

Bescherming van beursvennootschappen: dubbel gestikt houdt beter

Hélène Vletter-van Dort & Titiaan Keijzer*

In deze bijdrage komt, aan de hand van verschillende gevallen uit de rechtspraak, aan de orde welke vorm van vennootschapsrechtelijke beschermingsmaatregelen het meest effect sorteert. Daarbij fungeren de maatregelen die NL Financial Investments bepleit bij de beursgang van verzekeraar ASR als toetssteen.

* Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort is hoogleraar Financieel recht & Governance aan de Erasmus School of Law; mr. T.A. Keijzer is als onderzoeker verbonden aan de Sectie Ondernemingsrecht & Financieel recht van de Erasmus School of Law, en oud-redacteur van dit blad.

1 De (voormalig) enig aandeelhouders van onder andere ABN AMRO, SNS en ASR, voluit genaamd Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen.

2 Het advies is digitaal beschikbaar op <http://fd.nl/binaries/33/67/81/exit-advies-asr-nl-1.pdf>. Eerdere adviezen dateren van augustus 2013 en mei 2014.

3 Alle besluiten waaromtrent bij wet of statuten geen grotere meerderheid is voorgeschreven, worden genomen met volstrekte meerderheid (50% plus één stem), zo volgt uit art. 2:120 lid 1 BW. Is sprake van een gekwalificeerde of versterkte meerderheid, dan ligt dit percentage hoger. Zie J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II**. De naamloze en besloten vennootschap, Deventer: Kluwer 2009/366.

1 Inleiding

In november 2015 heeft NL Financial Investments¹ (NLFI) een derde advies² aan de minister van Financiën uitgebracht over het terugbrengen van de door NLFI gehouden aandelen in verzekeringsmaatschappij ASR Nederland (ASR) naar de private sector. ASR is in handen van de overheid gekomen na de nationalisatie van Fortis en ABN AMRO op 3 oktober 2008. NLFI adviseert de minister om ASR naar de beurs te brengen in de eerste helft van 2016.

In dit artikel wordt een poging gedaan te analyseren welke vorm van bescherming het meest effect sorteert, een statutaire of een meer externe vorm van bescherming

Het advies ten aanzien van ASR is in meerdere opzichten interessant, maar voor dit artikel concentreren wij ons op de dubbele bescherming die ASR volgens NLFI nodig heeft bij een beursgang. Deze bescherming dient ASR te behoeden voor een ongewenste en dus vijandige overname. Kort gezegd adviseert NLFI om naast het volledige structuurregime

(dat de facto werkt als een vorm van statutaire bescherming) dat op ASR van toepassing is vanaf de beursintroductie, te kiezen voor zowel een statutaire bescherming in de vorm van gekwalificeerde meerderheden³ als een (tot op zekere hoogte) buiten-statutaire bescherming. De meest gebruikte vorm van buiten-statutaire bescherming, die ook is voorgenomen ten aanzien van ASR, is een Stichting Continuïteit waaraan een calloptie wordt verleend tot het nemen van preferente aandelen. De reden dat deze vorm ook wel als buiten-statutair wordt aangemerkt is dat het besluit tot uitoefenen van de calloptie, en daarmee het in stelling brengen van de bescherming, niet door de vennootschap zelf kan worden genomen, maar is voorbehouden aan het – onafhankelijke – bestuur van de Stichting. Wij zullen in het vervolg spreken van externe bescherming. Een andere vorm van externe bescherming die in het verleden, maar ook bij de recente beursgang van ABN AMRO, veel werd gebruikt is certificering. Daarbij worden de economische en zeggenschapsrechten losgekoppeld, waarover meer in § 3.2.

In dit artikel wordt een poging gedaan te analyseren welke vorm van bescherming het meest effect sorteert, een statutaire of een meer externe vorm van bescherming. Daarbij dient de dubbele, of wellicht zelfs driedubbele

bescherming die NLFI bepleit voor ASR als toetssteen. De antwoorden die de minister heeft gegeven op vragen van Kamerleden over de exit van de Staat als aandeelhouder van ASR, bieden een aardig inzicht in de effectiviteit die de beide vormen van bescherming volgens hem bieden. Dit artikel begint, na een analyse van de ratio voor en speelruimte ten aanzien van beschermingsmaatregelen in §2, met een beschrijving van de meest voorkomende externe vormen van bescherming (§ 3) en vervolgt met een wat uitgebreidere beschrijving van vormen van statutaire bescherming (§ 4). Vervolgens zal in § 5 aan de hand van enkele recente overnamegevechten worden besproken welke bescherming de bedreigde vennootschappen hadden en of deze bescherming het beoogde doel heeft bereikt. Wij sluiten in § 6 en 7 af met een conclusie waarin wij aangeven of wij de aanbevelingen van NLFI ten aanzien van de vereiste bescherming van ASR steunen.

