de keuze om al dan niet statutaire beschermingsmaatregelen te treffen en dus ook om uitdrukkelijk te bepalen dat zij zich niet zal beschermen. Gelet hierop zijn wij van oordeel dat het de vennootschap vrij staat om in de statuten slechts een deel van art. 359b lid 1 of 2 of een daarvan afwijkende bepaling op te nemen.

Indien een vennootschap overgaat tot toepassing van art. 359b lid 1 of 2, dan moet het besluit daartoe worden genomen door de AVA overeenkomstig de procedure voor een statutenwijziging (art. 121 e.v.). De vennootschap kan terugkomen op een eerder genomen besluit, door het nemen van een nieuw besluit terzake. [15]

De vennootschappen die kiezen voor toepassing van art. 359b krijgen vermoedelijk een hogere waardering van de kapitaalmarkt dan de vennootschappen die dat niet doen. Wellicht leidt dit zelfs tot twee categorieën vennootschappen: beschermde en niet-beschermde vennootschappen. [16] Wij verwachten niet dat veel vennootschappen art. 359b zullen toepassen.

2.2 Het statutaire verbod om beschermingsmaatregelen te treffen (art. 359b lid 1)

2.2.1 Handelingen die het bod kunnen frustreren

Ingevolge art. 359b lid 1 sub *a* kunnen de statuten bepalen dat de vennootschap na de aankondiging van een openbaar bod geen handelingen mag verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren. [17] Dit verbod is geïnspireerd door de verplichte 'passivity rule' in het Verenigd Koninkrijk. [18] Op de regel van art. 359b lid 1 sub *a* bestaan twee uitzonderingen.

Allereerst zijn de potentieel belemmerende handelingen wel toegestaan indien daarvoor goedkeuring wordt verleend door de AVA (par. 2.2.4). Hiermee wordt beoogd de besluitvorming rondom het bod neer te leggen bij de AVA. [19]

Voorts mag de doelvennootschap onderzoeken of een alternatief bod kan worden uitgebracht door een 'white knight'. [20] Hierdoor wordt de mogelijkheid gecreëerd een hoger bod uit te

lokken, terwijl het de aandeelhouders niet onmogelijk wordt gemaakt om te beslissen over het bod. Wij vragen ons af of het is geoorloofd om een partieel bod of een tenderbod uit te lokken. Dergelijke biedingen kunnen enkel als doel hebben het dwarsbomen van het eerste bod; zij bieden geen echt alternatief door het daarvoor geldende maximum van 30%. [21] Dit zou in strijd kunnen zijn met de strekking van het beschermingsverbod.

Uiteraard mag de vennootschap altijd een negatief oordeel uitspreken over het bod en haar aandeelhouders afraden om daarop in te gaan, [22] ook als daarmee wordt beoogd het bod te frustreren. [23]

Het verbod van art. 359b lid 1 sub *a* richt zich tot de vennootschap. Gezien de strekking van het verbod zal zijn bedoeld het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) [24] en elk ander vennootschapsorgaan, anders dan de AVA. [25]

Art. 359b lid 1 sub *a* eist niet dat de handeling het bod *zal* frustreren. Voldoende is dat het bod *kan* worden gefrustreerd. Hierbij kan allereerst worden gedacht aan de uitgifte van aandelen, [26] bijvoorbeeld een uitgifte van prefs aan een anti-overvalstichting. Een beschermingsemissie zal dus moeten plaatsvinden voor de aankondiging van het bod (par. 2.2.3), maar dit kan ertoe leiden dat de anti-overvalstichting een verplicht bod moet uitbrengen. Art. 6b lid 1 sub *c* Wte 1995 bepaalt namelijk dat er slechts een vrijstelling geldt van de biedplicht indien de beschermingsaandelen zijn uitgegeven na aankondiging van het bod. Een emissie voor de aankondiging van het bod leidend tot meer dan 30% van de stemrechten voor de anti-overvalstichting, schiet dus haar doel voorbij. [27]

Voorts kan bij verboden handelingen worden gedacht aan de verkoop van kroonjuwelen, het aangaan van een joint venture, een fusie van de doelvennootschap met een derde vennootschap, [28] het uitkeren van superdividend, inkoop van aandelen en wellicht ook aan een tegenbod van de doelvennootschap op de bidder ('pac man bid'). [29]

Een grote meerderheid van de lidstaten (waaronder het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk) kent reeds een dwingende 'passivity rule' of gaat zulk een regeling voorschrijven, terwijl een kleine groep (onder meer Duitsland en Nederland) zal kiezen voor een optionele regeling. [30]

2.2.2 Besluiten die nog niet geheel zijn uitgevoerd

In aanvulling op de in par. 2.2.1 besproken verboden handelingen, bepaalt art. 359b lid 1 sub *b* dat de vennootschap kan bepalen dat besluiten die voor de aankondiging van het bod zijn genomen, maar die nog niet geheel zijn uitgevoerd, niet verder worden uitgevoerd indien dit het slagen van het bod kan frustreren. [31] Met het uitvoeren van het besluit wordt bedoeld op de daarop voortbouwende vertegenwoordigingshandeling, bijvoorbeeld de verkoop van een belangrijke deelneming of het plaatsen en nemen van aandelen na uitoefening van een call-optie door een anti-overvalstichting. [32] Het verbod strekt zich ook uit tot handelingen waarmee niet wordt beoogd het bod te frustreren, zoals een uitgifte ter financiering van een eerder gepleegde grote overname. [33] Op deze regel bestaan twee uitzonderingen.

Allereerst mag het besluit wel worden uitgevoerd indien het besluit behoort tot de normale uitoefening van de onderneming. Men denke aan de verkoop van een klein bedrijfsonderdeel die voor de aankondiging van het bod reeds is opgestart, de inkoop van eigen aandelen in het kader van een lopend inkoopprogramma of een uitgifte in het kader van een lopend ESOP-programma.

Voorts mag het besluit worden uitgevoerd indien het is goedgekeurd door de AVA (par. 2.2.4). Ook hiermee wordt getracht te bewerkstelligen dat de besluitvorming over de verdediging tegen een vijandig bod wordt neergelegd bij de AVA. [34]

2.2.3 De periode waarin het beschermingsverbod geldt

Het verbod om beschermingsmaatregelen te treffen ex art. 359b lid 1 sub *a* en *b* gaat in op het moment dat 'een openbare mededeling betreffende de aankondiging van een openbaar bod' wordt gedaan. Bij een onvriendelijk bod is dit het moment van de openbare mededeling

inhoudende dat zeven dagen zijn verstreken na verzending van de uitnodiging om overleg te voeren. [35] Dit betekent dat de doelvennootschap altijd ten minste zeven dagen de tijd heeft om beschermingsmaatregelen te treffen en dat pas daarna het verbod ingaat. [36] Dit lijkt ons een weinig zinvolle bepaling. Om de regeling enig nut te geven zal een eerder moment moeten worden gekozen. Merkwaardigerwijs wordt in de nota van toelichting (NvT) [37] een eerder tijdstip genoemd: het verbod gaat in op het moment van *verzending* van de 'zeven dagen-brief'. Wij bepleiten, naar het voorbeeld van de regeling van het Verenigd Koninkrijk, [38] om te bepalen dat het verbod ingaat op het moment van de eerste openbare mededeling of, indien eerder, zodra het bestuur van de doelvennootschap verneemt dat een bod wordt voorbereid. [39]

Wij veronderstellen dat het verbod van art. 359b lid 1 sub *a* en *b* niet geldt indien een vriendelijk bod is aangekondigd en vervolgens het vermoeden rijst dat een tweede, onvriendelijk bod zal worden uitgebracht. Ten aanzien van dit tweede bod mogen dus beschermingsmaatregelen worden getroffen zolang dit bod niet is aangekondigd. Er ontstaat echter onduidelijkheid indien de doelvennootschap te laat was om zich te beschermen tegen een eerste onvriendelijk bod, maar wel op tijd is om beschermingsmaatregelen te treffen tegen een tweede - nog niet aangekondigd - onvriendelijk bod. Door zich te beschermen tegen het tweede bod, beschermt de doelvennootschap zich immers alsnog tegen het eerste bod. [40]

De verboden periode voor handelingen die het bod kunnen frustreren (art. 359b lid 1 sub *a*) eindigt op het moment dat het bod is gestand gedaan of het bod is 'vervallen'. Met het laatste wordt vermoedelijk bedoeld op het moment waarop wordt openbaar gemaakt dat (i) een aangekondigd bod niet wordt uitgebracht en (ii) een uitgebracht bod wordt ingetrokken omdat niet aan de gestelde voorwaarden is voldaan. Met betrekking tot de handelingen ter uitvoering van reeds genomen besluiten (art. 359b lid 1 sub *b*), wordt geen eindmoment genoemd. Wij veronderstellen dat ook hier de verboden periode eindigt op het moment dat het bod is gestand gedaan of is vervallen. Hoewel dit op gespannen voet staat met de redelijkheid en billijkheid (art. 8) en daarom niet snel zal gebeuren, staat de regeling toe dat de vennootschap beschermingsmaatregelen treft nadat de bieder het bod gestand heeft gedaan.

