

VOORWOORD

Op 11 januari 2018 promoveerde mr. R.A.F. Timmermans aan de Radboud Universiteit Nijmegen op zijn studie naar de bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen. Zijn promotor was prof. mr. G. van Solinge. De studie verschijnt hierbij als deel 147 in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

In zijn onderzoek zet Timmermans uiteen hoe beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland zich kunnen beschermen door middel van uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Hij verschaft inzicht in het proces dat aanvangt met het moment van implementatie van preferente beschermingsaandelen tot aan de dag waarop zij na te zijn uitgegeven, worden ingetrokken.

Dit proefschrift verschijnt in een tijd waarin buitenlandse partijen regelmatig interesse tonen in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. In dit verband heeft het kabinet Rutte III in het regeerakkoord aangekondigd om een wettelijke bedenktijd van 250 dagen in te voeren, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode zou het bestuur verantwoording moeten afleggen aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en zouden alle *stakeholders* die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd moeten worden. De verwachting is dat de discussie hierover de komende tijd wordt voortgezet. Het onderwerp is bijzonder actueel en de studie verschijnt dus op het juiste moment. Uit het door Timmermans verrichte onderzoek blijkt dat meer dan de helft van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zich kan beschermen door middel van de uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Het boek is daarom van groot belang voor de vraag of in Nederland nog behoefte bestaat aan aanvullende beschermingsmaatregelen, zoals de wettelijke bedenktijd. Het onderzoek verschaft kennis van en inzicht in de beschermingskwestie. Timmermans is kritisch over de invoering van nieuwe wetgeving in de vorm van bijvoorbeeld een wettelijke bedenktijd en meent dat invoering daarvan niet nodig zou moeten zijn. Hij meent dat de mogelijkheid tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen een effectief beschermingsmiddel is, waarmee (onder meer) tijd gewonnen kan worden. Ook uit het regeerakkoord blijkt dat de wettelijke bedenktijd niet zou kunnen worden ingezet in combinatie met onder meer de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen.

Timmermans vangt zijn studie in hoofdstuk 2 aan met een historische schets van het ontstaan van bescherming in het algemeen en dat van preferente beschermings-

aandelen in het bijzonder. Hij behandelt de plaats van beschermingsprefs in ons vennootschapsrecht en in de maatschappij en brengt daarbij de relevante jurisprudentie ter sprake. Vervolgens komt in hoofdstuk 3 de vraag aan de orde waartoe de uitgifte van preferente beschermingsaandelen dient en wie bevoegd is tot invoering, tot uitgifte en tot intrekking van de aandelen. In de hoofdstukken 4 en 5 besteedt Timmermans aandacht aan de implementatie en vormgeving van preferente beschermingsaandelen. Bij het onderzoek naar preferente beschermingsaandelen is het niet gebleven, want in hoofdstuk 6 gaat Timmermans uitvoerig in op de mogelijkheid tot uitgifte van gewone beschermingsaandelen door zowel een gewone onbeschermd vennootschap als door een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. In hoofdstuk 7 staat de kwestie van financiering van de stichting continuïteit en van de beschermingsprefs centraal. In hoofdstuk 8 doet Timmermans enkele suggesties voor alternatieve financieringswijzen. De inrichting en het functioneren van de stichting continuïteit worden in de hoofdstukken 9 en 11 aangesneden. Daarbij komen in detail aan de orde: de samenstelling van het stichtingsbestuur en zijn onafhankelijkheid in het licht van de biedplicht, het functioneren van het stichtingsbestuur in vreedetijd en in oorlogstijd en mogelijke aansprakelijkheidsrisico's van stichtingsbestuurders, alsook de oprichting en ontbinding van de stichting continuïteit. In hoofdstuk 10 concludeert Timmermans dat toepassing van de registratiedatum niet snel de effectiviteit van het beschermingsinstrument zal aantasten. Ten slotte besteedt hij in hoofdstuk 12 aandacht aan de wijze waarop de bepalingen rondom preferente beschermingsaandelen uit de statuten van de vennootschap geschrapt kunnen worden en de vraag op welke wijze het uitstaan van de preferente beschermingsaandelen beëindigd kan worden, kwesties waaraan tot dusverre in de literatuur weinig aandacht is besteed.

Tot op heden bestaat er geen gedetailleerde studie die exclusief gewijd is aan de bescherming van beursgenoteerde vennootschappen door middel van uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Timmermans heeft met dit onderzoek in deze leemte voorzien. Het proefschrift biedt een zeer gedetailleerd en compleet overzicht van het beschermingsinstrument en is daarmee een bruikbaar handvat voor de praktijk. Naar ons inzicht is het boek van Timmermans verplichte literatuur voor zowel de praktijkjurist als de wetenschapper die met het onderwerp in aanraking komt en draagt het bij aan de verdere discussie over dit onderwerp in wetenschap en praktijk. Met veel genoegen nemen wij dit proefschrift in onze Serie op.

G. van Solinge

M. van Olffen

M.P. Nieuwe Weme

C.D.J. Bulten

VERKORTE INHOUDSOPGAVE

Proloog	XXVII
Hoofdstuk 1. Inleiding	1
Hoofdstuk 2. Preferente beschermings aandelen in breder perspectief	11
Hoofdstuk 3. Wat beogen beschermingsmaatregelen en in het bijzonder beschermingsprefs te beschermen?	131
Hoofdstuk 4. Implementatie van beschermingsprefs	183
Hoofdstuk 5. Het recht tot het nemen van beschermingsprefs (optie)	243
Hoofdstuk 6. Uitgifte van beschermings aandelen door de onbeschermdde vennootschap	265
Hoofdstuk 7. Financiering van beschermingsprefs	295
Hoofdstuk 8. Alternatieve vormen van financiering van de storting op beschermingsprefs	341
Hoofdstuk 9. De stichting continuïteit en haar functioneren	371
Hoofdstuk 10. Beschermingsprefs en registratiedatum	465
Hoofdstuk 11. De stichting continuïteit en het verplicht bod	477
Hoofdstuk 12. Beëindiging van het uitstaan van de beschermingsprefs	503
Hoofdstuk 13. Samenvatting en conclusies	573
Hoofdstuk 14. Summary	585

Bijlagen	595
Trefwoordenregister	651
Geraadpleegde literatuur	657
Veelvuldig gebruikte afkortingen	701
Dankwoord	707
Over de auteur	709

INHOUDSOPGAVE

Proloog	XXVII
Hoofdstuk 1. Inleiding	1
1.1 Inleidende opmerkingen; aanleiding voor het onderzoek	1
1.2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen	4
1.3 Onderzoeksopzet	5
1.3.1 Opzet	5
1.3.2 Empirische onderzoeken	7
1.4 Begripsbepalingen	8
1.5 Afbakening	9
Hoofdstuk 2. Preferente beschermingsaandelen in breder perspectief	11
2.1 Inleiding	11
2.2 Beschermingsmaatregelen in Nederland	11
2.2.1 Wat zijn beschermingsmaatregelen?	11
2.2.2 Verschillende in Nederland voorkomende beschermingsmaatregelen	13
a. Oligarchische regelingen	13
b. Certificering	15
c. Meervoudig stemrecht (<i>high/low voting stock</i>)	16
d. Stemrechtbeperkingen	16
e. Piramidestructuren	16
f. Crown jewels	17
g. Pandora-constructies	18
h. (Statutair) verplicht bod	19
i. Responstijd	20
2.2.3 Maatregelen waar een beschermend effect vanuit kan gaan	20
a. Structuurregeling	20
b. Preferente financieringsaandelen (financieringsprefs)	22
2.3 Wat zijn preferente beschermingsaandelen?	23
2.4 De ontstaansgeschiedenis van bescherming van vennootschappen in het algemeen en die van beschermingsprefs in het bijzonder	26
2.4.1 Inleiding	26
2.4.2 Korte schets van de ontwikkeling van de nv en het ontstaan van bescherming	26
	XI