Indien het bestuur besluit de beursvennootschap tegen een onvriendelijke overname en/of onwelgevallige invloeden te 'beschermen' is sprake van vennootschapsrechtelijke bescherming

2 Beschermingsmaatregelen: ratio en speelruimte

Anders dan bij een besloten vennootschap (BV) zijn aandelen in een beursgenoteerde naamloze vennootschap (NV) eenvoudig verhandelbaar. De samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) kan daardoor sterk fluctueren, hetgeen gevolgen kan hebben voor de macht en de controle die een raad van bestuur (RvB) en raad van commissarissen (RvC) hebben over de vennootschap. In dit verband valt bijvoorbeeld te denken aan instabiele besluitvorming ter AVA of een (gepercipieerde) aantasting van de kwaliteit van het bestuur en toezicht door de AVA.⁴ Ook is denkbaar dat een aandeelhouder (al dan niet tezamen met andere aandeelhouders) door het ter beurze verwerven van een meerderheid van de uitstaande aandelen beoogt een door het bestuur⁵ ongewenste (onvriendelijke) overname van de beursvennootschap tot stand te brengen. Indien het bestuur besluit

de beursvennootschap tegen een dergelijke overname en/of onwelgevallige invloeden te 'beschermen' is sprake van vennootschapsrechtelijke bescherming.⁶

Anders dan statutaire beschermingsmaatregelen, die oneindig van toepassing kunnen blijven,⁷ dienen externe beschermingsmaatregelen in beginsel tijdelijk van aard te zijn, zo volgt uit de RNA-uitspraak.⁸ Een periode van twee jaar wordt sindsdien als aanvaardbaar beschouwd. In de RNA-zaak was sprake van een door het bestuur van Rodamco North America (RNA) ongewenste (voorgenomen) gedeeltelijke overname door Westfield. Dit begon ermee dat Westfield 23,9% van de aandelen RNA verwierf van het ABP en daarmee, gezien het absenteïsme⁹ ter AVA, de feitelijke macht aldaar had verkregen. De uitnodiging om een volledig bod uit te brengen werd door Westfield afgeslagen. Vervolgens riep Westfield op tot een buitengewone vergadering van aandeelhouders,¹⁰ waar het ontslag van het bestuur van RNA was geagendeerd. In reactie op deze dreiging werd Stichting RNA opgericht, die zowel 14,7 miljoen gewone aandelen RNA verkreeg, als een optie dit belang uit te breiden tot 41,2%. De Hoge Raad oordeelde¹¹ – anders dan de OK¹² – dat het in stelling brengen van tijdelijke maatregelen gerechtvaardigd kan zijn indien noodzakelijk met het oog op continuïteit van het beleid van de vennootschap en de daarbij betrokkenen. In dat verband is relevant of de RvB van de doelvennootschap in redelijkheid heeft kunnen menen dat de maatregel noodzakelijk was teneinde de uitkomst van overleg af te wachten en te voorkomen dat de status quo gewijzigd werd. Voor het in stand houden van een reeds ingeroepen beschermingsmaatregel is van belang of die maatregel nog een adequate en proportionele reactie vormt op het gevaar van een ongewenste overname. Het permanent handhaven van externe beschermingsmaatregelen is, zoals aangegeven, in beginsel niet toegestaan.

Heeft (het bestuur van) RNA profijt gehad van de ingestelde beschermingsconstructie? Het antwoord op die vraag is zeer afhankelijk van het gehanteerde perspectief. Hoewel RNA door de Hoge Raad formeel in het gelijk werd gesteld dat een eenmaal ingeroepen beschermingsmaatregel geen wanbeleid hoeft op te leveren, bood het gebruik daarvan RNA geen garantie voor een zelfstandige toekomst: haar activa en passiva werden verkocht – voor een substantieel gedeelte aan Westfield – waarna de vennootschap is geliquideerd.¹³

- 4 De vraag is in hoeverre dit argument nog onverkort geldt, nu de aanwezigheid van aandeelhouders ter AVA stijgende is. Zie hierover R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2015', *Ondernemingsrecht* 2015/105. Wij laten dit punt hier verder echter rusten. Zie ook voetnoot 9.
- 5 Met de term 'bestuur' (niet: RvB) wordt bedoeld de RvB en RvC tezamen.
- 6 Voor een overzicht van de verschillende beschermingsmaatregelen zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/638; F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013, p. 691-714; B.F. Assink & W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, § 76.
- 7 Althans totdat de statuten worden gewijzigd.
- 8 HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández; vergelijk in § 3.1. en § 3.2. ook art. 5:71 lid 1 sub c en d Wft. Dat beschermingsmaatregelen geacht moeten worden toelaatbaar te zijn laat onverlet dat de wetgever de laatste jaren de macht van de aandeelhouder lijkt te willen vergroten. In dit verband valt bijvoorbeeld te wijzen op de invoering van art. 2:107a BW, dat kort gezegd bepaalt dat de RvB bij het nemen van beslissingen die het karakter van de vennootschap wezenlijk beïnvloeden verplicht is de AVA te raadplegen. Wij laten de consequenties van dit wetsartikel hier echter rusten.
- 9 Absenteïsme: doordat veel aandeelhouders van beursgenoteerde NV's ter AVA afwezig zijn – zij zien het aandeel (primair) als beleggingsinstrument – kan een kleine(re) groep die wél aanwezig is een meerderheid vormen.
- 10 Een vergadering anders dan de verplicht te houden jaarlijkse AVA, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/317.
- 11 HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández, r.o. 3.7.11 (RNA).
- 12 Die immers had geoordeeld dat de ingevoerde beschermingsmaatregel wanbeleid opleverde. Zie hierover Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2003, ECLI:NL:GHAMS:2002:AE0542, *Ondernemingsrecht* 2002/25, m.nt. G.N.H. Kemperink.



Foto: Marten Hoogstraat
(www.whiteframe.nl) | © Ars Aequi

13 Zie hierover verder B. Winters, E.W.A. van de Weert & C.L. de Bel, 'De afloop van de sluipoverval van Westfield op RNA', V&O 2003, afl. 9, p. 134-138.