2.2.4 De goedkeuringsvergadering

De onbeschermden vennootschap mag wel beschermingsmaatregelen treffen, indien de AVA hiervoor goedkeuring heeft verleend (par. 2.2.1 en 2.2.2). De bieder mag in deze goedkeuringsvergadering meestemmen voorzover hij al aandelen in de doelvennootschap heeft verworven. Aandeelhouders zullen doorgaans weinig redenen hebben om de bedoelde goedkeuring te geven. [41]

In de goedkeuringsvergadering zijn statutaire en contractuele beperkingen van de uitoefening van het stemrecht niet van toepassing (art. 359b lid 1 sub *d*). Men denke aan de zogenaamde *x%*-regeling. Er geldt een uitzondering voor overeenkomsten tussen aandeelhouders die zijn gesloten voor inwerkingtreding van de Richtlijn (20 mei 2004); van dergelijke contractuele beperkingen wordt aangenomen dat zij geen opzettelijke belemmering van een overnamebod zullen inhouden. [42] Deze op zichzelf logische doorbraakbepaling kan voor vennootschappen die met aandeelhouders afspraken hebben gemaakt over stemrechtbeperkingen een averechts gevolg hebben. [43] Deze aandeelhouders krijgen immers het volledige stemrecht op hun aandelen terug. De met de contractuele stemrechtbeperking beoogde balans tussen gestort kapitaal en stemrecht is dan verstoord. De aandeelhouder kan natuurlijk vervolgens vrijwillig afzien van het uitoefenen van het stemrecht, maar contractuele afspraken daarover worden eveneens getroffen door de werking van art. 359b lid 1 sub *d*.

Voorts is in de goedkeuringsvergadering aan aandelen met meervoudig stemrecht slechts één stem verbonden (art. 359b lid 1 sub *e*). [44] Omdat meervoudig stemrecht geen gemeengoed

is bij Nederlandse beursvennootschappen, is deze bepaling niet van groot belang. Door deze 'one-share-one-vote rule' staat het aantal aan het aandeel verbonden stemmen in verhouding tot het nominaal bedrag van het aandeel (art. 118 lid 3). Deze regel geldt uiteraard slechts ten aanzien van het goedkeuringsbesluit en dus niet voor andere besluiten die tijdens deze vergadering worden genomen.

De goedkeuring voor de verboden handeling als bedoeld in art. 359b lid 1 sub *a* dient voorafgaand aan de handeling te worden verleend. [45] Dit lijkt mogelijkheden te bieden voor een goedkeuring op voorhand, dat wil zeggen voor de aankondiging van het bod. Zulk een goedkeuring bij voorbaat is ons inziens in strijd met de strekking van de regeling. Het verdient aanbeveling om in de wet uitdrukkelijk te bepalen dat de goedkeuring pas kan worden verleend indien het bod is aangekondigd. De uitvoering van het besluit als bedoeld in art. 359b lid 1 sub *b* mag zowel voor als na de uitvoering worden goedgekeurd. [46] Ook hier geldt dus voornoemde aanbeveling dat de wet uitdrukkelijk bepaalt dat de goedkeuring pas kan worden verleend wanneer het bod is aangekondigd.

2.2.5 Beperking van de overdracht van aandelen

Een onbeschermde vennootschap kan nog steeds niet worden overgenomen indien er beperkingen zijn in de overdracht van haar aandelen. Daarom kan de vennootschap ingevolge art. 359b lid 1 sub *c* bepalen dat statutaire en contractuele beperkingen van de overdracht van aandelen niet gelden jegens de bidder. [47] Hierdoor zijn de aandeelhouders - in dit specifieke geval - gerechtigd tot overdracht van de aandelen aan de bidder. Ook hier geldt er een uitzondering voor aandeelhoudersovereenkomsten die zijn gesloten voor 20 mei 2004. [48]

2.3 De statutaire doorbraak van beschermingsconstructies (art. 359b lid 2)

2.3.1 Inleiding

Ingevolge art. 359b lid 2 kunnen de statuten van de vennootschap bepalen dat de bidder die ten gevolge van het bod 75% of meer van het geplaatste kapitaal verschaft, bevoegd is een AVA bijeen te roepen waarin bijzondere rechten van aandeelhouders ten aanzien van de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen niet gelden. [49] De keuze voor de statutaire doorbraakregeling heeft tot gevolg dat de wettelijke doorbraakregeling van art. 359c niet van toepassing is (par. 3).

Evenals Nederland, zal een grote meerderheid van de overige lidstaten (waaronder het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk), de doorbraakregeling van art. 11 Richtlijn niet dwingend voorschrijven. [50]

2.3.2 De berekening van de 75%-grens

De statutaire doorbraakbevoegdheid komt toe aan de aandeelhouder die ten minste 75% van het geplaatste kapitaal verschaft. Opmerkelijk is dat, anders dan bij de wettelijke doorbraakvergadering (par. 3.2), beschermingsaandelen worden meegeteld voor de berekening van de 75%-grens. Dit betekent dat met een beschermingsemissie kan worden voorkomen dat een doorbraakvergadering plaatsvindt (zie ook par. 5.4).

Het 75%-belang moet zijn verkregen 'ten gevolge van een openbaar bod'. Degene die anderszins een 75%-belang verwerft, heeft dus geen doorbraakmogelijkheid. Dit is te rechtvaardigen, omdat de minderheidsaandeelhouders in dat geval geen exit is geboden en zij daarom niet mogen worden blootgesteld aan het gevaar van machtsmisbruik door een controlerende aandeelhouder die zijn zeggenschap in volle omvang kan uitoefenen.

Onduidelijk is hoe moet worden omgegaan met de situatie waarin door een openbaar bod minder dan 75% wordt verkregen en vervolgens door beurs- en pakketaankopen de 75%-grens wordt overschreden. Het lijkt ons wenselijk om ook deze aandeelhouder een doorbraakbevoegdheid toe te kennen.

2.3.3 De statutaire doorbraakvergadering

De doorbraakvergadering wordt bijeengeroepen door de bidder. De bijeenroeping vindt plaats

'op korte termijn' na het einde van de aanmeldingstermijn. Door tijdsverloop kan de doorbraakbevoegdheid dus verloren gaan.

In de doorbraakvergadering kan de bieder de samenstelling van het bestuur en de RvC wijzigen. Indien de bieder niet alle aandelen heeft verworven zal hij bij de samenstelling van de RvC rekening moeten houden met de belangen van de minderheidsaandeelhouders. [51] De in de statuten bepaalde bijzondere rechten van aandeelhouders ten aanzien van een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris zijn in de doorbraakvergadering niet van toepassing. Zo geldt niet het bindende voordrachtsrecht (art. 133 lid 1 en art. 142 lid 2) en het benoemingsrecht (art. 143) van de vergadering van prioriteitsaandeelhouders. Bijzondere rechten van anderen dan aandeelhouders worden niet aangetast (zie ook par. 5.7). Evenals bij de goedkeuringsvergadering zijn regelingen van meervoudig stemrecht niet van toepassing. Opmerkelijk is dat, anders dan bij de goedkeuringsvergadering (par. 2.2.4), stemrechtbeperkingen ongemoeid worden gelaten (zie ook par. 5.5). De Nederlandse regeling is hierdoor in strijd met art. 11 lid 4 Richtlijn.

Merkwaardig is ook dat, anders dan bij de wettelijke doorbraakvergadering (par. 3.4), stemrecht kan worden uitgeoefend op beschermingsaandelen. Met een beschermingsmissie kan dus worden verhinderd dat de bieder over de meerderheid van de stemrechten beschikt (zie ook par. 5.4).

2.3.4 Uitzondering voor structuurvennootschappen

De statutaire doorbraakregeling geldt niet indien de doelvennootschap verplicht onderworpen is aan het structuurregime (zie ook par. 5.2). Bij deze structuurvennootschappen blijven art. 158 (benoeming commissarissen), art. 161 en 161a (ontslag commissarissen) en art. 162 (benoeming en ontslag bestuurders) dus onverminderd van kracht. Anders dan bij de wettelijke doorbraakregeling (par. 3), is deze uitzondering niet verankerd in de wet, maar slechts in de memorie van toelichting (MvT) vermeld. [52] Er is volgens de MvT gekozen voor deze uitzondering, omdat bij een structuurregeling niet kan worden gesproken van een situatie die primair is gericht op de bescherming van de positie van de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap. Er is dan onvoldoende rechtvaardiging voor een automatische doorbraak van de statutaire inrichting ten behoeve van de bieder. Wij plaatsen kanttekeningen bij deze redenering. Aangezien de gedachte is dat de aandeelhouder die de overgrote meerderheid van het kapitaal verschaft de beslissende zeggenschap moet kunnen verkrijgen, dient de statutaire doorbraakregeling ook en onverkort te gelden voor structuurvennootschappen.