2.4.3	Ontwikkelingen rondom soorten beschermingsmaatregelen en in het bijzonder het gebruik van gewone beschermingsaandelen	31
	a. Korte historische schets	31
	b. Oneigenlijk gebruik van de emissiebevoegdheid	34
2.4.4	Opvattingen over beschermingsmaatregelen vanaf de jaren zeventig	35
	a. De Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en haar rapport	35
	b. Bijlage X bij het Fondsenreglement	39
	c. Opvattingen omtrent beschermingsmaatregelen vanaf begin jaren negentig	40
	d. Conclusie	47
2.4.5	Voorbeelden van uitgiften van gewone beschermingsaandelen die door een rechter zijn getoetst	47
	a. Immofarm/Reiss	48
	b. Goodrich/Vredestein	49
	c. Westertoren/HVA	50
	d. Mook/Mulder Boskoop	51
	e. LVMH/Gucci	51
	f. Rodamco North America (Westfield/RNA)	53
2.4.6	Van bescherming door middel van gewone aandelen naar preferente aandelen	60
	a. Inleiding	60
	b. Wet implementatie Tweede EG-richtlijn: Van putoptie naar calloptie	61
	c. Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en beschermingsprefs	63
	d. Bijlage X (1992) en de gevolgen voor beschermingsprefs	66
	e. Ontwikkelingen rondom beschermingsprefs in het eerste decennium van de 21e eeuw	70
	f. Conclusie	72
2.4.7	Voorbeelden van uitgiften van beschermingsprefs die door een rechter zijn getoetst	72
	a. Jessel/KNSM	72
	b. PGGM/Wereldhave	73
	c. De Jong/Brill	74
	d. Asko/Ahold	75
	e. Auxinvest/GTI	76
	f. Uni-Invest/Breevast	77
	g. Stork	78
	h. ASM International (ASMI)	80
2.4.8	Voorbeelden van uitgiften van beschermingsprefs die niet zijn getoetst	84
	a. Buhrmann/Ahrend	84
	b. WE International/KBB	85

c.	Boskalis/HBG	85
d.	Buhrmann/Ahrend en Samas	86
e.	América Móvil/KPN	86
f.	Teva/Mylan	87
2.4.9	Schematisch overzicht van enkele voorbeelden van uitgiften van beschermingsprefs vanaf 1989	88
2.5	Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen die beschermingsprefs heden ten dage als beschermingsmaatregel gebruiken	88
2.6	Bezwaren tegen beschermingsmaatregelen; <i>Dutch discount</i>	90
2.6.1	Niet-economische bezwaren	90
2.6.2	Beschermingsmaatregelen en negatieve invloed op beurskoers	92
2.6.3	Andere factoren die invloed kunnen hebben op de beurskoers?	94
2.6.4	Enkele empirische onderzoeken	96
2.6.5	Enkele conclusies	98
2.7	Tour d'horizon	99
2.7.1	Inleiding	99
2.7.2	Verenigde Staten	99
2.7.3	Verenigd Koninkrijk	102
2.7.4	België	104
2.7.5	Frankrijk	106
2.7.6	Duitsland	108
2.8	Buitenlandse ondernemingen in de vorm van een Nederlandse nv (beurs-nv's in den vreemde)	110
2.8.1	Motieven voor verplaatsing juridisch hoofdkantoor naar Nederland	110
2.8.2	Beschermingsmaatregelen relevante factor bij keuze voor Nederland?	112
2.8.3	Beschermingsprefs effectief bij beurs-nv's in den vreemde?	114
2.8.4	Buitenlandse ondernemingen in de vorm van een Nederlandse nv met beschermingsprefs	117
2.9	Samenvatting en conclusie	120
	Overzicht van beschermingsmaatregelen bij AEX-, AMX- en AscX-fondsen	123
Hoofdstuk 3. Wat beogen beschermingsmaatregelen en in het bijzonder beschermingsprefs te beschermen?		131
3.1	Inleiding	131
3.2	Motieven die ten grondslag liggen aan het gebruik van beschermingsmaatregelen	131
3.2.1	Inleiding	131
3.2.2	Eerste motief; het beveiligen tegen ongewenst geachte invloeden van buitenaf	132

3.2.3	Tweede en derde motief; het waarborgen van de kwaliteit van bestuur en toezicht en het bevorderen van de stabiliteit van de besluitvorming	134
a.	Bevoegdheid tot vaststelling strategie berust bij bestuur	134
b.	Rol aandeelhouders; activistische aandeelhouders	136
c.	Oorlogstijd	137
3.2.4	Vierde motief; het consolideren van belangenposities	137
3.3	Bevoegdheid tot het treffen van beschermingsmaatregelen	138
3.3.1	Treffen van beschermingsmaatregel behoort tot bevoegdheid bestuur	138
3.3.2	Implementatie van beschermingsmaatregel behoort tot bevoegdheid algemene vergadering	139
3.4	Bescherming van vennootschappelijk belang	140
3.4.1	Wat houdt het vennootschappelijk belang in?	140
a.	Vennootschappelijk belang in verlengde van institutionele opvatting	140
b.	Verskillende opvattingen omtrent vennootschappelijk belang	140
c.	Enkele opmerkingen over vennootschappelijk belang	143
3.4.2	Vennootschappelijk belang en buitenlandse onderneming	146
3.5	Geoorloofdheid van beschermingsmaatregelen en in het bijzonder van de uitgifte van beschermingsprefs	148
3.5.1	Inleiding	148
3.5.2	RNA-beschikking is maatgevend	148
a.	Beschermingsmaatregel moet noodzakelijk zijn met het oog op het vennootschappelijk belang	148
b.	Beschermingsmaatregel is een instrument om (voldoende) overleg te bewerkstelligen	150
c.	Beschermingsmaatregel moet adequate en proportionele reactie zijn	151
3.5.3	Enkele factoren die een rol kunnen spelen bij de vraag of bescherming geoorloofd is	155
a.	Opstellingieder of activistische aandeelhouder	155
b.	Opstelling vennootschap	156
c.	Aard van en omstandigheden rondom het openbaar bod	157
d.	Omstandigheden rondom een ongewenste concentratie van stemmenmacht	160
3.6	Bescherming van algemeen belang	161
3.6.1	Wat houdt het algemeen belang in?	161
3.6.2	Valt het algemeen belang onder het vennootschappelijk belang?	164
a.	Algemeen belang niet a priori tot richtsnoer voor vennootschapsleiding	164
b.	Enige nuanceringen	166

3.6.3	Publiekrechtelijke bescherming van financiële ondernemingen	169
a.	Inleiding	169
b.	Publiekrechtelijke bevoegdheden voortvloeiende uit de Interventiewet	170
c.	Publiekrechtelijke bevoegdheden in het kader van de vvgb-procedure	171
3.6.4	Publiekrechtelijke bescherming van telecomondernemingen	173
3.6.5	Privaatrechtelijke bescherming nodig ter bescherming van publieke belangen?	175
a.	Inleiding	175
b.	Vennootschappen waarin de Staat een controlerend belang houdt	175
c.	Vennootschappen waarvoor geen beschermende wet- en regelgeving geldt	176
d.	Financiële ondernemingen	178
3.7	Samenvatting en conclusie	180
Hoofdstuk 4. Implementatie van beschermingsprefs		183
4.1	Inleiding	183
4.2	Statutaire vormgeving	184
4.2.1	Statutaire basis	184
4.2.2	Introductie voorafgaand aan beursnotering	186
4.2.3	Introductie in een later stadium	187
4.3	Uitgifte van beschermingsprefs	188
4.3.1	Inleiding	188
4.3.2	Besluit algemene vergadering vereist	188
4.3.3	Aanwijzingsbesluit algemene vergadering	190
a.	Aanwijzing bij besluit en krachtens statuten	190
b.	Aanwijzing is privaatief	190
c.	Reikwijdte aanwijzingsbesluit	191
4.3.4	Bevoegd orgaan	192
4.3.5	Agendering en toelichting	193
a.	Nederlandse corporate governance code	193
b.	Rapport Delegatie van de emissiebevoegdheid 2008	194
4.3.6	Clausulering van de aanwijzing	195
4.3.7	Aantal beschermingsprefs	196
a.	100%-variant	196
b.	Termen “uitstaande aandelen” en “overige aandelen”	197
c.	Aantal uit te geven beschermingsprefs nog niet bekend ten tijde van aanwijzing	198
4.3.8	Duur van de aanwijzingsperiode	199
a.	Maximale duur bedraagt vijf jaar	199
b.	Kortere duur niet wenselijk	200