14 Callopties kunnen overigens ook zien op andere instrumenten dan preferente aandelen. Wij komen hierop terug in § 5.1.

15 Art. 2:80 lid 1 BW. Uit art. 2:82 lid 3 BW volgt dat een aandeelhouder bij het nemen van aandelen aan toonder dit aandeel (ten minste) volledig dient vol te storten.

16 Art. 2:118 BW.

17 Art. 2:98c BW verbiedt overigens dat de beursvennootschap aan de Stichting Continuïteit *ad hoc* een lening tot het nemen van de preferente aandelen verstrekt. In de regel kan de Stichting Continuïteit wél een banklening afsluiten met middelen die zij bij oprichting heeft verkregen van de beursvennootschap bij wege van storting à fonds perdu. Hetgeen aan dividend wordt ontvangen dient dan ter betaling van de verschuldigde rente.

18 Assink & Slagter 2013, § 76.2, p. 1380-1381; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/641; Buijn & Storm 2013, p. 705-710. Wel kent het gebruik van een Stichting Continuïteit nog enkele 'losse eindjes'. Faillieert de beursvennootschap waarin

3 Externe beschermingsmaatregelen

3.1 Preferente aandelen

Een veelgebruikte beschermingsmaatregel ziet er als volgt uit: aan een Stichting Continuïteit is, bij oprichting van de beursvennootschap of daarna door de AVA, een calloptie verleend (het recht gegeven) tot het nemen van preferente aandelen tot een belang van bijvoorbeeld 50% (minus één aandeel) van het geplaatst kapitaal.¹⁴ Artikel 2:96a lid 3 BW bepaalt dat de houders van gewone aandelen geen voorkeursrecht hebben indien aandelen worden uitgegeven waaraan een bijzonder winstrecht is verbonden. Dergelijke aandelen worden preferente aandelen genoemd. Deze categorie aandelen wordt niet genoteerd aan de beurs, waardoor bepaald kan worden dat een aandeelhouder bij het nemen van het aandeel slechts een kwart van de nominale waarde hoeft te storten.¹⁵ Preferente aandelen kunnen op deze manier relatief goedkoop worden uitgegeven. De regel dat de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen aan de AVA toekomt (art. 2:96 BW) ziet ook niet op de situatie dat aandelen worden uitgegeven in verband met een in het verleden toegekend recht tot het nemen van aandelen (art. 2:96 lid 5 BW). Aangezien stemrecht in de regel¹⁶ is verbonden aan de nominale waarde van een aandeel is het

effect van het uitoefenen van de calloptie dat de Stichting Continuïteit de helft van de stemmen in de AVA kan uitoefenen. Dit betekent dat het belang van bestaande aandeelhouders met 50% wordt verwaterd.¹⁷ De facto is daarmee, vrijwel altijd, de macht van de vijandige aandeelhouder in deze vergadering doorbroken, zodat de AVA niet in zal stemmen met de overname.¹⁸

Aangezien stemrecht in de regel is verbonden aan de nominale waarde van een aandeel is het effect van het uitoefenen van de calloptie dat het belang van bestaande aandeelhouders wordt verwaterd

Artikel 5:70 Wft, tot slot, verplicht degene die overwegende zeggenschap in een beursvennootschap verwerft (een belang van meer dan 30%) een bod uit te brengen op het restant van de aandelen. Hoe verhoudt de figuur van een Stichting Continuïteit zich tot een dergelijke verplichting? Artikel 5:71 lid 1 sub c Wft bevat een uitzondering: indien het bestuur van de Stichting Conti-

nuïteit (formeel) onafhankelijk is van dat van de beursvennootschap is er geen plicht tot het uitbrengen van een openbaar bod.

Certificering omvat het splitsen van de bij het aandeel behorende zeggenschapsrechten van de economische rechten. De figuur vindt haar grondslag niet in het BW, al wordt op verschillende plaatsen aldaar wel naar certificering verwezen

3.2 Certificering van aandelen

Certificering omvat het splitsen van de bij het aandeel behorende zeggenschapsrechten van de economische rechten. De figuur vindt haar grondslag niet in het Burgerlijk Wetboek, al wordt op verschillende plaatsen aldaar wel naar certificering verwezen.¹⁹ De beoogde splitsing wordt tot stand gebracht doordat aandeelhouders hun rechten ten titel van beheer overdragen aan een Administratiekantoor (AK) – veelal een stichting (STAK) – dat in ruil daarvoor certificaten verstrekt. De STAK is juridisch gerechtigd tot de aandelen en oefent in beginsel het daaraan verbonden stemrecht uit. Daarnaast incasseert de STAK het door een beursvennootschap uitgekeerde dividend, dat zij vervolgens ‘doorstoot’ richting de certificaathouder. De rechten van de certificaathouder, waaronder de dividendaanspraak, zijn contractueel van aard en worden bepaald door de administratievoorwaarden.²⁰ Betreft het ter beurze verhandelde certificaten die met medewerking – dit kan bijvoorbeeld door een besluit van een vennootschapsorgaan – van de desbetreffende beursvennootschap zijn uitgegeven, dan ontvangt de certificaathouder conform artikel 2:118a BW in ‘vredestijd’ een privatieve volmacht van de aandeelhouder. Is op de desbetreffende aandelen of certificaten echter een openbaar bod uitgebracht, dan keert het stemrecht terug naar de certificaathouder. Het bestuur van de STAK dient eveneens (formeel) onafhankelijk van dat van de beursvennootschap te zijn. Is dat niet het geval, dan bepaalt artikel 2:118a lid 3 BW dat aan aandeelhouders te allen tijde een volmacht verleend dient te worden. De STAK verliest dan haar beschermende functie, met als gevolg dat indien de STAK overwegende

zeggenschap verwerft in de vennootschap, zij verplicht is een openbaar bod op de uitstaande aandelen uit te brengen (art. 5:71 lid 1 sub d Wft, vergelijk § 3.1)