2.4 Billijke vergoeding (art. 359b lid 3)

Een aandeelhouder kan worden benadeeld door het niet kunnen uitoefenen van zijn meervoudig stemrecht of het passeren van zijn bijzondere recht inzake benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen, maar ook - maar minder snel - door het niet toepassen van een overdrachtsbeperking of stemrechtbeperking (art. 359b lid 1 sub *c*, *d* en *e* en lid 2). Daarom bepaalt art. 359b lid 3 dat de aandeelhouder recht heeft op een billijke vergoeding van de schade die hij hierdoor lijdt. [53] De OK bepaalt met toepassing van art. 6:95-110 BW welke schadevergoeding in een individueel geval redelijk is. Op de aandeelhouder die op deze regeling een beroep doet rust de bewijslast aan te tonen welke schade hij heeft geleden. In de MvT wordt terecht vermeld dat het niet eenvoudig zal zijn de schade aan te tonen. Onduidelijk is wie de schade moet vergoeden: de bieder of de vennootschap. Volgens de MvT is dit 'waarschijnlijk een medeaandeelhouder', waarmee vermoedelijk wordt bedoeld de bieder. Zie ook par. 5.17.2.

2.5 Reciprociteitsregel (art. 359b lid 4)

Art. 359b lid 4 bevat de zogenaamde reciprociteitsregel (of wederkerigheidsregel), op grond waarvan een onbeschermd venootschap zich alsnog mag beschermen, als zij wordt aangevallen door een beschermd venootschap. [54] Art. 359b lid 4 bepaalt dat indien een

openbaar bod wordt aangekondigd inzake een vennootschap die art. 359b lid 1 of 2 toepast, door een vennootschap of rechtspersoon die niet dezelfde of een vergelijkbare bepaling of bepalingen toepast overeenkomstig de nationale regels ter uitvoering van art. 9 lid 2 en 3 of art. 11 Richtlijn, of door een dochtermaatschappij daarvan, de doelvennootschap kan besluiten dat het ingevolge lid 1 of lid 2 bepaalde niet geldt.

De doelvennootschap kan derhalve een beroep doen op de reciprociteitsregel, indien de bieder een beschermingsconstructie hanteert die de doelvennootschap niet kent. Als de doelvennootschap alleen art. 359b lid 1 toepast en de bieder slechts art. 359b lid 2, dan kan de doelvennootschap dus alsnog art. 359b lid 1 buiten toepassing verklaren, hoewel zij dan beter is beschermd dan de bieder en er dus geen 'level playing field' is ontstaan. Hetzelfde geldt indien de doelvennootschap slechts art. 359b lid 2 toepast en de bieder alleen art. 359b lid 1. Het zal niet altijd eenvoudig zijn om vast te stellen of een buitenlandse bieder 'een vergelijkbare bepaling' toepast. [55] De OK zal hierover uiteindelijk moet oordelen (par. 1). Wanneer de aandelen van de bieder niet aan een beurs in de EU worden verhandeld (men denke aan een particuliere bieder of private equity fonds) of de bieder zijn statutaire zetel buiten de EU heeft (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten), kan de doelvennootschap in ieder geval een beroep doen op de reciprociteitsregel, aangezien de bieder dan buiten de reikwijdte van de Richtlijn valt en daarom niet onder de regels van art. 9 en/of 11 Richtlijn kan vallen. Een beschermde bieder van buiten de EU zou een beroep op de reciprociteitsregel onmogelijk kunnen maken door het bod te laten uitbrengen door een onbeschermde dochtermaatschappij met zetel en notering in de EU. Om dergelijke constructies te voorkomen bepaalt art. 359b lid 4 dat de reciprociteitsregel ook geldt als het bod wordt gedaan door een onbeschermde dochtermaatschappij van een beschermde moedermaatschappij.

Het besluit van de vennootschap om zich alsnog te beschermen is onderworpen aan de goedkeuring van de AVA, die niet eerder mag zijn verleend dan achttien maanden voordat het bod is aangekondigd (art. 359b lid 4 slot). Onbeschermde vennootschappen die zich willen kunnen beroepen op de reciprociteitsregel, zullen dit goedkeuringsbesluit waarschijnlijk jaarlijks op de agenda van de AVA plaatsen.

Indien de doelvennootschap met een beroep op de reciprociteitsregel haar statutaire doorbraakregeling niet toepast, is de wettelijke doorbraakregeling van art. 359c alsnog op haar van toepassing (par. 3.1). De geactiveerde bescherming heeft dus slechts een tijdelijk karakter.

De reciprociteitsregel is in de Richtlijn [56] opgenomen op aandringen van Duitsland, dat vreesde dat onbeschermde Duitse beursfondsen ten prooi zouden vallen aan bidders uit de Verenigde Staten. De regeling beoogt vennootschappen te stimuleren om te kiezen voor een onbeschermde regime, omdat zij daarvan kunnen profiteren als bieder en zij op hun keuze kunnen terugkomen indien zij door een beschermde partij worden aangevallen.

Een kleine meerderheid van de lidstaten (waaronder Duitsland, Frankrijk en Nederland) biedt vennootschappen naar eigen recht de mogelijkheid om de reciprociteitsregel toe te passen.

[57]

2.6 De wenselijkheid van een statutaire beperking van beschermingsconstructies

In de inleiding (par. 2.1) spraken wij de verwachting uit dat niet veel vennootschappen art. 359b zullen toepassen. De par. 2.2-2.5 laten zien tot welke complicaties de vrijwillige toepassing van art. 359b kan leiden. Niettemin kan een belangrijke reden voor toepassing van art. 359b (althans ten minste het tweede lid) zijn gelegen in het omzeilen van de hierna te bespreken wettelijke doorbraak van art. 359c (zie par. 5.4). Indien, zoals wij bepleiten in par. 3.5, art. 359c niet wordt ingevoerd, komt deze reden voor een vrijwillige toepassing van art. 359b lid 2 te vervallen.

3 Wettelijke doorbraak van beschermingsconstructies (art. 359c)

3.1 Kern van de wettelijke doorbraakregeling

Art. 359c bevat een dwingende regeling inzake doorbreking van beschermingsconstructies. [58] Anders dan bij art. 359b, heeft de vennootschap bij art. 359c dus geen keuze; het is een bepaling van dwingend recht. Deze wettelijke doorbraakregeling is niet gebaseerd op de Richtlijn; het betreft een initiatief van de wetgever. Volgens de wettelijke doorbraakregeling kan degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en ten gevolge daarvan ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt na zes maanden bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap benoemen en ontslaan. De wettelijke doorbraakregeling is van toepassing indien de doelvennootschap geen statutaire doorbraakregeling kent (art. 359b lid 2) of een beroep heeft gedaan op de reciprociteitsregeling en daarom haar statutaire doorbraakregeling niet toepast (art. 359b lid 4). Evenals bij de statutaire doorbraakregeling (par. 2.3.4), geldt er merkwaardigerwijs een uitzondering voor structuurvennootschappen (zie ook par. 5.2). [59] Opmerkelijk is ook dat de in art. 359b opgenomen regeling voor schadeloosstelling van aandeelhouders wier bijzondere rechten worden opgeschort tijdens de statutaire doorbraakvergadering (par. 2.4), niet geldt bij een wettelijke doorbraak ex art. 359c (zie ook par. 5.17.2).

3.2 De berekening van de 75%-grens

De bieder kan de beschermingsconstructies doorbreken indien hij ten minste 75% van het geplaatste kapitaal verschaft. [60] Evenals bij de statutaire doorbraakregeling geldt ook hier de eis dat het 75%-belang is verkregen 'ten gevolge van een openbaar bod'; wij verwijzen naar onze kanttekeningen in par. 2.3.2.

Anders dan bij de statutaire doorbraakregeling, is het niet mogelijk om het belang van de bieder te verwateren door een uitgifte (zie ook par. 5.4). Art. 359c lid 2 bepaalt dat bij de berekening van het kapitaal dat de bieder vertegenwoordigt de volgende aandelen niet meetellen:

- a Aandelen die zijn uitgegeven of toegekend nadat het bod is aangekondigd. Men denke aan aandelen die zijn uitgegeven aan een white knight, maar ook aan aandelen die op grond van de uitoefening van reguliere opties en conversierechten zijn uitgegeven en aandelen die zijn toegekend in het kader van een reeds lopende juridische fusie of splitsing.
- b Niet-volgestorte aandelen die voldoen aan art. 96a lid 2 en die zijn uitgegeven zonder dat de aandeelhouders een voorkeurrecht hebben kunnen uitoefenen. Het moment van uitgifte van deze aandelen is niet van belang. In de praktijk gaat het om preferente beschermingsaandelen.
- c Volgestorte aandelen die overwegend ter bescherming van de vennootschap zijn uitgegeven. Ook bij deze categorie is het tijdstip van uitgifte niet relevant. Het zal volgens de MvT in de regel gaan om aandelen waarvan de doelvennootschap kan bewerkstelligen dat zij in bevriende handen komen en blijven. Doorslaggevend is de vraag of de kapitaalverschaffer een reële mogelijkheid heeft gehad om de aandelen te verwerven tegen een redelijke prijs. Bij deze groep kan worden gedacht aan prioriteitsaandelen, maar ook aan financieringspreferente aandelen en gewone aandelen [61] indien deze vooral een beschermende functie hebben.