4.3.9	Intrekking, verlenging en wijziging van de aanwijzing	202
	a. Intrekking	202
	b. Verlenging	203
	c. Wijziging	203
4.3.10	Gebreken in en ontbreken van besluit algemene vergadering	205
	a. Gebreken in uitgiftebesluit algemene vergadering	205
	b. Gebreken in aanwijzingsbesluit algemene vergadering	206
4.3.11	Verschillende soorten aandelen	207
4.4	Uitgifte van beschermingsprefs krachtens uitoefening van putoptie	210
	4.4.1 Uitgiftebesluit bestuur	210
	4.4.2 Verlening putoptie	210
	a. Vormvereisten	210
	b. Voor- en nadelen putoptie	213
	4.4.3 Uitgiftehandeling	215
	4.4.4 Voorkeursrecht	218
	a. Inleiding	218
	b. Houders van beschermingsprefs hebben geen voorkeursrecht bij uitgifte van gewone aandelen	219
	c. Houders van gewone aandelen hebben geen voorkeursrecht bij uitgifte van beschermingsprefs	219
	d. Karakterisering beschermingsprefs	220
	e. Aandachtspunten bij beschermingsprefs	221
	4.4.5 Duur van de uitgifte	223
	4.4.6 Gebreken in de besluitvorming; ontbreken van bestuursbesluit	224
4.5	Overige aspecten rondom de uitgifte van beschermingsprefs	226
	4.5.1 Aspecten van medezeggenschap	226
	a. Wet op de ondernemingsraden	226
	b. SER Fusiegedragsregels 2015	227
	4.5.2 Melding substantiële belangen; AFM register	228
	4.5.3 Openbaarmakingsverplichtingen	228
	4.5.4 Aspecten van financiële verslaggeving	229
4.6	Uitgifte van beschermingsprefs door financiële ondernemingen	230
	4.6.1 Inleiding	230
	4.6.2 Voorschriften betreffende de aanvraag en afgifte van de vvgb	231
	a. Procedure rondom aanvraag vvgb	231
	b. Civielrechtelijke gevolgen van overtreding regels vvgb	232
	4.6.3 Stichting continuïteit en vvgb	233
	4.6.4 Certificering als alternatief voor beschermingsprefs bij financiële ondernemingen	236
4.7	Uitgifte van beschermingsprefs door de beurs-bv	238
	4.7.1 Kunnen aandelen in een bv in de notering worden opgenomen?	238
	4.7.2 Beurs-bv en de uitgifte van beschermingsprefs	239
4.8	Samenvatting en conclusie	241

Hoofdstuk 5. Het recht tot het nemen van beschermingsprefs (optie)	243
5.1 Inleiding	243
5.2 Verbintenisrechtelijke aspecten van de optie	243
5.2.1 Kenmerken van de optie	243
5.2.2 Verlening van de optie	245
5.2.3 Uitoefening van de optie	245
5.2.4 Soorten opties	246
5.3 Vennootschapsrechtelijke aspecten van de optie	246
5.3.1 Inleiding	246
5.3.2 Verlening van het recht tot het nemen van niet-uitgegeven beschermingsprefs (optie)	248
a. Vennootschapsrechtelijke voorschriften	248
b. Aantal beschermingsprefs	249
c. Bestuursbesluit tot optieverlening	250
d. Verlening optierecht	252
5.3.3 Uitgifte van beschermingsprefs krachtens uitoefening optie door stichting continuïteit	252
5.3.4 De contractuele relatie tussen de vennootschap en de stichting continuïteit	253
5.3.5 Verschillen tussen call- en putoptie	256
5.4 Clausulering en doorlopende optie	257
5.4.1 Clausulering optie	257
5.4.2 Gemengde optie	258
5.4.3 Doorlopende optie	259
5.4.4 Samenvatting en conclusie	263
Hoofdstuk 6. Uitgifte van beschermingsaandelen door de onbeschermd vennootschap	265
6.1 Inleiding	265
6.2 Wat wordt verstaan onder de “onbeschermd” vennootschap?	265
6.3 Uitgifte van gewone beschermingsaandelen door de “onbeschermd” vennootschap	267
6.3.1 RNA-beschikking van toepassing op onbeschermd vennootschap	267
6.3.2 Knelpunten	267
6.3.3 Conclusie	271
6.4 De “onbeschermd” vennootschap in de zin van art. 2:359b BW en de uitgifte van beschermingsaandelen	271
6.4.1 Inleiding	271
6.4.2 De vennootschap die art. 2:359b lid 1 onderdeel a BW toepast	274
a. Inleiding	274

b.	Wat zijn handelingen die het slagen van het bod kunnen frustreren?	274
c.	Uitgiftehandeling slechts met specifieke voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering	275
d.	Wanneer is de uitgifte van aandelen een frustrerende handeling?	276
e.	Het zoeken naar een alternatief openbaar bod	277
f.	Conclusie	278
6.4.3	De vennootschap die art. 2:359b lid 1 onderdeel b BW toepast	278
a.	Inleiding	278
b.	Besluitvorming die ten grondslag ligt aan de uitgifte van beschermingsprefs	279
c.	Conclusie	282
6.4.4	Openbaar bod door een beschermde vennootschap op een vennootschap die art. 2:359b lid 1 onderdeel a en/of b BW toepast (reciprociteit)	282
6.4.5	De vennootschap die de minidoorbraakregel toepast	283
6.5	Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk) en de uitgifte van beschermingsaandelen	284
6.5.1	Inleiding	284
6.5.2	Wat is een bmvk?	284
6.5.3	Uitgifte van aandelen door een bmvk	286
6.5.4	Beschermingsprefs bij een bmvk: Heeft bescherming wel zin?	287
6.5.5	Uitgifte van beschermingsprefs en gewone beschermingsaandelen door een bmvk	288
a.	Bescherming van de onbeschermde bmvk	288
b.	Uitgifte van beschermingsprefs door de beschermde bmvk	290
c.	Open-end bmvk en beschermingsprefs	291
6.5.6	Conclusie	292
6.6	Samenvatting en conclusie	292
Hoofdstuk 7. Financiering van beschermingsprefs		295
7.1	Inleiding	295
7.2	Beschermingsprefs en stortingsplicht	295
7.3	Formaliteiten rondom de inbreng op beschermingsprefs; obligo	297
7.4	Wijzen waarop de financiering van de storting op beschermingsprefs kan plaatsvinden	299
7.5	Financiering door middel van een lening bij een bank	300
7.5.1	Inleiding	300
7.5.2	De met de kredietfaciliteit verband houdende kosten	301
a.	Inleiding	301
b.	Primaire kosten	301
c.	Subsidiaire kosten	302