Interessant is nog het verschil in benadering in de huidige Corporate Governance Code en het recent uitgebrachte voorstel voor een toekomstige Code. Waar Principe IV.2 nu eenvoudigweg bepaalt dat certificering niet als beschermingsmaatregel wordt gehanteerd, concludeert de Monitoring Commissie Corporate Governance dat die bepaling zich niet langer verhoudt tot de praktijk, waarin certificering wel degelijk als zodanig wordt ingezet. Waar dienstig aan waardecreatie voor aandeelhouders op de lange termijn wordt certificering (ook in de vorm van een beschermingsmaatregel) toegestaan.²¹

4 Statutaire beschermingsmaatregelen

4.1 Gekwalificeerde meerderheden

Eén van de meest eenvoudige vorm te geven beschermingsmaatregelen is het invoeren van statutair vereiste gekwalificeerde meerderheden. Als hoofdregel voor besluitvorming door de AVA geldt het vereiste van volstrekte meerderheid (50% + één stem). Van deze hoofdregel kan echter in de statuten worden afgeweken. Wanneer voor het besluit tot ontslag van een bestuurder statutair een tweederdemeerderheid is voorgeschreven, vertegenwoordigend ten minste de helft van het kapitaal (vergelijk art. 2:134 lid 2 BW), komt aan de houder van 40% van de aandelen in feite een vetorecht toe. Met het oog op statutair voorgeschreven gekwalificeerde meerderheden zijn de onderlinge stemverhoudingen, en de wijze waarop deze in de loop der tijd verschillen, derhalve zeer belangrijk.

Eén van de meest eenvoudige vorm te geven beschermingsmaatregelen is het invoeren van statutair vereiste gekwalificeerde meerderheden

4.2 Initiatiefrechten

Een andere beschermingsmogelijkheid is die van het toedelen van initiatiefrechten. Het betreft dan bevoegdheden die Boek 2 BW als regel toekent aan de AVA, maar waar statutair voor een andere verdeling gekozen kan worden. Denkbaar is bijvoorbeeld, op grond

de Stichting Continuïteit niet-volgestorte aandelen heeft genomen ten tijde van het uitstaan daarvan, dan zal de curator de Stichting Continuïteit aanspreken tot storting van het restant. De Stichting Continuïteit is daartoe (meestal) niet in staat. Onduidelijk is of het bestuur van de stichting in een dergelijk geval aansprakelijk is voor het tekort. Ontkennend bijvoorbeeld Buijn & Storm 2013, p. 708; bevestigend Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/641 en B.T.M. Steins Bisschop, ‘Lessen uit geprivatiseerde KPN voor te privatiseren ABN’, *NJB* 2014/724. Handelingen van een Stichting Continuïteit kunnen in ieder geval niet worden aangemerkt als handelingen van het bestuur van de rechtspersoon in wier kapitaal aandelen worden genomen, zo volgt uit HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*).

¹⁹ Zie voor een overzicht Assink & Slagter 2013, § 30, p. 521 e.v..

²⁰ Uitgebreid over certificering F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap* (diss. Nijmegen; Serie VHI, deel 35), Deventer: Kluwer 1991.

²¹ Het voorstel tot herziening van de Monitoring Commissie Corporate Governance is te downloaden op <http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2786>.

van artikel 2:133 BW, dat een AVA niet zelf een lid van de RvB kiest, maar haar keuze dient te maken uit een bindende voordracht, gedaan door een ander orgaan van de vennootschap.²² Ook is het mogelijk statutair vast te leggen dat een besluit tot kapitaalvermindering (art. 2:99 BW) of een besluit tot aandelenuitgifte (art. 2:96 BW) slechts genomen kan worden na een voorstel daartoe van de RvB. Deze opties kunnen gecombineerd worden met een statutair vereiste versterkte meerderheid en/of een goedkeuringsrecht van de RvC achteraf. Een dergelijke regeling (of een combinatie daarvan) zorgt er, zolang zij niet doorbroken wordt, in de praktijk voor dat de AVA aan de wil van het bestuur is onderworpen.²³ Omdat de enige mogelijkheid om van deze bescherming af te komen is door middel van het wijzigen van de statuten en daarvoor meestal ook een gekwalificeerde meerderheid is voorgeschreven, is het voor een activistische of vijandige aandeelhouder buitengewoon lastig deze vorm van bescherming af te breken. Een gang naar de rechter is dan eigenlijk de enige mogelijkheid, waar bij het zeker geen gegeven is dat de rechter zal bevelen de statuten aan te passen.