3.3 De zes maanden-periode

De 75%-kapitaalverschaffer mag een beroep doen op art. 359b lid 2 indien zes maanden zijn verstreken nadat het openbaar bod is uitgebracht. Wij lezen dit aldus dat na zes maanden de doorbraakvergadering mag worden bijeengeroepen.

Volgens de MvT wordt met de zes maanden-periode aan de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap de mogelijkheid gegeven om de bieder tot nader overleg te dwingen of om een alternatief bod uit te lokken. [62] Dit argument overtuigt niet, omdat het in de praktijk niet mogelijk zal zijn om nog te onderhandelen met de bieder of om een witte ridder te vinden, indien de bieder reeds een belang heeft verworven van 75% of meer. [63] De zes maanden-periode kan zelfs tot gevolg hebben dat er minder overleg plaatsvindt, omdat de

bieder het bod zo spoedig mogelijk wil uitbrengen aangezien daardoor de wachtperiode begint te lopen. Gelet hierop, zou moeten worden gekozen voor een wachtperiode voor het moment van gestanddoening, bijvoorbeeld een aanmeldingstermijn van ten minste acht weken. [64]

3.4 De wettelijke doorbraakvergadering

De regels van de statutaire doorbraakvergadering (par. 2.3.3) zijn ook van toepassing in de wettelijke doorbraakvergadering. Daarnaast geeft in de wettelijke doorbraakvergadering een aandeel dat niet meetelt voor de berekening van de 75%-grens (par. 3.2) geen recht op een stem in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of een commissaris (art. 359c lid 3). Dit geldt dus ook voor aandelen waarvan de uitgifte toevallig plaatsvond na aankondiging van het bod, bijvoorbeeld in het kader van een lopende juridische fusie of overname. [65]

3.5 De wenselijkheid van een wettelijke doorbraakregeling

Wij zijn van oordeel dat degene die gedurende een langere periode de overgrote meerderheid van het kapitaal verschaft van een beursvennootschap, de doorslaggevende invloed moet kunnen uitoefenen. Toch zijn wij geen voorstander van de wettelijke doorbraakregeling. Allereerst is er onder invloed van de Code Tabaksblad, nieuwe wetgeving, de RNA-beschikking, de totstandkoming van de Richtlijn en de toenemende activiteit van de aandeelhouders (par. 1), een goed evenwicht ontstaan. Dit heeft ertoe geleid dat er geen vennootschappen meer zijn die de mening van de aandeelhouders langdurig negeren. Door sommigen wordt de huidige uittocht van Nederlandse beursfondsen zelfs toegeschreven aan deze ontwikkelingen. [66] Daarnaast menen wij dat Nederland met een wettelijke doorbraakregeling te veel zal gaan afwijken van de internationale standaard. Voorkomen moet worden dat Nederlandse vennootschappen een gemakkelijke prooi worden voor onvriendelijke buitenlandse vennootschappen. Andere belangrijke landen (zoals Duitsland, Frankrijk [67] en de Verenigde Staten [68]) bieden ruime mogelijkheden om vennootschappen naar eigen recht te beschermen tegen een onvriendelijke overname. De meerderheid van de lidstaten (onder meer het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk) zal geen wettelijke doorbraakregeling invoeren. Nederland bevindt zich hier met Griekenland, Letland en Litouwen in een uitzonderingspositie (par. 2.3.1). Wij bepleiten daarom schrapping van de wettelijke doorbraakregeling. Onze inschatting is dat er ook in het parlement grote weerstand bestaat tegen de doorbraakregeling. De kans is derhalve reëel dat de regeling in zijn huidige vorm het Staatsblad niet haalt. Mocht toch worden besloten tot invoering van de wettelijke doorbraakregeling, dan dient art. 359c aldus te worden herschreven dat daarmee het beoogde doel wordt bereikt en dienen de talrijke ontsnappingsroutes te worden afgesloten (zie par. 5). Het wetsvoorstel uit 1997, dat de OK de bevoegdheid gaf beschermingsconstructies te ontmantelen (par. 1), kan hiervoor als voorbeeld dienen.

4 De afschaffing van certificering als beschermingsconstructie (art. 118a)

Volgens het Wetsvoorstel krijgt de certificaathouder op zijn verzoek onder alle omstandigheden een onbeperkte stemvolmacht van het AK. Hiertoe worden lid 2-4 van art. 118a geschrapt. [69] Het huidige onderscheid tussen 'vredestijd' (waarin de stemvolmacht moet worden verleend) en 'oorlogstijd' (waarin de stemvolmacht mag worden beperkt, uitgesloten en herroepen) komt daardoor te vervallen. De certificaathouder zal dus in alle gevallen de uitoefening van het stemrecht kunnen bepalen. Hiermee wordt aangesloten bij de Code Tabaksblad, die reeds een aldus luidend voorschrift bevat. [70] Deze uitgekledede bepaling was ook voorgesteld in het wetsvoorstel structuurregeling, [71] maar is onder grote druk van enkele belangrijke beursvennootschappen door de Tweede Kamer verworpen. [72] Het Wetsvoorstel heeft tot gevolg dat certificering niet langer kan worden gebruikt als beschermingsmaatregel. Wel kan certificering een geschikt middel blijven om absentisme in

de AVA tegen te gaan en een mogelijkheid zijn om tegenwicht te bieden tegen een dominante grootaandeelhouder. [73] Evenals de wettelijke doorbraakregeling (par. 3.1), is de voorgestelde aanpassing niet gegrond op de Richtlijn, maar een initiatief van de wetgever. Wij kunnen ons vinden in deze aanpassing, omdat certificering inmiddels een achterhaalde en niet-waterdichte beschermingsconstructie is, die bovendien in eigen land en in het buitenland een negatief beeld geeft van de Nederlandse kapitaalmarkt. Daarbij zal de invloed van de wetwijziging gering zijn, omdat de afgelopen jaren het aantal beursvennootschappen met certificaten, mede onder invloed van het slechte imago, sterk is teruggelopen. [74]

5 Toekomstige beschermingsmaatregelen

5.1 Algemeen

Vennootschappen kunnen gegronde redenen hebben om zich voor een langere periode te beschermen tegen een onwelgevallige kapitaalverschaffer. Nu de wettelijke doorbraakregeling (art. 359c) en de nieuwe regeling inzake certificering (art. 118a) de klassieke beschermingsconstructies [75] onbruikbaar maken, dient op zoek te worden gegaan naar alternatieven. Wij noemen hieronder enkele beschermingsmaatregelen die wel mogelijk zijn onder de nieuwe regels, zonder volledig te willen zijn. [76] Ten aanzien van de ad hoc beschermingsmaatregelen geldt dat zij slechts kunnen worden getroffen indien de vennootschap art. 359b lid 1 niet toepast (par. 2.2). Uiteraard geldt voor alle maatregelen dat invoering ervan bij bestaande beursvennootschappen op verzet van de aandeelhouders kan stuiten. Vennootschappen die naar de beurs gaan en de maatregelen 'from scratch' in hun structuur kunnen opnemen, hebben hier een betere positie.

Overigens moet ten aanzien van de onderstaande beschermingsmaatregelen de kanttekening worden geplaatst dat zij weliswaar niet worden doorbroken door art. 359c, maar wel in strijd kunnen komen met de grondnorm dat een aandeelhouder die de overgrote meerderheid van het kapitaal verschaft niet langdurig de zeggenschap mag worden onthouden. Uiteindelijk is tegen een aanhoudende meerderheidsaandeelhouder geen enkele beschermingsmaatregel effectief. Onder druk wordt alles vloeibaar.

5.2 Vrijwillig structuurregime

De wettelijke doorbraakregeling geldt niet voor structuurvennootschappen (par. 3.1). Denkbaar is dat vennootschappen daarom het structuurregime vrijwillig toepassen (art. 157). Dit heeft tot gevolg dat de onvriendelijke bieder niet, althans niet eenvoudig, zijn eigen bestuurders en commissarissen bij de doelvennootschap kan benoemen. Wij verwachten niet dat veel vennootschappen voor het vrijwillige structuurregime zullen kiezen. Het structuurregime heeft nog steeds - en terecht - een negatief imago, omdat de invloed van aandeelhouders permanent wordt beperkt.

5.3 Bescherming op tussenholding-niveau

De statutaire en wettelijke doorbraakregeling richt zich op de ter beurze genoteerde topholding (par. 1). Dit biedt mogelijkheden voor beschermingsconstructies op een lager niveau in de groep. Men denke aan een Nederlandse of buitenlandse tussenholding die een call-optie verstrekt aan een anti-overvalstichting [77] of een permanente overdracht van een kroonjuweel aan een beschermingsstichting tegen uitgifte van certificaten. Een bezwaar hiervan is echter dat dit gepaard kan gaan met concernrechtelijke problemen.

5.4 Statutaire doorbraakregeling

De vennootschap die niet kiest voor toepassing van het statutaire verbod om beschermingsmaatregelen te treffen ex art. 359b lid 1, maar wel voor de statutaire doorbraakregeling van art. 359b lid 2, heeft de mogelijkheid om zich te beschermen tegen een onvriendelijk bod, terwijl deze bescherming niet via de statutaire doorbraakregeling (par. 2.3.2 en 2.3.3) of via de wettelijke doorbraakregeling van art. 359c (par. 3.1) kan worden doorbroken. [78] Als dit lek niet door de wetgever wordt gedicht, is dit een aantrekkelijke beschermingsconstructie.