7.5.3	Door de bank gestelde vereisten voor het beschikbaar stellen van krediet	304
a.	Algemene vereisten	304
b.	Onherroepelijke volmacht	306
7.5.4	De kredietovereenkomst	309
a.	Algemene voorwaarden	309
b.	Rentepercentage	310
7.5.5	Winstuitkering op beschermingsprefs	311
a.	Statutaire vormgeving van winstverdelingsregeling	311
b.	Winstverdelingsregeling in de statuten?	313
c.	Uitkeringen bij liquidatie	316
d.	Cumulatierecht en uitkering ten laste van de reserves	318
7.5.6	Rentebetalingmoment; <i>funding gap</i>	319
7.5.7	Zekerheden ten behoeve van de bank	320
a.	Inleiding	320
b.	Vestiging pandrecht op beschermingsprefs	320
c.	Vestiging pandrecht op het optierecht	325
d.	Uitwinning van verpande beschermingsprefs	329
e.	Alternatieve zekerheden voor de bank	332
7.6	Financiering van lopende kosten van de stichting	333
7.6.1	Inleiding	333
7.6.2	Financiering door de vennootschap bij wijze van het voorschieten van middelen	335
7.6.3	Financiering <i>à fonds perdu</i>	336
7.7	Financiering van beschermingsprefs bij een bmvk	337
7.8	Samenvatting en conclusies	338
Hoofdstuk 8. Alternatieve vormen van financiering van de storting op beschermingsprefs		341
8.1	Inleiding	341
8.2	Financiering van beschermingsprefs door de vennootschap	341
8.2.1	Verstrekken van middelen anders dan bij wijze van voorschieten	341
8.2.2	Verstrekken van middelen bij wijze van voorschieten	342
a.	Ratio van het financieel steunverbod	342
b.	Voorwaarden voor verstrekken lening	344
c.	Knelpunten bij verstrekken lening door vennootschap	349
d.	Financiële steunverlening door de bv	350
8.2.3	Verstrekken van middelen aan een stichting werknemers	351
8.2.4	Verstrekken van middelen bij wijze van voorschieten via een <i>special purpose vehicle</i> (SPV)	352
8.2.5	Financiering door de vennootschap in de vorm van een beurs-bv	352
8.3	Financiering van beschermingsprefs door een dochtermaatschappij	353
8.3.1	Verstrekken van middelen anders dan bij wijze van voorschieten	353

8.3.2	Financiering van beschermingsprefs door uitgifte van een bijzonder aandeel door een dochtermaatschappij	354
8.3.3	Verstrekken van middelen bij wijze van voorschieten	357
8.4	Financiering van beschermingsprefs door een “ontdochterde” dochtermaatschappij	359
8.5	Financiering van beschermingsprefs op een lager niveau	361
8.6	Financiering van beschermingsprefs door omzetting van reserves in kapitaal	363
8.6.1	Stichting moet gerechtigd zijn tot de reserves van de vennootschap	363
8.6.2	Stichting wordt op later moment gerechtigd tot de reserves	365
8.6.3	Inkoop van beschermingsprefs	366
8.6.4	Aspecten van kapitaalbescherming	367
8.7	Onderlinge afspraken tussen beursgenoteerde vennootschappen	367
8.8	Samenvatting en conclusies	368
	Schematisch overzicht van verschillende financieringsmethoden	370
9	Hoofdstuk 9. De stichting continuïteit en haar functioneren	371
9.1	Inleiding	371
9.2	Rechtsvorm van de persoon die beschermingsprefs neemt; oprichting; inrichting	371
9.2.1	Rechtsvorm	371
9.2.2	Oprichting van stichting continuïteit	373
9.2.3	Inrichting van statuten van stichting continuïteit	374
a.	Naam	374
b.	Doel	374
c.	Bestuur; benoeming en ontslag van bestuurders	377
d.	Statutaire zetel	384
e.	Bestemming van het overschot na vereffening	385
f.	Belangrijke bestuursbesluiten	385
9.3	Het bestuur; inrichting, samenstelling, functioneren	386
9.3.1	Samenstelling; onafhankelijkheid	386
a.	Aanknopingspunten voor onafhankelijkheid	386
b.	Onafhankelijkheids criterium ziet op relatie stichting-vennootschap	390
c.	Niet-onafhankelijke bestuurder en stemrecht	390
d.	Volledig onafhankelijk bestuur?	391
e.	Conclusie	393
9.3.2	Overige aspecten van onafhankelijkheid	394
9.3.3	Beperking van aantal bestuursfuncties (?)	395
9.3.4	Tegenstrijdig belang	396
a.	Inleiding	396
b.	Tegenstrijdig belang	396

c.	Analoge toepassing van de tegenstrijdig belang regeling op stichtingen continuïteit?	398
d.	Invulling van tegenstrijdigbelangregeling; Wetsvoorstel bestuur en toezicht rechtspersonen	399
e.	Conclusie	400
9.3.5	Bezoldiging bestuurders	401
9.3.6	Voorwetenschap	401
a.	Voorwetenschap; definitie	401
b.	Stichtingsbestuurders zijn primaire insiders	402
c.	Gevolgen van beschikken over voorwetenschap	403
d.	Polen van (groot)aandeelhouders; gelijkheidsbeginsel	404
9.3.7	Recht van enquête	406
a.	Toekenning van recht van enquête	406
b.	Stichting continuïteit als medebeleidsbepaler in de zin van het enquêterecht	407
9.4	Taak van het bestuur van de stichting continuïteit	409
9.4.1	Algemene aspecten van taakuitoefening	409
9.4.2	Functie van het stichtingsbestuur gedurende vreedestijd	412
9.5	Taak van het stichtingsbestuur gedurende oorlogstijd	414
9.5.1	Inleiding	414
9.5.2	Voorwaarden voor uitoefening van het recht tot het nemen van beschermingsprefs (optie) door de stichting	415
a.	De aan de optie ten grondslag liggende besluitvorming moet uitoefening toelaten	416
b.	Uitoefening van de optie moet rechtens toelaatbaar zijn	419
9.5.3	Specifiek moment van uitoefenen optie	422
9.5.4	Rol stichting na uitoefening optie; uitoefening van stemrecht op beschermingsprefs	423
9.5.5	Handhaving van bescherming	426
9.5.6	Meldingsplicht stichting continuïteit	428
9.6	Overige situaties waarin uitoefening van optie aan de orde kan komen	429
9.6.1	Financiële noodsituatie vennootschap	429
9.6.2	Aandeelhouder verzoekt vennootschap tot schrapping bepalingen beschermingsprefs uit statuten van vennootschap	430
9.6.3	Relevantie van onderliggende besluitvorming	430
9.7	Verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuurders	431
9.7.1	Behoorlijke taakvervulling bestuur stichting continuïteit; algemene aspecten van verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid	431
a.	Behoorlijke taakvervulling	431
b.	Verantwoordelijkheid en interne aansprakelijkheid	432
c.	Externe aansprakelijkheid	434
d.	Aansprakelijkheid van bestuurders jegens de boedel	435

9.7.2	Specifieke aspecten van een stichting continuïteit die van belang zijn voor de vraag in hoeverre een bestuurder van een stichting continuïteit aansprakelijk kan worden gesteld	436
a.	Inleiding	436
b.	Het financieringsarrangement met de bank	437
c.	Faillissement van de vennootschap en de stortingsplicht ter zake van de beschermingsprefs	440
d.	Gevolgen van het al dan niet uitoefenen van de optie	446
9.7.3	Mitigeren van bestuurdersaansprakelijkheid	449
a.	Kwijting van bestuurders	449
b.	Vrijwaring van bestuurders	450
c.	Verzekering	451
9.8	Ontbinding van stichting continuïteit	452
9.8.1	Bevoegdheid tot beëindiging bescherming en rol stichting continuïteit	452
9.8.2	Procedure tot ontbinding van de stichting continuïteit	452
9.8.3	Overige formaliteiten bij de ontbinding van een stichting continuïteit	455
9.9	Samenvatting en conclusies	455
	Overzicht van stichtingen continuïteit bij AEX-, AMX-, en AscX-fondsen	458
	Hoofdstuk 10. Beschermingsprefs en registratiedatum	465
10.1	Inleiding	465
10.2	De registratiedatum, de Richtlijn aandeelhoudersrechten en de Wet aandeelhoudersrechten	466
10.2.1	De registratiedatum zoals die in Nederland tot 1 juli 2010 gold	466
10.2.2	De Richtlijn aandeelhoudersrechten	467
10.2.3	Art. 2:119 BW en de Wet aandeelhoudersrechten	467
10.3	Kunnen beschermingsprefs buiten de registratiedatum worden gehouden?	469
10.4	Beschermingsprefs niet langer effectief?	471
10.4.1	Inleiding	471
10.4.2	Vijandig openbaar bod	471
10.4.3	Ongewenste concentratie van stemmenmacht	472
10.4.4	Alternatieven	475
10.5	Conclusie	476
	Hoofdstuk 11. De stichting continuïteit en het verplicht bod	477
11.1	Inleiding	477
11.2	Achtergrond van het verplicht bod	477
11.3	Vrijstelling voor stichting continuïteit en ratio daarvan	478