Een enigszins bijzondere, want niet altijd vrijwillige, vorm van bescherming wordt geboden door de structuurregeling van artikel 2:153 BW en volgende

4.3 Structuurregeling

Een enigszins bijzondere, want niet altijd vrijwillige, vorm van bescherming wordt geboden door de structuurregeling van artikel 2:153 BW en volgende. Indien een NV gedurende drie jaar voldoet aan de eisen die in dit artikel worden genoemd,²⁴ is de vennootschap verplicht een RvC in te stellen. Aan de RvC van een structuurvennootschap komen bepaalde wettelijk omschreven goedkeuringsbevoegdheden toe, naast enkele andere rechten die bij een 'gewone' vennootschap zijn voorbehouden aan de AvA. Een belangrijk recht dat de RvC van een dergelijke vennootschap toekomt is het recht de RvB te benoemen en te ontslaan. Dit betekent dat, tenzij de AvA besluit de (gehele) RvC te ontslaan – ontslag van een enkel lid afzonderlijk is niet mogelijk – een belangrijk instrument waarmee controle over de vennootschap wordt bereikt, aan de RvC is voorbehouden. Vanwege dit recht werkt de structuurregeling tot op zekere

hoogte als een beschermingsmaatregel.²⁵ Het structuurregime kent overigens een uitzondering in de vorm van het verlichte (ook: gemitigeerde) structuurregime. Is die regeling van toepassing, dan blijft de bevoegdheid de RvB te benoemen ex artikel 2:162 BW bij de AVA rusten, en niet bij de RvC.²⁶

De verhandelde instrumenten betreffen geen aandelen, maar certificaten van aandelen: gelet op de gebeurtenissen in 2007 diende ABN AMRO geen weerloze beursvennootschap te zijn, zo was de (politieke) gedachte

5 Enkele voorbeelden van beschermingsmaatregelen uit de praktijk

5.1 ABN AMRO

Sinds 20 november 2015 is ABN AMRO, na jarenlange afwezigheid, wederom (gedeeltelijk) genoteerd op de beurs²⁷ van Euronext Amsterdam. De verhandelde instrumenten betreffen echter geen aandelen, maar certificaten van aandelen: gelet op de gebeurtenissen in 2007 diende ABN AMRO geen weerloze beursvennootschap te zijn, zo was de (politieke) gedachte. Wat de minister van Financiën betreft had de oprichting van een zogenaamde 'Stichting Continuïteit' (zie § 3.1) in eerste instantie de voorkeur. Uit de Richtlijn kapitaalvereisten²⁸ vloeit echter voort dat degene die meer dan 10% van de aandelen in een financiële instelling verwerft daarvoor toestemming dient te verkrijgen van De Nederlandsche Bank (DNB) en (uiteindelijk) van de Europese Centrale Bank (ECB) in de vorm van een verklaring van geen bezwaar (vvgb). De ECB heeft aangegeven een dergelijke verklaring niet op voorhand te kunnen verstrekken, maar pas te beslissen op het moment dat verwerving door de Stichting Continuïteit zich daadwerkelijk voordoet. Daarmee kost het vvgb-traject veel tijd (enkele maanden), terwijl overnames nu juist vaak onder grote tijdsdruk plaatsvinden. Bovendien blijft ook onduidelijk of een dergelijke stichting überhaupt wel succesvol kan zijn, de ECB kan de gevraagde vvgb immers ook weigeren. Daarom werd van de kant van ABN AMRO tot certificering besloten.²⁹

²² Een dergelijke voordracht kan wel doorbroken worden met een tweederdemeerderheid, welke meer dan de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt, zo volgt uit art. 2:133 lid 2 BW. Zie ook Principe IV.1.1 CGC, dat bepaalt dat een volstreekte meerderheid, vertegenwoordigende een derde van het kapitaal, volstaat om aan de voordracht van een lid van de RvB het bindende karakter te ontnemen.

²³ Zie over dergelijke oligarchische clausules Assink & Slagter 2013, § 33.4, p. 617-638; § 43.6, 732-738; § 45.4, p. 845-847.

²⁴ Indien het geplaatst kapitaal samen met reserves € 16 miljoen bedragen, de vennootschap verplicht is een ondernemingsraad in te stellen en in de regel ten minste 100 werknemers werkzaam heeft in Nederland.

²⁵ In die zin onder andere Buijn & Storm 2013, p. 710-711.

²⁶ Zie hierover M. Holtzer, *De invloed van werknemers op de strategie van de vennootschap* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2014, § 4.5. De volledige vrijstelling van het structuurregime voor dochtervennootschappen van internationale concerns laten wij hier onbesproken; zie zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/542.

²⁷ De officiële gereguleerde markt.

²⁸ Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG (*PbEU* 2013, L 176).

²⁹ *Kamerstukken II* 2013/14, 32013, 36.

Opmerkelijk is dat aan de STAK 'van' ABN AMRO vrij ruime bevoegdheden zijn toegekend. De aandelen in ABN AMRO worden gedeeltelijk – waar het beursgenoteerde certificaten betreft – gehouden door de STAK Continuïteit ABN AMRO. Hoewel certificaathouders ex artikel 2:118a BW in beginsel het bij de aandelen horende stemrecht uit kunnen oefenen, kan de STAK dit stemrecht voor een periode van twee jaar naar zich toe trekken, in gevallen van aandeelhoudersactivisme en bij dreiging van een overname. Alsdan zou ruimte ontstaan voor nader overleg tussen de overnemer en de RvB van ABN AMRO. Een andere vorm van bescherming is erin gelegen dat de Staat, zolang haar belang (via NLFI) in ABN AMRO groter is dan eenderde, een eventuele overname tegen kan houden in verband met een statutair vastgelegde gekwalificeerde meerderheid (vergelijk § 4.1). Voor die situatie geldt dat de STAK Continuïteit ABN AMRO het stemrecht alleen naar zich toe kan trekken na instemming door NLFI en de minister.³⁰ Vooral nog zijn deze beschermingsmaatregelen niet 'getest' door een potentiële overnamekandidaat.