Indien art. 359b lid 1 wel is toegepast, zal de beschermingsemissie moeten plaatsvinden voor de aankondiging van het bod; genoemde bepaling verbiedt immers frustrerende handelingen nadien. De omstandigheid dat een beschermingsemissie van 30% of meer van de stemrechten tot een biedplicht leidt (par. 2.2.1), is geen bezwaar. Voor het voorkomen van een doorbraak volstaat immers een emissie van 25% en een aandeel.

5.5 Stemrechtbeperkingen

In de statutaire en wettelijke doorbraakvergadering worden stemrechtbeperkingen ongemoeid gelaten (par. 2.3.3 en par. 3.4). Dit biedt ruimte - in strijd met de Richtlijn - voor beschermingsconstructies waarbij bijvoorbeeld wordt bepaald dat een aandeelhouder nimmer meer dan 1% van de stemrechten kan uitoefenen. Hierdoor kan een onvriendelijke bidder in de doorbraakvergadering immers niet de gewenste wijziging van de samenstelling van het bestuur en de RvC doorvoeren.

5.6 Herstelvergadering

De 75%-aandeelhouder heeft slechts eenmaal de mogelijkheid om met terzijdestelling van beschermingsconstructies de samenstelling van het bestuur en de RvC te wijzigen (par. 2.3.3 en par. 3.4). Na afloop van de statutaire en wettelijke doorbraakvergadering herleven de bijzondere rechten weer ten volle en kan stemrecht worden uitgeoefend op de beschermingsaandelen. Dit biedt ruimte voor de doelvennootschap of de houder van beschermingsaandelen om te bewerkstelligen dat kort na de doorbraakvergadering een 'herstelvergadering' plaatsvindt waarin de wijziging in de samenstelling van het bestuur en de RvC ongedaan wordt gemaakt. Een herstelvergadering zal echter al gauw in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid (art. 8) en daarom niet snel plaatsvinden. [79]

5.7 Toekenning van bijzondere rechten aan anderen dan aandeelhouders

In de statutaire en wettelijke doorbraakvergadering vervallen bijzondere statutaire rechten van *aandeelhouders* (par. 2.3.3 en par. 3.4). Bijzondere statutaire rechten van anderen dan aandeelhouders, worden niet geraakt. Dit lijkt mogelijkheden te bieden om een niet doorbreekbare beschermingsconstructie te creëren, namelijk door bijzondere rechten toe te kennen aan bijvoorbeeld de RvC, een aan de vennootschap gelieerde stichting of een bevriende vennootschap (vgl. art. 133 en 142). In de praktijk heeft de RvC al vaak een voordrachtsrecht inzake de benoeming van bestuurders en commissarissen. Omdat bij de statutaire doorbraakvergadering het stemrecht op beschermingsaandelen niet wordt opgeschort, kan met een beschermingsemissie worden voorkomen dat de bidder de bindende voordracht doorbreekt. Indien de doelvennootschap de statutaire doorbraakregeling heeft toegepast, geldt de wettelijke doorbraakregeling van art. 359c niet.

5.8 Toekenning van andere bijzondere rechten

In de statutaire en wettelijke doorbraakvergadering worden slechts de bijzondere rechten inzake de benoeming en het ontslag van bestuur en commissarissen terzijde gesteld. Andere rechten - bijvoorbeeld een vetorecht inzake statutenwijziging - worden dus niet doorbroken. Hoewel dergelijke andere rechten niet kunnen voorkomen dat de bidder de samenstelling van het bestuur en de RvC wijzigt, kunnen zij wel dermate versturend werken dat een bidder afziet van het doen van een onvriendelijk bod.

5.9 Statutaire verplicht bod-regeling

De komende wettelijke verplicht bod-regeling biedt de mogelijkheid om hiervan bij statuten af te wijken. [80] De statutaire afwijking zou aldus vorm kunnen worden gegeven dat het bijzonder onaantrekkelijk wordt om de vennootschap over te nemen. Men denke aan een statutaire verplicht bod-regeling die reeds van toepassing is bij verwerving van 10 of 20% van de stemrechten en op grond waarvan minimaal 150, of zelfs 200%, van de beurskoers als vergoeding moet worden geboden. Voor het geval de bidder handelt in strijd met de statutaire verplicht bod-regeling, kan worden bepaald dat hij dan zijn aandeelhoudersrechten niet kan uitoefenen (vgl. art. 117 lid 3 en art. 118 lid 1). Om te voorkomen dat de onvriendelijke

bieder de statutaire verplicht bod-regeling ontwijkt door een vrijwillig bod uit te brengen, kan de vennootschap bepalen dat er ook een biedplicht ontstaat bij controleverwerving door een vrijwillig bod. Deze constructie heeft tot gevolg dat de vennootschap alleen kan worden overgenomen tegen een zeer hoge prijs. Als sluitstuk kan worden bepaald dat het bestuur of de RvC kan besluiten dat een lagere prijs mag worden geboden, indien overeenstemming wordt bereikt over een bod. Dit biedt het bestuur een goede onderhandelingspositie. [81]

5.10 Overdrachtsverplichting

Een vennootschap kan in haar statuten een regeling opnemen, die een aandeelhouder verplicht zijn bezit aan aandelen boven een bepaald percentage te vervreemden (art. 87a). Aldus kan worden voorkomen dat een onvriendelijke bieder een substantieel belang verwerft. Voor het geval de aandeelhouder zijn overdrachtsverplichting niet nakomt, kan worden bepaald dat zijn aandeelhoudersrechten dan worden opgeschort. [82]

5.11 Goedkeuringsrecht van AVA, bestuur of RvC

Bij een openbaar bod wordt vaak een prijs geboden die volgens veel aandeelhouders te laag is. Desalniettemin melden veel van deze kritische aandeelhouders hun aandelen aan. Zij doen dat omdat ze verwachten dat de andere aandeelhouders hun stukken ook aanbieden, en als zij dat niet doen, zij achterblijven in een vennootschap met een controlerende aandeelhouder. In de Amerikaanse literatuur wordt in dit verband gesproken van een 'distorted choice', omdat de aandeelhouders zich bij hun verkoopbeslissing vooral laten leiden door andere zaken dan de prijs. Een oplossing kan zijn dat de aandeelhouders overeenkomen dat niemand zijn aandelen zal aanbieden, tenzij een betere prijs wordt geboden. In de praktijk lukt het echter zelden om zulke afspraken te maken. Een alternatief zou kunnen zijn om deze afspraak op voorhand in de statuten op te nemen. Wij denken aan een statutaire bepaling, inhoudende dat (i) in geval van een openbaar bod een aandeelhouder zijn aandelen slechts aanmeldt indien de AVA daartoe goedkeuring verleent, (ii) een besluit tot goedkeuring wordt genomen met ten minste 75% van de uitgebrachte stemmen en (iii) bij het nemen van het besluit de bieder geen stem kan uitbrengen. [83] Bij invoering van deze negatieve (aanbiedings)verplichting zal moeten worden voldaan aan de eisen van art. 81. Een dergelijke statutaire bepaling biedt weliswaar geen bescherming tegen een door het bestuur ongewenste overname, maar biedt de aandeelhouders wel bescherming tegen een te lage biedprijs.

Denkbaar is ook om niet de AVA, maar het bestuur of de RvC een goedkeuringsrecht toe te kennen. Hiertoe zou in de statuten kunnen worden bepaald dat de aandeelhouders verplicht zijn om hun aandelen niet te vervreemden indien een openbaar bod wordt uitgebracht dat door het bestuur of de RvC als onvriendelijk wordt aangemerkt. Ook hier zal moeten worden voldaan aan de eisen van art. 81. [84]

5.12 Buitenlandse rechtsvorm

De wettelijke doorbraakregeling is van toepassing op vennootschappen naar Nederlands recht. De Nederlands-Antilliaanse vennootschap Hunter Douglas, hoewel in Amsterdam genoteerd, valt bijvoorbeeld niet onder het bereik van de Nederlandse beschermingsbepalingen. Dit kan een argument zijn om te kiezen voor een buitenlandse rechtsvorm. Bij een beursintroductie kan deze keuze eenvoudig worden gemaakt. Bij een reeds genoteerde vennootschap is dit lastiger. Denkbaar is om de nieuwe buitenlandse vennootschap een openbaar bod te laten uitbrengen op de Nederlandse beursvennootschap. [85] In de toekomst, of wellicht thans al, is een grensoverschrijdende juridische fusie denkbaar. [86]

5.13 ESOP; financieringsprefs

Aandelen die voor de aankondiging van het bod zijn uitgegeven aan een werknemerstichting (ESOP) en die niet een overwegende beschermingsfunctie hebben, worden bij toepassing van de wettelijke doorbraakregeling van art. 359c meegeteld bij het berekenen van het kapitaal dat de bieder vertegenwoordigt (par. 3.2). Indien derhalve een dusdanig pakket bij een

werknemersstichting wordt geplaatst dat de bieder niet in staat is om een 75%-belang te verwerven, kan de bieder zich niet beroepen op de wettelijke doorbraakregeling. Een bijkomend voordeel bij een uitgifte aan een werknemersstichting is dat de vennootschap daarbij het voorkeursrecht niet in acht hoeft te nemen (art. 96a lid 1). [87]