11.4	Vereisten voor vrijstelling voor stichtingen continuïteit	479
11.4.1	Het rechtspersoonlijkheidsvereiste	479
11.4.2	Het onafhankelijkheidsvereiste	480
	a. Invulling onafhankelijkheidsvereiste	480
	b. Onafhankelijkheid en andere aspecten dan biedplicht	481
	c. Conclusie	484
11.4.3	Het doelvereiste	484
11.4.4	Het moment van het nemen van beschermingsprefs	484
11.4.5	Duur van het houden van beschermingsprefs	486
11.4.6	Het nemen ter bescherming van de vennootschap	487
11.5	Mogelijkheden om de tweejaarstermijn te ontlopen en risico's voor de stichting continuïteit	488
11.5.1	Inleiding	488
11.5.2	(Gedeeltelijke) overdracht van beschermingsprefs aan een derde partij	488
11.5.3	(Gedeeltelijke) overdracht van beschermingsprefs aan een andere stichting continuïteit	489
11.5.4	Stichting continuïteit en offensief <i>acting in concert</i>	490
	a. Soorten <i>acting in concert</i>	490
	b. Offensief <i>acting in concert</i>	490
11.5.5	Certificering van beschermingsprefs	493
11.6	Defensief <i>acting in concert</i>	495
11.7	Stichting continuïteit en situaties waarop de biedplicht niet van toepassing is	497
11.7.1	Stichting continuïteit en notering van aandelen buiten de EU/gereguleerde markt	497
11.7.2	Stichting continuïteit en <i>open-end</i> bmvk	499
11.8	Financierende bank en biedplicht	499
11.8.1	Verpanding van beschermingsprefs en biedplicht	499
11.8.2	Volmacht en biedplicht	500
11.9	Biedplicht en beschermingsemissie	500
11.10	Samenvatting en conclusies	501
Hoofdstuk 12.	Beëindiging van het uitstaan van de beschermingsprefs	503
12.1	Inleiding	503
12.2	Intrekking van beschermingsprefs door middel van kapitaalvermindering	504
12.2.1	Inleiding	504
12.2.2	Formaliteiten rondom kapitaalvermindering	504
12.2.3	Wat wordt terugbetaald?	506
12.2.4	Verzetprocedure	508
12.2.5	Direct extern werkend besluit	509
12.2.6	Negatief eigen vermogen van de vennootschap	510

12.3	Alternatieve methoden van beëindiging van het uitstaan van beschermingsprefs	511
	12.3.1 Inleiding	511
	12.3.2 Verkrijging van beschermingsprefs door de vennootschap (inkoop)	513
	12.3.3 Overgang van beschermingsprefs krachtens juridische fusie en splitsing	516
	a. Inleiding	516
	b. Juridische fusie	517
	c. Juridische splitsing	518
	12.3.4 Intrekking bij voorbaat	519
	12.3.5 Overdracht van beschermingsprefs aan een derde	521
12.4	Inkoop en intrekking van beschermingsprefs door financiële ondernemingen en bmvk	521
	12.4.1 Inkoop en intrekking van beschermingsprefs door financiële ondernemingen	521
	12.4.2 Inkoop en intrekking van beschermingsprefs door bmvk	522
12.5	Schrapping van bepalingen rondom beschermingsprefs uit de statuten	524
	12.5.1 Inleiding	524
	12.5.2 Schrapping van bepalingen uit de statuten op initiatief van de vennootschap	525
	12.5.3 Schrapping van bepalingen op verzoek van een (vijandige) aandeelhouder	525
	a. Inleiding	525
	b. Bevoegdheid tot vaststelling van de agenda van de algemene vergadering	527
	c. Oligarchische clausules	530
	d. Techniek van het agenderingsrecht en verhouding met oligarchische clausules	533
	e. Geen statutaire oligarchische clausules	535
12.6	Vrijwillige beëindiging van het uitstaan van beschermingsprefs	536
	12.6.1 Inleiding	536
	12.6.2 Oorlogstijd is voorbij	537
	a. Wanneer is de situatie van oorlogstijd ten einde?	537
	b. Zienswijze stichting en vennootschap verschilt	539
	c. Continuering van beschermingsmaatregel	539
	12.6.3 Uitgegeven beschermingsprefs na aankondiging openbaar bod: Tweejaarstermijn verstrijkt	541
	a. Inleiding	541
	b. Problemen bij de kapitaalverminderingprocedure; overdracht aan een derde	542
	c. Overdracht aan derde en offensief <i>acting in concert</i>	543
	d. Overdracht aan vennootschap en defensief <i>acting in concert</i>	543
	e. Overige methoden	544
12.7	(Vijandige) aandeelhouder gelast aantasting van de uitgifte of intrekking van de beschermingsprefs	545

12.7.1	Inleiding	545
12.7.2	Rechtstreeks verzoek tot intrekking van beschermingsprefs	545
	a. Verzoek tot het houden van algemene vergadering (convocatierecht)	545
	b. Convocatierecht en oligarchische clausules	547
	c. Conclusie	548
12.7.3	Verzoek tot aantasting van uitgifte via bodemprocedure	548
	a. Vordering tot vernietiging van het uitgiftebesluit	548
	b. Gevolgen van vernietiging van het uitgiftebesluit	550
	c. Andere mogelijkheden voor de (vijandige) aandeelhouder	551
	d. Vordering tot vernietiging van het besluit tot uitoefening van de optie	552
12.7.4	Verzoek tot aantasting van uitgifte via de voorzieningenrechter van de rechtbank	554
12.7.5	Verzoek tot aantasting van uitgifte via enquêteprocedure bij de OK	556
	a. Inleiding	556
	b. Voorwaarden voor indienen enquêteverzoek	558
	c. Onderzoek in enquêteprocedure	559
	d. Onmiddellijke voorzieningen	561
	e. Onmiddellijke voorzieningen in vijandige situaties	562
	f. Wanbeleid en eindvoorzieningen	566
	g. Gevolgen van vernietiging van uitgiftebesluit als eindvoorziening	568
12.8	Samenvatting en conclusies	569
Hoofdstuk 13. Samenvatting en conclusies		573
Hoofdstuk 14. Summary		585
Bijlagen		
I	Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies, 4 maart 1988	595
II	Voorschriften met betrekking tot beschermingsmaatregelen van tot de notering toegelaten issuers van aandelen (Bijlage X bij A-2.7 Euronext Rules)	621
III	Wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over de zeggenschap in de naamloze vennootschap, nr. 2 (voorstel van wet 7 november 1997), waarin verwerkt nr. 10 (nota van wijziging 10 november 1999) (Wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies)	631

IV	Extract 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 (Wetsvoorstel implementatie Overnamerichtlijn)	639
	Trefwoordenregister	651
	Geraadpleegde literatuur	657
	Veelvuldig gebruikte afkortingen	701
	Dankwoord	707
	Over de auteur	709

Hoofdstuk 1

INLEIDING

1.1 Inleidende opmerkingen; aanleiding voor het onderzoek

De Nederlandse beursgenoteerde vennootschap waarvan de aandelen wijdverspreid zijn, kenmerkt zich – naast de kenmerken die voor iedere kapitaalvennootschap gelden, te weten rechtspersoonlijkheid, beperkte aansprakelijkheid van kapitaalverschaffers en gerechtigdheid van de kapitaalverschaffers tot de winst en het liquidatiesaldo van de vennootschap – door een scheiding van kapitaal en leiding en een vrije verhandelbaarheid van aandelen.¹ Scheiding van kapitaal en leiding brengt met zich mee dat de kapitaalverschaffer kapitaal inbrengt in de vennootschap en dat de vennootschapsleiding onder toezicht van de raad van commissarissen de vennootschap bestuurt, het beleid en de strategie vaststelt en ondernemingsbeslissingen neemt. De vennootschapsleiding is vanwege haar kennis van zaken en deskundigheid daartoe geëquipeerd. Bij vennootschappen met een wijdverspreid aandelenbezit en zonder controlerende aandeelhouders, ligt de feitelijke macht bij het bestuur en houdt de raad van commissarissen daarop toezicht.