Opmerkelijk is dat aan de STAK 'van' ABN AMRO vrij ruime bevoegdheden zijn toegekend

5.2 KPN/América Móvil en Mylan/Teva

In het begin van dit decennium bleek dat KPN aanzienlijke investeringen diende te plegen in 4G-technologie, maar dat zij daartoe onvoldoende middelen had. KPN besloot daarom het dividend over 2012, 2013 en 2014 te schrappen. Uiteindelijk bleek zelfs een aandelenemissie ter grootte van 3 miljard euro noodzakelijk. Het getroebleerde KPN wekte de belangstelling van de Mexicaanse investeerder Carlos Slim, grootaandeelhouder van América Móvil: op 7 mei 2012 kondigde Slim aan 28% van de aandelen KPN (en daarmee aanzienlijke invloed op het beleid van de vennootschap) te willen verwerven, maar geen bod op de resterende aandelen uit te zullen brengen.³¹ Het opgebouwde belang zou América Móvil het recht geven twee leden van de RvC van KPN voor te dragen, zo werd vastgelegd in een *relationship agreement*.³² Op 9 augustus 2013 bracht América Móvil toch een bod op de resterende aandelen. Van enige poging tot overleg met de RvB zou geen sprake zijn geweest; boven-

dien zouden de gevolgen van de overname van KPN voor de ICT-infrastructuur van Nederland onduidelijk zijn. Dit bracht de Stichting Preferente Aandelen B KPN ertoe haar calloptie uit te oefenen.

In het geval van Mylan, een Amerikaanse producent van generieke geneesmiddelen, waren de feiten vergelijkbaar: na verplaatsing van de statutaire zetel vanuit de Verenigde Staten naar Nederland in februari 2015 werd de Stichting Preferred Shares Mylan opgericht. Na een vijandig bod van 40 miljard euro door het Israëliëse Teva, dat reeds een belang van 2,5% in Mylan had opgebouwd, oefende de stichting haar calloptie in juli 2015 uit.³³ De manoeuvres van de stichtingen – daarbij komt in het geval van KPN ook maatschappelijke druk – hadden in beide gevallen tot gevolg dat de potentiële koper afdroop. Een 'eindspel', waarbij de beschermingsmaatregel aangevochten werd, heeft echter niet plaatsgevonden. Daardoor is ook niet volledig duidelijk geworden in hoeverre in overeenstemming met de RNA-norm (zie § 2) is gehandeld.³⁴

De manoeuvres van de stichtingen hadden in beide gevallen tot gevolg dat de potentiële koper afdroop. Een 'eindspel', waarbij de beschermingsmaatregel aangevochten werd, heeft echter niet plaatsgevonden

5.3 Fugro/Boskalis

De onderneming van Fugro richt zich op bodemonderzoek, met name ten behoeve van de exploratie van olie en gas. Onder druk van dalende olieprijsen kromp ook de beurskoers van Fugro in elkaar. Dit bracht Boskalis er in november 2014 toe ter beurze 15% (intussen: 28%) van de certificaten van aandelen Fugro te verwerven. Boskalis gaf daarbij aan geïnteresseerd te zijn in samenwerking, maar niet in een mogelijke overname. Net als bij ABN AMRO zijn van Fugro niet de aandelen ter beurze verhandelbaar, maar betreft het certificaten.³⁵ Bovendien heeft Fugro in het verleden een calloptie verleend aan de Stichting Beschermingspreferente aandelen Fugro. Gelet op § 3.1 en § 5.2 zullen wij deze aspecten hier verder onbesproken laten. Fugro heeft echter nóg een beschermingsmaatregel geïmplementeerd: een *poison*

30 Zie specifiek over certificering bij ABN AMRO: R. Abma, 'Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO', *Ondernemingsrecht* 2015/73 (en S. Hijink, 'Reactie op 'Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO', *Ondernemingsrecht* 2015/74), A.J. Kaarls, 'Bescherming van een systeembank; enkele bespiegelingen', *TOP* 2015/450 en D.F.M.M. Zaman, G.M. Portier & J. Nijland, 'Governance en bescherming van banken', *Onderneming & Financiering* 2014, afl. 3, p. 57 e.v.

31 Aldus was sprake van een (zeldzaam) partieel bod. Zie daarover P. Corten, 'Partieel bod op KPN', *Ondernemingsrecht* 2012/96.

32 W.W.C.I.G. Bijveld, 'De relationship agreement tussen een beursvennootschap en haar grootaandeelhouder', *TOP* 2015/589.

33 Dat kon overigens niet overal op evenveel begrip rekenen; vergelijk bijvoorbeeld G. Day, 'Irrational Investors and the Corporate Inversion Puzzle', *Southern Methodist University Law Review* (69) 2016, afl. 2, die spreekt van een 'notoriously "draconian" Dutch defensive measure known as a *stichting*'.

34 Dat is, wat betreft KPN, maar de vraag; vergelijk bijvoorbeeld G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2014/67.

35 Bovendien past Fugro een zogenaamde X %-regeling toe, op grond waarvan een certificaathouder gebonden is aan een bepaald maximum waarvoor hij aandelen kan verwerven. In het geval van Fugro betreft dit maximum 1%. Over een dergelijke regeling Buijn & Storm 2013, p. 701-705.

pill. Deze maatregel stond centraal in een procedure bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Den Haag in maart 2015.