Een alternatief is om financieringspreferente aandelen te plaatsen bij een bevriende relatie. [88] Financieringsprefs worden onder IFRS niet langer als eigen vermogen beschouwd. Dit kan een nadeel zijn, omdat de solvabiliteit daardoor afneemt. Voor enkele beursfondsen is dat een reden geweest om deze aandelen af te schaffen. Binnenkort zal een fonds (Océ) de voorwaarden aanpassen, waardoor de financieringsprefs toch als eigen vermogen worden aangemerkt. [89] De kern is dat de dividendbetaling niet langer automatisch geschiedt, maar de jaarlijkse goedkeuring van het bestuur behoeft. In ruil voor het opgeven van de zekerheid ontvangen de houders van financieringsprefs een hogere rente, verkrijgen zij een recht op conversie in gewone aandelen en kunnen zij zelf het stemrecht uitoefenen. De beschermingsfactor van deze constructie zal zich nog moeten bewijzen. [90]

5.14 Dividendverhoging; inkoop van aandelen

Soms is een reden voor de overname de overtollige kaspositie van de doelvennootschap. De bieder wil door het bod een grote zak geld verwerven waarmee hij het bod eventueel kan financieren. De overname kan dan onaantrekkelijker worden gemaakt door superdividend uit te keren [91] of aandelen in te kopen. [92] Daarnaast kan de aanpassing van het dividendbeleid of een aankondiging van een inkoopprogramma aandeelhouders ervan weerhouden hun aandelen aan te melden bij de vijandige bieder. In wezen brengt de doelvennootschap dan een concurrerend 'bod' uit. Superdividend leidt tot onmiddellijke rendementsverhoging en inkoop leidt tot een hogere winst per aandeel.

5.15 Opbouwen van een belang in de bieder; pac man bid

Een doelvennootschap kan een belang opbouwen in de onvriendelijke bieder. Dit is vooral denkbaar indien de doelvennootschap over een volle door de bieder begeerde kas beschikt. Een gevolg hiervan is dat de kas slinkt en dat de bieder na gestanddoening eigen aandelen zou verwerven. Dit kan voor de bieder een reden zijn om van het bod af te zien.

Denkbaar is ook dat de doelvennootschap een tegenbod uitbrengt op de bieder (pac man bid). Hierdoor kan een ingewikkelde patstelling ontstaan die uiteindelijk tot gevolg heeft dat het onvriendelijk bod niet wordt uitgebracht of niet slaagt. Een probleem bij het pac man bid kan zijn dat de doelvennootschap de goedkeuring nodig heeft van haar AVA (art. 107a). Zijn de aandeelhouders in meerderheid de vijandige bieder niet goed gezind, dan zullen zij de goedkeuring wel verlenen. Dit kan zich voordoen in strategische sectoren (staal, telecom, post, energie) waarin overheden invloedrijke aandelenpakketten bezitten.

5.16 Reverse white knight bid

De doelvennootschap kan in de armen vluchten van een witte ridder. Vaak zal deze ridder dan een concurrerend bod uitbrengen op de aandelen van de doelvennootschap. Een alternatief is dat de doelvennootschap een bod uitbrengt op de aandelen van de ridder. [93] Hierdoor kan het bod voor de onvriendelijke bieder onaantrekkelijk worden, bijvoorbeeld vanwege mededingingsproblemen of hoge financieringslasten van de doelvennootschap. Evenals bij het pac man bid (par. 5.15) zal de AVA het bod veelal moeten goedkeuren.

5.17 Poison pill

5.17.1 Algemeen

De 'poison pill' wordt niet geraakt door de wettelijke doorbraakregeling. Dit biedt mogelijkheden voor constructies die worden geactiveerd indien een onvriendelijke partij de controle verwerft in de vennootschap ('change of control'-clausules). Men denke aan regelingen inzake de verkoop van kroonjuwelen [94] en hoge vertrekvergoedingen voor het topmanagement ('golden parachute') [95]. Bij poison pill-constructies kunnen bedenkingen worden opgeworpen, zeker als het management daarvan profiteert. De poison pill is echter

een veel gebruikte en geaccepteerde vorm van bescherming in de Verenigde Staten. [96] Dit zou de invoering van de poison pill bij vennootschappen met veel Amerikaanse aandeelhouders kunnen vergemakkelijken.

5.17.2 Onbillijke vergoeding

Volgens het Wetsvoorstel heeft de aandeelhouder recht op een door de OK vast te stellen billijke vergoeding van de schade die hij lijdt door de opschorting van bepaalde bijzondere rechten en regels (par. 2.4). Denkbaar is om deze vergoeding in de statuten te fixeren en daarbij een dusdanig hoog bedrag vast te stellen dat deze het karakter heeft van een poison pill. Strijd met art. 8 ligt hier echter op de loer. Hoewel het Wetsvoorstel de billijke vergoeding slechts voorschrijft indien de vennootschap kiest voor een statutaire beperking van beschermingsconstructies (art. 359b), kan de vennootschap ook voor andere situaties een dergelijke regeling invoeren.

5.17.3 Flip-over pill

Een in de Verenigde Staten gebruikte poison pill is de 'flip-over pill'. [97] Hij gaat uit van dezelfde gedachte als de in par. 5.15 besproken beschermingsconstructie, namelijk het opbouwen van een belang in de bidder. De doelvennootschap geeft opties uit op aandelen van de bidder. Dit kan worden vormgegeven door aan de aandeelhouders van de doelvennootschap het recht te verlenen aandelen in een vennootschap te verkrijgen onder de opschortende voorwaarde dat door deze vennootschap een controlerend belang in de doelvennootschap is verkregen. De vennootschap op wier aandelen een optie is verleend hoeft zich daarvan natuurlijk niets aan te trekken. De doelvennootschap heeft immers slechts jegens haar eigen aandeelhouders de verplichting op zich genomen de aandelen in een mogelijke bidder te leveren. Komt dat bod, [98] dan verandert de situatie. De aandeelhouders van de doelvennootschap kunnen dan door uitoefening van hun optie een belang opbouwen in de bidder. De doelvennootschap moet leveren en zal moeten betalen uit eigen middelen of door een lening. De pil zal nog giftiger zijn als de opties een uitoefenprijs hebben die ver beneden de beurskoers ligt. Het vermogen van de doelvennootschap wordt daardoor aangetast, hetgeen de overname minder aantrekkelijk maakt. De flip-over pill kan niet onschadelijk worden gemaakt door een juridische fusie na een openbaar bod. Door de fusie gaan de verplichtingen van de doelvennootschap, waaronder de verplichtingen uit de opties, van rechtswege over op de bidder.

5.17.4 Flip-in pill

In Frankrijk is een wetsvoorstel aanhangig dat een bedreigde vennootschap de mogelijkheid biedt om aan haar aandeelhouders inschrijvingsbewijzen (warrants) toe te kennen die het recht geven om nieuwe aandelen te nemen die worden uitgegeven beneden beurskoers. [99] Door de korting zullen veel aandeelhouders hierop ingaan. De uitgifte heeft tot gevolg dat de overnameprijs van de doelvennootschap sterk wordt verhoogd, wat ertoe kan leiden dat de bidder zijn overnamepogingen moet staken. Deze beschermingsconstructie is ook populair in de Verenigde Staten en is daar bekend onder de naam 'flip-in pill'. [100] Denkbaar is dat Nederlandse beursvennootschappen een variant van deze regeling in hun statuten opnemen.

5.18 Extra stemrecht of dividend voor lange termijn-aandeelhouders

Beursvennootschappen worden de laatste jaren geteisterd door beleggers, waaronder hedge funds, die tijdelijk grote pakketten aandelen verwerven en vervolgens de vennootschap dwingen om onderdelen af te stoten, te splitsen of superdividend uit te keren. Zodra dit is gebeurd, vertrekken deze aandeelhouders. Dit en ander korte termijn-gedrag van aandeelhouders kan worden ontmoedigd, door lange termijn-betrokkenheid van aandeelhouders te stimuleren ('air miles').

Hiertoe zou bij statuten kunnen worden bepaald dat aandeelhouders die zich gedurende langere tijd aan de vennootschap verbinden meer stemrecht krijgen dan aandeelhouders die nog maar kort in de vennootschap zitten. [101] De Franse regeling inzake meervoudig

stemrecht kan hiervoor als inspiratie dienen. [102]

Een alternatief om duurzame betrokkenheid van aandeelhouders te belonen is het toekennen van extra dividend. De gedachte hierbij kan zijn dat aandeelhouders die zich gedurende een langere tijd binden (bijvoorbeeld door een lock-up), meer risico nemen. Dit extra risico kan dan worden gecompenseerd met een hoger rendement, door middel van extra dividend. [103] Een combinatie van meervoudig stemrecht en extra dividend is ook denkbaar. Voor beleggers met een lange of middellange beleggingshorizon (zoals institutionele beleggers en participatiemaatschappijen) kan dit een interessante optie zijn.