Een vrije verhandelbaarheid van aandelen heeft tot gevolg dat eenieder onbeperkt aandelen kan verwerven in het kapitaal van de vennootschap en uiteindelijk een meerderheidsbelang in de vennootschap kan verwerven. Daarmee kan de autonomie van de vennootschapsleiding in gevaar komen. Voor een adequaat functioneren van het bestuur en de raad van commissarissen van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap is van groot belang dat deze organen hun functie kunnen uitoefenen in het belang van die vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Dit vennootschappelijk belang houdt voor een vennootschap waaraan een onderneming is verbonden in de regel vooral in het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming.² Het bestuur en de raad van commissarissen dienen zich te richten op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming en wegen daartoe de in aanmerking komende belangen van alle bij de onderneming betrokkenen.³ Het gaat

1 Vgl. The Anatomy of Corporate Law 2009, par. 1.1.

2 HR 4 april 2014, NJ 2014/286 m.nt. Van Schilfgaarde (Cancun).

3 Principe 1.1 van De Nederlandse corporate governance code.

daarbij niet alleen om aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, maar ook om werknemers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden. Aandeelhouders mogen in beginsel hun eigen belangen, die vooral gericht zijn op het behalen van rendementsvoordeel, vooropstellen. Is sprake van een bod op de vennootschap dat niet de steun heeft van de vennootschapsleiding (vijandig bod) of een situatie waarin een aandeelhouder bepaalde voorstellen doet die niet de steun hebben van de vennootschapsleiding (deze situaties worden met de populaire term oorlogstijd aangeduid), dan kan die gerichtheid op het vennootschappelijk belang in gevaar komen. Aandeelhouders kunnen in oorlogstijd al dan niet door uitoefening van aan hen toekomende rechten bestuurders en commissarissen onder druk zetten, zodat deze laatste zich meer gaan richten op het aandeelhoudersbelang. Dit wordt pregnanter naarmate aandeelhouders grotere belangen houden. Beschermingsmaatregelen beogen te verhinderen dat het belang van de aandeelhouders gaat prevaleren. Zij zorgen er dus voor dat het bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen de vennootschap kan blijven besturen en zich daarbij op het vennootschappelijk belang kan blijven richten. De Hoge Raad heeft bepaald dat het treffen van beschermingsmaatregelen is toegestaan, mits de maatregel noodzakelijk is onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.⁴

Uit jurisprudentie⁵ en de keuze van de Nederlandse wetgever om de passiviteitsregel van art. 9 Overnamerichtlijn niet in Nederland over te nemen, volgt dat het vennootschappen vrijstaat om hun vennootschapsrechtelijke organisatie naar eigen inzicht in te richten. Dat betekent dat vennootschappen binnen de grenzen van de wet en jurisprudentie preferente beschermingsaandelen kunnen implementeren. De mogelijkheid om preferente beschermingsaandelen uit te geven is in Nederland in de praktijk de meestgebruikte beschermingsmaatregel. De maatregel houdt in de kern in dat een onafhankelijke stichting bepaalt of en wanneer de vennootschap preferente beschermingsaandelen aan haar uitgeeft. Deze aandelen kunnen in een openbaar bod situatie de helft van het totale aantal stemmen vertegenwoordigen dat in de algemene vergadering van de vennootschap kan worden uitgeoefend. In andere situaties vertegenwoordigen de aandelen net geen 30% van alle stemrechten. Doordat op de preferente beschermingsaandelen een kwart van het nominale bedrag wordt gestort, kan de stichting voor weinig geld de zeggenschap in de algemene vergadering naar zich toetrekken. Van de in Nederland gehanteerde beschermingsmaatregelen is de uitgifte van preferente beschermingsaandelen veelvuldig in de rechtspraak getoetst. Ik wijs in dit verband op de uitgifte van preferente beschermingsaandelen door Stork in 2006 en door ASMI in 2009. En nog niet zo lang geleden gaf KPN (2013) preferente beschermingsaandelen uit, zulks ter afwering van een poging tot overname door América Móvil. Deze laatste uitgifte is niet in een procedure voor een rechterlijke instantie betwist.

4 HR 18 april 2003, NJ 2003/286 m.nt. Maeijer (Westfield/RNA).

5 HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 m.nt. Van Schilfgaarde (ASMI).

(Pogingen tot) overname van Nederlandse bedrijven door buitenlandse partijen roept (roepen) steeds vaker (nationaal) verzet op. Nederlandse gevoelens spelen een grotere rol in het politieke debat over overnamepogingen door buitenlanders. Zo keerde het Nederlandse kabinet zich eind 2016 tegen een overname van PostNL door staatsbedrijf Bpost, omdat dat een stap terug zou zijn voor een geprivatiseerd bedrijf als PostNL. Door de overname zou de Belgische Staat invloed krijgen in PostNL. En ook bij de interesse van het Amerikaanse Kraft Heinz in Unilever in februari 2017, uitte de politiek zorgen. Niet alleen in Nederland, maar – opmerkelijk – ook in het Verenigd Koninkrijk, een land dat bekendstaat om zijn op de kapitaalmarkt georiënteerd systeem. Bedrijven zouden zich beter moeten beschermen tegen de “aasgieren, de hyena’s die je bedrijf proberen kapot te maken”.⁶ En zeer onlangs wees AkzoNobel resoluut een bod van PPG af. Dat bod zou een substantiële onderwaardering van de onderneming zijn en niet in het belang zijn van de *stakeholders* inclusief aandeelhouders, klanten en medewerkers. Daarbij werd gewezen op de consequenties die een overname zou hebben voor de inspanningen van AkzoNobel op het vlak van duurzaamheid. Ook Unilever wees op het duurzaamheidsaspect, waarbij ook op de positie van wetenschappelijk onderzoek in Nederland werd gewezen.

Naast deze actuele toename van overnamepogingen van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, heeft een aantal buitenlandse ondernemingen zijn statutaire zetel naar Nederland verhuisd en de aandelen van de nv in het land van herkomst van de onderneming in de notering laten opnemen. Een aantal van deze vennootschappen heeft gekozen voor de mogelijkheid om zich te beschermen door middel van uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Een bekend voorbeeld van zo’n vennootschap is Mylan, een Amerikaanse producent van generieke en originele geneesmiddelen, die in 2015 preferente beschermingsaandelen uitgaf, zulks in reactie op de avances van Teva Pharmaceutical.

Met deze voorbeelden wordt het belang en de actualiteit rondom de bescherming van Nederlandse genoteerde vennootschappen onderstreept. Gezien het veelvuldig gebruik van preferente beschermingsaandelen, spelen juist deze aandelen een grote rol bij de bescherming van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Gesteld zou kunnen worden dat preferente beschermingsaandelen bijdragen aan de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigings- en investeringsland. Ze zouden ook een bijdrage kunnen leveren aan het behoud van werkgelegenheid en *research and development* voor Nederland. De geschetste ontwikkelingen rechtvaardigen een onderzoek naar preferente beschermingsaandelen.

6 Aldus minister Dijsselbloem, op te maken uit Haags verzet tegen Bpost logisch, NRC Handelsblad 27 februari 2017. Zie ook De strijd om Unilever: Nederland komt met de schrik vrij, NRC Handelsblad 24 februari 2017.

1.2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen

Tot op heden bestaat er geen studie die exclusief gewijd is aan de bescherming van beursgenoteerde vennootschappen door middel van uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Wel zijn er in het verleden diverse artikelen en bijdragen gewijd aan onderdelen van het onderwerp. Met deze studie wordt getracht in deze leemte te voorzien.

Doel van dit onderzoek is om uiteen te zetten op welke wijze bescherming van beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland kan plaatsvinden door middel van de implementatie en uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Getracht is om inzicht te verschaffen in het proces dat een aanvang neemt vanaf het moment dat wordt besloten om preferente beschermingsaandelen te implementeren, welk proces verder loopt via het moment waarop tot uitgifte van beschermingsprefs wordt overgegaan en eindigt op de dag waarop de beschermingsprefs worden ingetrokken. In het verlengde van dit doel stel ik een aantal onderzoeksvragen aan de orde.