Bij een *poison pill* verleent een beursvennootschap een calloptie aan (veelal) een stichting om bijvoorbeeld een zodanig belangrijk bedrijfsonderdeel tegen een zodanig lage prijs te verwerven, dat de beursvennootschap zelf een aanzienlijk minder aantrekkelijke overnameprooi is.³⁶ In het onderhavige geval (het betreft een zgn. *crown jewel poison pill*) hadden twee Antilliaanse dochtermaatschappijen van Fugro, Fugro Consultants International NV en Fugro Financial International NV, een optie aan de Stichting Continuïteit Fugro verleend. Op grond daarvan kon deze tot maximaal 105% van het kapitaal van de beide Antilliaanse vennootschappen verwerven.³⁷ Indien de Antilliaanse dochtervennootschappen wezenlijke bedrijfsonderdelen van Fugro zouden beheren, zou een overname van Fugro aanzienlijk minder interessant zijn. Boskalis heeft Fugro verzocht beëindiging van de *poison pill* te agenderen ter AVA. Fugro heeft zich niet bereid getoond het onderwerp als (bindend) *stempunt* te agenderen, maar wel als *discussiepunt*. Alsdan vindt geen stemming plaats. In de hierop volgende procedure bij de Rechtbank Den Haag werd geoordeeld dat Boskalis ex artikel 2:114a BW niet bevoegd is een verzoek tot agendering ter AVA en stemming daarover bij het bestuur van Fugro in te dienen (althans: het bestuur hoeft aan het verzoek geen gevolg te geven) indien het aangenomen besluit zou zien op de strategie van de vennootschap – hetgeen het domein is van het bestuur.³⁸ Ook in een dergelijk geval is een aandeelhouder nog wel bevoegd een *discussiepunt* te agenderen. Boskalis verlangt echter dat over het *discussiepunt* een *stemming* plaatsvindt. De rechtbank stelt zulks in de gegeven omstandigheden gelijk met het agenderen van een *stempunt* en wijst het verzoek af.³⁹

Bij een *poison pill* verleent een beursvennootschap een calloptie om bijvoorbeeld een zodanig belangrijk bedrijfsonderdeel tegen een zodanig lage prijs te verwerven, dat de beursvennootschap zelf een aanzienlijk minder aantrekkelijke overnameprooi is

Ondanks het feit dat de door Fugro ingestelde beschermingsconstructie(s) – in ieder geval vooralsnog – intact is (zijn) gebleven heeft Boskalis zijn belang in (certificaten van aandelen) Fugro toch verder vergroot in afwachting van de uitspraak in hoger beroep. Dit illustreert dat beschermingsconstructies, hoe grondig ook, minder effectief zijn waar het een vasthoudende bieder betreft.

6 De aangekondigde beursgang van ASR

Op 27 november 2015 informeerde minister Dijsselbloem de Tweede Kamer over de voorgenomen verkoop van de door NLFI gehouden aandelen in ASR.⁴⁰ In beginsel wordt geopteerd voor drievoudige bescherming. Zo wordt een Stichting Continuïteit opgericht die het recht (een calloptie) toegekend krijgt preferente aandelen te verwerven,⁴¹ is voor belangrijke beslissingen een gekwalificeerde meerderheid vereist⁴² en geldt vanaf de beursgang het volledige structuurregime.⁴³ Anders dan bij ABN AMRO worden de aandelen van ASR niet gecertificeerd, nu omtrent het verkrijgen van een vvgb door de Stichting Continuïteit (bij DNB, niet bij de ECB) voldoende zekerheid bestaat.⁴⁴ Bovendien wordt aldus aangesloten bij een motie van het lid Nijboer, die opriep in het algemeen tot bescherming van ASR.⁴⁵ Het vereiste omtrent het nemen van ‘belangrijke’ besluiten aan de hand van een gekwalificeerde meerderheid levert NLFI in feite een vetorecht op, zolang haar belang groter is dan tweederde. In die situatie dient de Stichting Continuïteit bovendien toestemming te krijgen van NLFI voor het uitoefenen van haar optie. Voor de vraag welke onderwerpen als belangrijk gelden, wordt aangesloten bij artikel 2:107a BW. Het betreft dan onder andere veranderingen in zetel of naam, en (des)investeringen met een waarde groter dan een derde van het balanstotaal – gelet op de grote omvang van de balans (50 miljard euro) wordt overigens een lagere drempel voorgesteld.⁴⁶ De inwerkingtreding van het volledige structuurregime, tot slot, vormt eveneens een verzwaring ten opzichte van de bestaande situatie, aangezien momenteel het verlichte structuurregime geldt.

Op Kamervragen waarom ASR op deze verschillende manieren beschermd wordt, antwoordt de minister⁴⁷ dat de Stichting Continuïteit dient ter bescherming van de continuïteit van de onderneming,⁴⁸ terwijl het gebruik van gekwalificeerde meerderheden voor belangrijke besluiten dient ter bescher-

36 Over de ontwikkeling van de *poison pill* en vergelijkbare instrumenten in de Verenigde Staten M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2010, p. 95-114; zie voor een Nederland-georiënteerde beschouwing J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. EUR; Serie IvO, deel 94), Deventer: Kluwer 2014, p. 373-379.

37 Zie uitgebreider (en kritisch) over de procedure tussen Fugro en Boskalis bij de Rechtbank Den Haag R.A.F. Timmermans, ‘Beschermingsperikelen bij Fugro N.V.’, *Ondernemingsrecht* 2015/60, *JOR* 2015/135, m.nt. R.G.J. Nowak en F.M. Peters & F. Eikelboom, ‘De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro’, *WPNR* 2015, afl. 7061, p. 407-413.