Hoewel beide regelingen juridisch geoorloofd zijn en interessante mogelijkheden bieden als toekomstige beschermingsmaatregelen, zien wij naar huidig recht praktische problemen. Wij achten het wenselijk dat de wetgever een rechtsvergelijkend onderzoek laat verrichten naar de mogelijkheid van een wettelijke regeling van meervoudig stemrecht [104] en extra dividend.

6 Conclusie

De grondnorm in het Nederlandse vennootschapsrecht is dat aandeelhouders uiteindelijk moeten kunnen bepalen of er een overname van de vennootschap plaatsvindt en dat de overnemer niet langdurig de zeggenschap in de vennootschap mag worden onthouden. Naar ons oordeel bestaat er thans op dit punt een goed evenwicht in Nederland op basis van de bestaande regelgeving en de jurisprudentie. De voorgestelde wettelijke doorbraakregeling van art. 359c kan ertoe leiden dat dit evenwicht wordt verstoord en dat Nederlandse vennootschappen een eenvoudige prooi worden voor buitenlandse vennootschappen. Wij bepleiten daarom schrapping van de wettelijke doorbraakregeling. Overigens is het niet onoverkomelijk als de wettelijke doorbraakregeling in haar huidige vorm wordt ingevoerd, omdat er door haar gebrekkige opzet en formulering voldoende mogelijkheden zijn om ervan af te wijken.

Met de voorgestelde afschaffing van certificering als beschermingsmaatregel (art. 118a) kunnen wij beter leven, omdat deze vorm van bescherming in de praktijk nog slechts een kleine rol speelt, maar wel bijdraagt aan een negatief beeld van de Nederlandse kapitaalmarkt.

Voetnoot

[1]

Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme is hoogleraar ondernemingsrecht aan de Radboud Universiteit Nijmegen (Van der Heijden Instituut/Onderzoekcentrum Onderneming & Recht), evenals prof. mr. Gerard van Solinge, die tevens advocaat te Amsterdam is.

[2]

Zie over deze problematiek: P. Davies & K. Hopt, 'Control Transactions', in: *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2004, p. 157-191.

[3]

HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*).

[4]

Wij noemen de herziening van de structuurregeling, het goedkeuringsrecht van de AVA (art. 107a), het agenderingsrecht van de AVA (art. 114a) en de stemvolmacht voor certificaathouders (art. 118a). Alle in deze bijdrage genoemde wetsartikelen zijn uit Boek 2 BW, tenzij anders vermeld.

[5]

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.

[6]

Kamerstukken II 2005/06, 30 419, Uitvoering van Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het

openbaar overnamebod.

- [7] Art. 9 en 11 jo. art. 12 Richtlijn.
- [8] Indien wij spreken van aandelen en aandeelhouders, doelen wij mede op bewilligde certificaten en houders van bewilligde certificaten, tenzij anders vermeld. Zie ook art. 359a lid 2; art. 2 lid 1 sub *e* Richtlijn.
- [9] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 4.
- [10] Art. 1 Richtlijn; *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 3 en p. 37-38.
- [11] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 43.
- [12] Kapteyn/VerLoren van Themaat, *Het recht van de Europese Unie en van de Europese Gemeenschappen*, Deventer 2003, p. 433 e.v.
- [13] *Kamerstukken II 2005/06*, 25 732, nr. 23 (Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap).
- [14] P.O. Mülbart, 'Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?', in: *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, p. 711-736.
- [15] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 38; art. 12 lid 2 tweede alinea Richtlijn.
- [16] Vgl. R. Pieterse (Veuo), 'Evenwicht van bedrijven verstoord', *HFD* 21 februari 2006.
- [17] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 19, nr. 3, p. 38; art. 9 lid 2 jo. art. 12 Richtlijn; L.J. Hijmans van den Bergh & G. van Solinge, 'Beschermingsmaatregelen tegen overnamebiedingen: het meerkeuzemodel van de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2004, 139, p. 369-371; M. van Olffen, 'De nieuwe ontwerp dertiende EG-richtlijn en thans in gebruik zijnde beschermingsmaatregelen', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 512-514.
- [18] Rule 21 City Code on Takeovers and Mergers.
- [19] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 39.
- [20] Art. 9 lid 2 Richtlijn; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, 'Het verbod tot het treffen van beschermingsmaatregelen bij een openbaar bod op aandelen (artikel 8 dertiende EG-richtlijn)', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 99.
- [21] Art. 1 sub *c* en *d* voorontwerp Besluit betreffende het openbaar overnamebod, 13 januari 2006, <http://www.minfin.nl> (voorontwerp Bob).
- [22] Art. 20 lid 2 voorontwerp Bob.
- [23] Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 96.

- [24] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 38; art. 9 lid 6 Richtlijn.
- [25] Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 96.
- [26] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 38-39; art. 9 lid 2 Richtlijn.
- [27] Zie ook Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, Advies inzake wetsvoorstel 30 419 tot implementatie overnamerichtlijn, Den Haag 1 maart 2006, <http://www.advocatenorde.nl>, p. 9.
- [28] Men denke aan de fusie van de twee Franse energiegiganten Gaz de France (GDF) en Suez, die bekend werd gemaakt kort nadat het Italiaanse Enel interesse in Suez had getoond; zie P. Hollinger, 'French bid to create champion in energy', *Financial Times* 27 February 2006.
- [29] Zie nader Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 99.
- [30] Dwingende regeling: België, Finland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Ierland, Italië, Letland, Litouwen, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije, Spanje, Tsjechië, Verenigd Koninkrijk, Zweden. Optionele regeling: Denemarken, Duitsland, Luxemburg, Nederland, Polen. Onbekend of nog niet besloten: Cyprus, Estland, Malta. Zie EGIP, Implementation of the optional provisions of the EU Takeover Directive by the EU 25, 10 February 2006, <http://www.egip.org>; P. Marini, Rapport no. 197 (2005-2006) sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, fait au nom de la Commission des Finances du Sénat, 8 février 2006, <http://www.senat.fr/rap/105-020/105-020.html>, p. 9.
- [31] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 39; art. 9 lid 3 jo. art. 12 Richtlijn.
- [32] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 39; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 101; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2004), p. 370. Anders: M.W. den Boogert & P.J. Dortmond, in: *Openbaar bod en Bescherming*, Verslag van de vergadering van de Vereniging Handelsrecht, Deventer 2006, p. 33 en p. 57-58. Twijfelend: *Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht* (2006), p. 6-7.
- [33] Vgl. Den Boogert (2006), p. 33.
- [34] *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 39.
- [35] Art. 5 lid 1 sub *b* voorontwerp Bob. Zie ook *Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 7.
- [36] Evenzo *Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht* (2006), p. 6.
- [37] NvT voorontwerp Bob, p. 8.
- [38] Rule 21 City Code on Takeovers and Mergers.
- [39] Zie ook art. 9 lid 2 tweede alinea Richtlijn, waarin deze mogelijkheid expliciet wordt geboden; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 97-98.

- [40] Zie nader Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 99-100.
- [41] Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 100.
- [42] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 2, p. 12; nr. 3, p. 10 en p. 39-40 en p. 51; art. 11 lid 3 Richtlijn. Wijzigingen in de afspraken van voor 20 mei 2004 geschieden dus bij voorkeur in de vorm van aanpassingen van de overeenkomst. Het sluiten van een nieuwe overeenkomst doet de uitzondering vervallen.
- [43] Zie ook Den Boogert (2006), p. 34.
- [44] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 40.
- [45] Art. 9 lid 2 Richtlijn.
- [46] Art. 9 lid 3 Richtlijn.
- [47] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 10 en p. 39; art. 11 lid 2 Richtlijn; Van Olfen (2002), p. 515-516.
- [48] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 2, p. 12; nr. 3, p. 10, p. 40 en p. 51.
- [49] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 11 en p. 40-42; art. 11 lid 4 jo. 12 lid 1 Richtlijn; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2004), p. 371-372.
- [50] Optionele regeling: België, Denemarken, Duitsland, Finland, Frankrijk, Hongarije, Ierland, Italië, Nederland, Oostenrijk, Polen, Portugal, Slowakije, Spanje, Tsjechië, Verenigd Koninkrijk, Zweden. Dwingende regeling: Griekenland, Letland, Litouwen. Onbekend of nog niet besloten: Cyprus, Estland, Luxemburg, Malta, Slovenië. Zie EGIP (2006); Marini (2006), p. 9.
- [51] OK 14 december 2005, *JOR* 2006/7, m.nt. F.J.P. van den Ingh; *Ondernemingsrecht* 2006, 36, p. 110-115, m.nt. R.M. Hermans (*Versatel*).
- [52] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 42 en p. 45.
- [53] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 11 en p. 42; art. 11 lid 5 Richtlijn.
- [54] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 42.
- [55] Den Boogert (2006), p. 32.
- [56] Art. 12 lid 3 Richtlijn, waarover M. Becht, 'Reciprocity in Takeovers', in: *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, p. 647-675.
- [57] Reciprociteitsregel: België, Duitsland, Denemarken, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Litouwen, Nederland, Portugal, Slowakije. Geen reciprociteitsregel: Finland, Letland, Oostenrijk, Polen, Tsjechië, Verenigd Koninkrijk, Zweden. Onbekend of nog niet besloten: Cyprus, Estland, Ierland, Italië, Luxemburg, Malta, Slovenië, Spanje. Zie