1. Wie is bevoegd tot invoering van preferente beschermingsaandelen in de vennootschapsrechtelijke organisatie, tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen en tot intrekking van preferente beschermingsaandelen?
2. In hoeverre kunnen een onbeschermd vennootschap en een (onbeschermd) beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk) zich beschermen door middel van uitgifte van gewone beschermingsaandelen of preferente beschermingsaandelen?
3. Kunnen aandeelhouders met succes bewerkstelligen dat de vennootschap in de toekomst geen preferente beschermingsaandelen meer uitgeeft?
4. Bestaat naast de bestaande publiekrechtelijke beschermingsmechanismes ter zake van publieke belangen nog behoefte aan privaatrechtelijke bescherming in de vorm van bijvoorbeeld preferente beschermingsaandelen?
5. Kan een recht tot het nemen van beschermingsprefs (optie) door de stichting continuïteit worden uitgeoefend indien de preferente beschermingsaandelen na eerdere uitoefening van de optie gevolgd door intrekking weer tot het maatschappelijk kapitaal behoren?
6. Op welke wijze kan de stichting continuïteit aan de stortingsplicht ter zake van de preferente beschermingsaandelen voldoen, anders dan door middel van financiering door een externe bank?
7. In hoeverre staat de registratiedatum aan de effectiviteit van preferente beschermingsaandelen in de weg?
8. Op welke wijzen kan het uitstaan van de preferente beschermingsaandelen worden beëindigd?

Een aantal onderdelen uit deze studie is in de periode vanaf 2011 tot en met 2016 als aparte publicatie verschenen in wetenschappelijke periodieken. Ik noem mijn

bijdragen waarin ik ben ingegaan op de gevolgen van de registratiedatum voor preferente beschermingsaandelen,⁷ de vraag of preferente beschermingsaandelen kunnen worden volgestort ten laste van de reserves van de vennootschap,⁸ de vraag in hoeverre een kapitaalverschaffer met gebruikmaking van het agenderingsrecht kan voorkomen dat de vennootschap in de toekomst preferente beschermingsaandelen kan uitgeven,⁹ de vraag in hoeverre het bestuur van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal bevoegd is om te besluiten tot uitgifte van beschermingsaandelen,¹⁰ mijn uiteenzetting van vennootschaps- en verbintenismatige aspecten van de optie op preferente beschermingsaandelen en de vraag of het recht tot het nemen van preferente beschermingsaandelen blijft doorlopen¹¹ en de vraag op welke wijze het uitstaan van preferente beschermingsaandelen beëindigd kan worden.¹² Al deze publicaties komen – al dan niet in bewerkte vorm – terug in dit boek. Het is mijn uitdrukkelijke bedoeling geweest om naast het aan de orde stellen van een aantal knelpunten een handzaam boek te schrijven, waarin naar mijn mening zoveel mogelijk aspecten van en rondom preferente beschermingsaandelen worden behandeld. Op deze wijze beoogt de studie tevens een handig hulpmiddel te zijn voor de praktijk.

1.3 Onderzoeksoepzet

1.3.1 Opzet

Na dit eerste hoofdstuk, zal ik eerst de preferente beschermingsaandelen in een breder perspectief plaatsen (hoofdstuk 2). Daarmee schets ik de ontstaansgeschiedenis van beschermingsprefs en de plaats van beschermingsprefs in ons vennootschapsrecht en in de maatschappij. Ook komen daarbij de verschillende soorten beschermingsmaatregelen aan de orde en ga ik in op de (economische) bezwaren van beschermingsmaatregelen. Aan bod komt voorts de ontwikkeling waarbij niet-Nederlandse ondernemingen kiezen voor de nv en het gebruik van beschermingsprefs. Ook geef ik een *tour d'horizon* van het gebruik in een aantal andere landen van met Nederlandse preferente beschermingsaandelen vergelijkbare beschermingsmaatregelen.

Vervolgens besteed ik in hoofdstuk 3 aandacht aan de vraag welke motieven aan het gebruik van beschermingsmaatregelen en beschermingsprefs in het bijzonder ten grondslag liggen en aan wie de bevoegdheid toekomt om beschermingsmaatregelen

7 Ondernemingsrecht 2011/92 en Ondernemingsrecht 2011/121.

8 Ondernemingsrecht 2012/84.

9 Ondernemingsrecht 2012/121.

10 Liber amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol 2013.

11 Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie 2013/6989.

12 Ondernemingsrecht 2014/16.

te treffen. In de kern beogen beschermingsmaatregelen het vennootschappelijk belang te beschermen. Wat dat belang precies inhoudt, wordt in hoofdstuk 3 beschreven. Het publieke of algemeen belang en de vraag of, en zo ja op welke wijze, dat beschermd moet worden, komt in het tweede gedeelte van dit hoofdstuk aan de orde.

Daarna wordt in de hoofdstukken 4, 5 en 6 aandacht besteed aan de vormgeving van beschermingsprefs. Deze hoofdstukken zijn meer juridisch-technisch van aard. Eerst behandel ik in hoofdstuk 4 de statutaire vormgeving van beschermingsprefs en vervolgens ga ik in op de besluitvorming rondom de uitgifte van beschermingsprefs. In het geval van een uitgifte door een financiële onderneming zal een verklaring van geen bezwaar verkregen moeten worden. De procedure rondom deze aanvraag en de gevolgen daarvan voor de effectiviteit van het beschermingsinstrument, komen in een aparte paragraaf in hoofdstuk 4 aan bod. In de praktijk verleent de vennootschap vrijwel altijd een recht tot het nemen van preferente beschermingsaandelen aan de stichting continuïteit, waarmee deze laatste kan bepalen of en wanneer de beschermingsprefs aan haar worden uitgegeven. In hoofdstuk 5 behandel ik de vennootschaps- en verbintenisrechtelijke aspecten van dit optierecht. Hoofdstuk 6 heeft specifiek betrekking op de mogelijkheden om als onbeschermd venootschap, die niet is voorbereid op een uitgifte van beschermingsprefs en een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal waarvan het bestuur tot uitgifte kan besluiten, beschermingsaandelen uit te geven.

Een belangrijk onderdeel van beschermingsprefs betreft de financiering daarvan door de stichting continuïteit. In hoofdstuk 7 wordt aandacht besteed aan de financiering van de stortingsplicht door een externe bank. Omdat een stichting continuïteit niet over vermogen beschikt om haar functioneren te financieren, zal zij dat van buiten moeten aantrekken. Dit aspect stel ik ook aan de orde in hoofdstuk 7. Omdat de financiering van beschermingsprefs door banken de laatste jaren aan populariteit heeft ingeboet, heb ik onderzoek gedaan naar alternatieve financieringswijzen van de stortingsplicht ter zake van beschermingsprefs. In hoofdstuk 8 stel ik een aantal alternatieve financieringswijzen aan de orde.

De stichting continuïteit vormt de centrale schakel in de beschermingsstructuur en wordt daarom uitgebreid behandeld in de hoofdstukken 9 en 11. In het eerste hoofdstuk wordt de inrichting en het functioneren van de stichting behandeld. Aan bod komt de samenstelling van het stichtingsbestuur en zijn onafhankelijkheid, het functioneren van het stichtingsbestuur in vreedetijd en in oorlogstijd, de taken van het stichtingsbestuur en mogelijke aansprakelijkheidsrisico's van stichtingsbestuurders. Voorts sta ik stil bij de oprichting en ontbinding van de stichting continuïteit. In hoofdstuk 11 schets ik de gevolgen van de biedplicht voor de stichting continuïteit.

Hoofdstuk 10 vormt een juridisch-technisch intermezzo dat gaat over de gevolgen van de registratiedatum voor beschermingsprefs. Centraal staat daar de hiervoor onder paragraaf 1.2 genoemde vraag of de registratiedatum de effectiviteit van de uitgifte van preferente beschermings aandelen vermindert.