38 Rb. Den Haag 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452, r.o. 4.8-4.11.

39 Voor een meer volledige beschrijving van de *poison pill* naar huidig recht zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/638, sub f; Buijn & Storm 2013, p. 711.

40 Kamerstukken II 2015/16, 33532, 51.

41 Vergelijk § 3.1.

42 Conform § 4.1; zie ook § 5.1.

43 Waarover § 4.3.

44 Kamerstukken II 2015/16, 33532, 51, p. 14-17; Kamerstukken II 2015/16, 33532, 52, p. 2-3, 7-8, 15-19.

45 Kamerstukken II 2013/14, 32013, 47.

46 Kamerstukken II 2015/16, 33532, 52, p. 19.

47 Kamerstukken II 2015/16, 33532, 52, antwoorden op vragen 26 en 27.

48 Kennelijk heeft de minister meer vertrouwen in de snelheid van werken van DNB dan in die van de ECB, omdat hij aangeeft dat hij het risico dat DNB niet tijdig de voor het inroepen van de calloptie vereiste vvgb afgeeft, beperkt acht.

ming van het aanzienlijke financiële belang van de Staat dat het aandeelhouderschap van de Staat in ASR vertegenwoordigt. De minister maakt aldus een duidelijk onderscheid tussen het doel en de werking van de ene bescherming ten opzichte van die van de andere. De gekozen externe bescherming dient volgens de minister om ervoor te zorgen dat, in het geval van ongewenst aandeelhoudersactivisme of een ongewenst overnamebod, er voldoende tijd is om een ordentelijk overleg te voeren met alle betrokken stakeholders.⁴⁹ Daarnaast kijkt de minister naar de andere beursgenoteerde verzekeraars, zoals Delta Lloyd, Aegon en NN Group en constateert dat ook zij een vorm van externe bescherming kennen. De minister ontwijkt de vraag of de statutaire bescherming van ASR in de vorm van gekwalificeerde meerderheden voor belangrijke besluiten een prijsdrukkend effect zal hebben, door te stellen dat dergelijke statutaire bepalingen marktconform zijn.⁵⁰ Het CPB heeft onderzocht dat een bescherming in de vorm van Stichting Continuïteit een prijsdrukkend effect heeft van 0-2%.⁵¹

Alles overziend had de minister naar alle waarschijnlijkheid kunnen vertrouwen op een uitsluitend statutaire bescherming van ASR, mogelijk nog aangevuld met bepaalde initiatiefrechten voor de RvC

7 Conclusie

In hoeverre is het nu nodig dat ASR zo zwaar beschermd naar de beurs wordt gebracht en is geen sprake van een overkill? Ten aanzien van de structuurregeling geldt dat ASR haar statuten sowieso overeenkomstig de wettelijke eisen dient in te richten, simpelweg omdat zij een 'grote' vennootschap is. Aldus blijft

over de vraag of de additionele beperkingen van de aandeelhoudersmacht in de statuten in combinatie met de externe bescherming in de vorm van de Stichting Continuïteit noodzakelijk en/of effectief zijn. De hiervoor besproken casusposities leren het volgende:

- Externe maatregelen mogen in beginsel slechts tijdelijk toegepast worden, zo kwam in § 2 aan de orde. Het *track record* van zulke beschermingsmaatregelen biedt een gemengd beeld, zeker indien men de gevallen waarin geen 'eindspel' is gespeeld buiten beschouwing laat, en kent een beperkt(er) toepassingsbereik waar het financiële ondernemingen betreft vanwege de vereiste vvgb van ofwel DNB ofwel ECB.
- Statutaire maatregelen daarentegen mogen eeuwigdurend zijn, kunnen vrijwel onbeperkt toegepast worden, zijn – mits goed vormgegeven; vergelijk § 4.2 – wellicht wat minder afschrikwekkend omdat zij niet onmiddellijk zichtbaar zijn en behoeven niet te voldoen aan de proportionaliteitstoets die voor externe maatregelen geldt op basis van het RNA-raamwerk.

Alles overziend had de minister naar alle waarschijnlijkheid kunnen vertrouwen op een uitsluitend statutaire bescherming van ASR, mogelijk nog aangevuld met bepaalde initiatiefrechten voor de RvC. Het effect van statutaire beschermingsmaatregelen is immers ook dat tijd wordt gecreëerd, omdat een activistische of vijandige aandeelhouder niet, of in elk geval niet eenvoudig, de macht naar zich toe kan trekken in de AVA. Het vereist tenslotte heel wat duw- en trekwerk, over het algemeen in de vorm van een of meerdere juridische procedures (veelal voor de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam) wil een aandeelhouder door statutaire beschermingswallen heen kunnen breken. Dat de bescherming van ASR een andere vorm heeft gekregen is gedeeltelijk, zoals hierboven reeds aan de orde kwam, een politieke keuze.

49 *Kamerstukken II* 2015/16, 33532, 52, antwoord op vraag 29.

50 *Kamerstukken II* 2015/16, 33532, 52, antwoord op vragen 80 en 82.

51 *Kamerstukken II* 2015/16, 33532, 52, antwoord op vraag 90 en het rapport van het CPB: 'CPB Risicorapportage Financiële markten 2015 aan de Tweede Kamer, 5 juni 2015'.