- EGIP (2006); Marini (2006), p. 9.
- [58] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18 en p. 43-46.
- [59] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 45.
- [60] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 45-46.
- [61] Volgestorte beschermingsaandelen zijn relatief duur, maar vormen het enige alternatief indien geen beschermingsprefs kunnen worden uitgegeven. Voorbeelden zijn de gewone aandelen die RNA had uitgegeven aan de stichting RNA ter bescherming tegen Westfield; zie HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*). De gewone aandelen die Gucci had uitgegeven aan de stichting Belangen Werknemers ter bescherming tegen LVMH, hadden volgens de OK ook overwegend de bedoeling de vennootschap te beschermen; zie OK 27 mei 1999, *JOR* 1999/121, m.nt. L.L.M. Prinsen (*Gucci*).
- [62] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18 en p. 44.
- [63] Enzo M.W. Josephus Jitta, 'Voorstel Wet tot uitvoering van de overnamerichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2006, 18, p. 63; A.F. Verdam, 'De onderneming als het moderne Jericho', *NTBR* 2005, p. 141.
- [64] Blijkens de MvT (p. 42) bij het voorontwerp van 8 maart 2005 zou hierin worden voorzien.
- [65] Zie hierover in kritische zin Den Boogert (2006), p. 35-36.
- [66] Pieterse (2006); F. Rolvink e.a., 'Paniek in Nederlandse bestuurskamers', *HFD* 18 februari 2006; F. Rolvink, 'De voorgevel is weg: start het plunderen', *HFD* 18 februari 2006. In de afgelopen vijf jaar is het aantal beursnoteringen gedaald van 199 naar 145, zie VEB, Amsterdamse beurs krimpt snel, 27 maart 2006, www.veb.net.
- [67] Zie ook M. Arnold e.a., 'France prepares 'poison pill' provision against takeovers', *Financial Times* 17 February 2006; M. Arnold e.a., 'France in new moves to defend companies', *Financial Times* 2 March 2006.
- [68] S.M. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, New York 2003, p. 311 e.v.; P.N. Wakkie, 'Beschermingsmaatregelen in de Verenigde Staten', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Deventer 2004, p. 421-430. De 1500 grootste ondernemingen in de Verenigde Staten hebben gemiddeld negen beschermingsconstructies en andere beperkingen van de zeggenschap van aandeelhouders; zie P.A. Gompers, J.L. Ishii & A. Metrick, 'Corporate Governance and Equity Prices, Harvard NOM Working Paper No. 03-19'; *QJE* 2003, p. 107-155.
- [69] *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 17-21 en p. 37.
- [70] Principe IV.2 Code Tabaksblat.
- [71]

Wetsvoorstel 28 179, Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling.

[72]

D. Dirks e.a., *Tekst en toelichting Nieuwe structuurregeling*, Den Haag 2004, p. 91 e.v.

[73]

Deze situatie doet zich bijvoorbeeld voor bij Grolsch, waar een lage opkomst is bij AVA's, een stichting AK die de belangen van de oprichtersfamilie behartigt en een stichting AK voor de anonieme kapitaalverschaffers.

[74]

Eind 2005 maakten nog slechts negentien beursvennootschappen gebruik van certificaten. De afgelopen maanden hebben verschillende van deze vennootschappen aangekondigd te zullen overgaan tot decertificering. Ter vergelijking: in 1998 waren nog 59 beursvennootschappen gecertificeerd. Zie A. de Jong e.a., *Activiteiten van Aandeelhouders*, Rotterdam 21 oktober 2005, www.commissiecorporategovernance.nl, p. 25 e.v.; D. Tomic & P.P.F. de Vries, 'Verloren Strijd, Certificering nadert roemloos einde', *Effect* 2005/22, p. 27-33; Monitoring Commissie Corporate Governance, *Monitoring Corporate Governance in Nederland*, Deventer 1998, p. 23.

[75]

Zie voor een overzicht van in Nederland gebruikte vormen van bescherming: De Jong (2005), p. 25 e.v.

[76]

Zie uitgebreid M. van Olffen, *Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 64, Deventer 2000, p. 51 e.v. Zie ook de column van Dortmund in dit themanummer.

[77]

Vgl. ook Van Olffen (2002), p. 514-515.

[78]

Evenzo M. van Olffen, in: *Openbaar bod en Bescherming*, Verslag van de vergadering van de Vereniging Handelsrecht, Deventer 2006, p. 59-60; Den Boogert (2006), p. 59-60; *Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht* (2006), p. 7.

[79]

Zie ook *Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht* (2006), p. 7-8.

[80]

Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 23.

[81]

M.P. Nieuwe Weme, in: *Openbaar bod en Bescherming*, Verslag van de vergadering van de Vereniging Handelsrecht, Deventer 2006, p. 24. Zie ook Van Olffen (2000), p. 60 e.v.

[82]

Zie uitgebreid G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen aan leden en aandeelhouders*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 83, Deventer 2005, p. 235-239; Van Olffen (2000), p. 65-66.

[83]

Vgl. Rule 36.5 City Code on Takeovers and Mergers, op grond waarvan een partieel bod dat kan leiden tot verwerving van 30% of meer van de stemrechten slechts mag worden uitgebracht indien de AVA van de doelvennootschap daarmee heeft ingestemd.

[84]

Rensen (2005), p. 219.

[85]

Men denke aan het openbaar bod van Royal Dutch Shell Plc op Koninklijke

Nederlandse Petroleum Maatschappij NV, zie Ch. E. Honée, 'De Koninklijke is niet meer: lang leve Royal Dutch', *Ondernemingsrecht* 2005, 153, p. 440-445.

- [86] HvJ EG 13 december 2005, *JOR* 2006/33, m.nt. G.J. Vossestein; *Ondernemingsrecht* 2006, 37, p. 115-119, m.nt. J.N. Schutte-Veenstra (*Sevic*); Richtlijn 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van 26 oktober 2005 betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen, *PbEU* 2005, L 310/1.
- [87] Vgl. Van Olfen (2000), p. 58-60; OK 5 augustus 2005, *JOR* 2005/241, m.nt. M. Brink (*VIBA*).
- [88] Zie de column van Dortmund in dit themanummer.
- [89] 'Océ verandert voorwaarden prefs om IFRS', *HFD* 23 maart 2006; www.oce.com/nl/news/newsbulletins/20060322-prefshares.htm.
- [90] Hierover in kritische zin Bartjens, 'Optie met stemrecht', *HFD* 27 maart 2006.
- [91] Zie voor twee recente voorbeelden: 'Arcelor zet dividend in tegen Mittal', *HFD* 17 februari 2006; 'LSE werpt wal op tegen bod Macquarie, Beurs Londen verdubbelt dividend', *HFD* 18 februari 2006.
- [92] Men denke aan het recente inkoopprogramma van TNT, waarvoor Bartjens, 'Defensief', *HFD* 7 december 2005.
- [93] Het door Mittal Steel bedreigde Arcelor overwoog ter bescherming een bod uit te brengen op US Steel en Eramet; zie 'Arcelor wil bod doen op US Steel', *HFD* 7 februari 2006; 'Arcelor wil Eramet als 'anti-Mittal-pil', *HFD* 11 februari 2006.
- [94] Dit deed zich voor bij de overnamestrijd om HBG. Om zichzelf minder aantrekkelijk te maken voor indringer Boskalis bracht HBG haar baggerdivisie onder in een joint venture met Ballast Nedam. Daarbij verleende HBG een call-optie aan Ballast Nedam tot overneming van haar aandelen in de joint venture indien er een wijziging in de zeggenschap in HBG zou optreden. Zie HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).
- [95] Zie bijvoorbeeld HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*).
- [96] W.J. Carney, *Mergers and Acquisitions*, New York 2000, p. 263 e.v.
- [97] S. Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, Oxford 2004, p. 333 e.v.; Wakkie (2004), p. 422.
- [98] Vrij naar Hugo Walker.
- [99] D. Gallois, 'Le Sénat adopte un project de loi rendant les OPA plus chères', *Le Monde* 23 février 2006; 'France prepares 'poison pill' provision against takeovers', *Financial Times* 17 February 2006.
- [100]

Wakkie (2004), p. 421-422; Kenyon-Slade (2003), p. 333 e.v.

[101]

Zie ook Pieterse (2006).

[102]

Art. L. 125-123 Code de Commerce, waarover M. Cozian, A. Viandier & F. Deboissy, *Droit des sociétés*, Paris 2005, nr. 832.

[103]

R. Munsters, R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Geen Amerikaanse governance-toestanden', *HFD* 1 maart 2006.

[104]

Evenzo Commissie Vennootschapsrecht, Advies over een wetsontwerp dat strekt tot invoering Richtlijn openbaar overnamebod, Nijmegen 23 december 2004, p. 5.

Copyright © Kluwer 2012
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 26-04-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.