Hoofdstuk 12 vormt het slothoofdstuk, waarin beschreven wordt op welke wijze – al dan niet vrijwillig – de bepalingen rondom preferente beschermings aandelen uit de statuten van de vennootschap geschrapt kunnen worden, een kwestie waar tot op heden in de literatuur weinig aandacht aan is besteed. Ook komt aan de orde de vraag op welke wijze het uitstaan van de preferente beschermings aandelen beëindigd kan worden. Kan een aandeelhouder met succes een voorstel tot intrekking van de preferente beschermings aandelen in stemming brengen in een algemene vergadering? En wat zijn mogelijke alternatieven voor intrekking?

Het onderzoek wordt in hoofdstuk 13 afgesloten met een samenvatting en enkele conclusies. Hoofdstuk 14 vormt een Engelstalige samenvatting en behandelt het beschermingsinstrument op een voor buitenlanders toegankelijke wijze.

1.3.2 Empirische onderzoeken

Tijdens mijn onderzoek heb ik een drietal empirische onderzoeken verricht. Het eerste heeft betrekking op de door in de AEX-, AMX- en AscX-index opgenomen Nederlandse vennootschappen gebruikte beschermingsmaatregelen. De resultaten van dit overzicht zijn opgenomen in het overzicht dat is opgenomen aan het slot van hoofdstuk 2. In paragraaf 2.5 schets ik een aantal conclusies.

Het tweede onderzoek ziet op het gebruik van beschermingsprefs door beurs-nv's in den vreemde, dat wil zeggen vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland, waarvan de juridische vestigingsplaats (*legal home*), de plaats waar de aandelen in de beursvennootschap worden verhandeld (*financial home*) en de plaats waar de feitelijke leiding over de beursvennootschap wordt uitgeoefend (*home for managerial talent*) in verschillende landen is gelegen. Dit onderzoek komt in paragraaf 2.8.4 aan de orde.

Het derde onderzoek ziet op de stichtingen continuïteit van alle Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen zijn opgenomen in de AEX-, AMX- en AscX-index. Daarbij heb ik onderzocht in hoeverre de stichtingsbesturen onafhankelijk zijn van de vennootschap. Dit onderzoek volgt aan het slot van hoofdstuk 9.

1.4 Begripsbepalingen

Wanneer ik refereer aan een *vijandig bod*, dan doel ik op de situatie waarin een partij een openbaar bod uitbrengt op aandelen in de vennootschap dat niet de instemming heeft van het bestuur en de raad van commissarissen. De partij die een vijandig bod uitbrengt noem ik een *vijandige bieder*. Dat zal meestal een aandeelhouder van de vennootschap zijn, maar dat hoeft niet.

Een *ongewenste concentratie van stemmenmacht of zeggenschap* beschouw ik als een situatie waarin een of meer aandeelhouders gezamenlijk druk uitoefenen op de vennootschapsleiding om bepaalde voorstellen door te voeren zonder dat zij een openbaar bod uitbrengen. In de situatie van een ongewenste concentratie van stemmenmacht gaat het veelal om (een) activistische aandeelhouder(s) die voorstellen op het gebied van de strategie doet/doen aan de vennootschapsleiding. In die situaties kan het wenselijk zijn dat geen besluitvorming door de algemene vergadering plaatsvindt, of juist wel besluitvorming plaatsvindt. *Activistische aandeelhouders* zijn aandeelhouders die zich al dan niet groeperen in de algemene vergadering en zich actief bemoeien met het strategische beleid van de vennootschap. Zij verbinden zich over het algemeen voor kortere duur aan de vennootschap en streven naar extra uitkeringen en/of verkoop van hun belang tegen een zo hoog mogelijke winst zonder uit te zijn op een overname van de vennootschap.

Wanneer ik van *oorlogstijd* spreek, dan doel ik zowel op een vijandig bod als een situatie van een ongewenste concentratie van stemmenmacht. Een *vijandige partij* of *vijandige aandeelhouder* is een verzamelnaam die ik hanteer voor de vijandige bieder en de activistische aandeelhouder. Van *vredestijd* is sprake in alle andere situaties dan oorlogstijd.

Onder *oligarchische clausules* versta ik statutaire regelingen die de bevoegdheid van de algemene vergadering inperken ten faveure van het bestuur en/of de raad van commissarissen. Meestal betreft het besluiten van de algemene vergadering die verband houden met de structuur van de vennootschap, zoals uitgifte van aandelen, kapitaalvermindering, statutenwijziging, juridische fusie, juridische splitsing, omzetting en ontbinding van de vennootschap.

Vennootschappen die zich kunnen beschermen door middel van de uitgifte van beschermingsprefs of door het treffen van een andere beschermingsmaatregel, duid ik aan als *beschermde vennootschappen*. Een *onbeschermde vennootschap* is een vennootschap die een kenbare statutaire inrichting heeft waaruit niet blijkt van enige beschermingsmogelijkheden en/of die slechts met goedkeuring van haar algemene vergadering beschermingsmaatregelen kan opwerpen.

1.5 Afbakening

Dit onderzoek heeft betrekking op de mogelijkheid voor beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland om zich te beschermen door middel van de uitgifte van beschermingsprefs. Ik heb dus geen uitputtend onderzoek gedaan naar het gebruik van beschermingsaandelen door vennootschappen naar het recht van een ander land. Het onderzoek is dan ook niet rechtsvergelijkend van opzet. Deze keuze houdt verband met het feit dat vennootschappen in andere met name Europese landen veelal een meer geconcentreerd aandelenbezit kennen en daaraan bescherming kunnen ontleen, terwijl het in Nederland meer een gebruik is om de verdeling van zeggenschap tussen de verschillende organen van de vennootschap te regelen.

Verder laat ik preferente financieringsaandelen buiten beschouwing en ligt de nadruk van mijn onderzoek niet op de houdbaarheid van andere beschermingsmaatregelen dan preferente beschermingsaandelen.

Het onderzoek voor deze studie is afgesloten op 1 mei 2017. In een enkel geval is met nadien verschenen literatuur of met een nadien opgekomen actualiteit rekening gehouden. De proloog heb ik in het weekend van 20 mei 2017 afgerond. De empirische onderzoeken zijn afgerond op 31 december 2016.

Hoofdstuk 2

PREFERENTE BESCHERMINGSAANDELEN IN BREDER PERSPECTIEF

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk plaats ik de ontwikkeling van beschermingsprefs in een breder perspectief. In de paragrafen 2.2 en 2.3 ga ik in op de in Nederland voorkomende beschermingsmaatregelen en geef ik een omschrijving van beschermingsprefs. Paragraaf 2.4 gaat over de ontstaansgeschiedenis van beschermingsmaatregelen en beschermingsprefs in het bijzonder in Nederland. In paragraaf 2.6 behandel ik enkele (economische) bezwaren tegen beschermingsmaatregelen. Vervolgens geef ik een *tour d'horizon* van beschermingsprefs en werp ik kort een blik over enkele grenzen (paragraaf 2.7). Ten slotte ga ik in paragraaf 2.8 in op buitenlandse ondernemingen die in de vorm van een nv (beurs-nv in den vreemde) worden uitgeoefend en die een optie hebben verleend aan een Nederlandse beschermingsstichting. Aan het slot van dit hoofdstuk is een overzicht per ultimo 2016 opgenomen van door Nederlandse AEX, AMX en AscX-fondsen gehanteerde beschermingsmaatregelen. Paragraaf 2.5 geeft een korte toelichting bij dit overzicht. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een samenvatting en conclusie (paragraaf 2.9).

2.2 Beschermingsmaatregelen in Nederland

2.2.1 *Wat zijn beschermingsmaatregelen?*

Onder de term beschermingsmaatregelen wordt verstaan instrumenten die kunnen voorkomen dat een persoon door verkrijging van aandelen in een vennootschap effectief controle over die vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (daaronder begrepen de ondernemingen van groepsmaatschappijen) kan verwerven.¹ Beschermingsmaatregelen zullen met name door vennootschappen worden aangewend waarvan de aandelen vrij verhandelbaar zijn, zoals beursgenoteerde vennootschappen. Een vrije verhandelbaarheid van aandelen kan er immers toe leiden dat de aandelen in de vennootschap in ongewenste handen komen. Veelal zal

¹ Van Olfen (inaug. rede) 2000, p. 1.