

# Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen

*Wetenschappelijk onderzoek ten behoeve van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code naar de praktijk van (potentiële) bescherming(smaatregelen) bij Nederlandse beursvennootschappen en de naleving van Best Practice Bepaling IV.3.11 van de Nederlandse Corporate Governance Code*

*Erasmus School of Law ('ESL')*

*Sectie Handels-, Ondernemings- en Financieel Recht ('HOF') / Instituut voor Ondernemingsrecht ('IvO')*

*Erasmus Universiteit Rotterdam ('EUR')*

Mr. drs. A.A. Bootsma

Mr. A. Grunfest

Prof. mr. J.B.S. Hijink

Mr. drs. L. in 't Veld

04/09/2015

## AFKORTINGEN

afl.	aflevering
Art.	Artikel
BPB	Best practice bepaling
B.V.	Besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
c.q.	casu quo
Code	Corporate Governance Code 2008
Code 2003	Corporate Governance Code 2003
diss.	Dissertatie
ECB	Europese Centrale Bank
EER	Europese Economische Ruimte
EG	Europese Gemeenschap
ESL	Erasmus School of Law
EU	Europese Unie
EUR	Erasmus Universiteit Rotterdam
Euronext	NYSE Euronext Amsterdam
HOF	Sectie Handels-, Ondernemings- en Financieel Recht
i.e.	id est
IvO	Instituut voor Ondernemingsrecht
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
max.	maximaal
min.	minimaal
Monitoring Commissie	Monitoring Commissie Corporate Governance Code
m.nt.	met noot
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NLFI	NL Financial Investments
N.V.	Naamloze vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
Plc	Public limited company
red.	redactie
RUG	Rijksuniversiteit Groningen
SE	Europese vennootschap
SER	Sociaal-Economische Raad
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
UvA	Universiteit van Amsterdam
VvE	Vereniging voor de Effectenhandel
Wft	Wet op het financieel toezicht

## INHOUDSOVERZICHT

Woord vooraf.....	4
<b>DEEL 1: LITERATUUR ONDERZOEK .....</b>	<b>6</b>
1.1 Inleiding.....	7
1.2 Beknopt overzicht van archetypen bescherming in de juridische literatuur .....	9
1.2.1 De belangrijkste driedeling: preferente aandelen, certificering en prioriteitsaandelen .....	9
1.2.2 Andere typen beschermingsmaatregelen .....	11
1.2.3 Typering van de structuurregeling.....	11
1.3 Ontwikkelingen in de opvattingen over de (on)wenselijkheid van bescherming .....	13
1.3.1 Periode tot 1989: totstandkoming van Bijlage X Fondsenreglement.....	13
1.3.2 Wetgevende (re)actie: indiening van het wetsvoorstel betwiste overnames, onderhandelingen over de Europese Overnamerichtlijn en implementatie daarvan door de Overnamewet.....	13
1.3.3 Normatief kader in de jurisprudentie: De 'RNA'-norm .....	14
1.3.4 Afname van beschermingsmaatregelen in de praktijk.....	15
1.3.5 De terugbewegende slinger .....	17
1.4 Ontwikkelingen in de praktijk van bescherming in het post-ABN AMRO tijdperk.....	19
1.4.1 Omslag in denken, genuanceerde opvattingen over bescherming en actuele ontwikkelingen .....	19
1.4.2 Actuele ontwikkeling: trend van andersoortige vormen van bescherming.....	20
1.5 Bescherming anno 2015: een genuanceerd beeld .....	23
<b>DEEL 2: EMPIRISCH ONDERZOEK .....</b>	<b>25</b>
2.1 Inleiding .....	26
2.2 Het aantal beurs-NV's met beschermingsmaatregelen .....	27
2.2.1 Ultimo 2014: Beurs-NV's te Amsterdam (percentages) .....	28
2.2.2 Ultimo 2013: Beurs-NV's te Amsterdam (percentages) .....	29
2.2.3 Ultimo 2013: Beurs-NV's in den vreemde (percentages).....	30
2.3 De stapeling van beschermingsmaatregelen per beurs-NV .....	31
2.3.1 Ultimo 2014: Beurs-NV's te Amsterdam .....	31
2.3.2 Ultimo 2013: Beurs-NV's te Amsterdam .....	31
2.3.3 Ultimo 2013: Beurs-NV's in den vreemde .....	32
2.4 De archetypen beschermingsmaatregelen .....	33
2.4.1 Ultimo 2014: Beurs-NV's te Amsterdam .....	33
2.4.2 Ultimo 2013: Beurs-NV's te Amsterdam .....	34
2.4.3 Ultimo 2013: Beurs-NV's in den vreemde .....	35
2.5 De bescherming afgezet tegen aandelenbelang grootaandeelhouders .....	36
2.6 De naleving van BPB IV.3.11 van de Code .....	38
2.7 De samenstelling van de stichtingsbesturen .....	42
2.7.1 Stichtingsbesturen bij preferente beschermingsaandelen.....	42
2.7.2 Stichtingsbesturen bij prioriteitsaandelen.....	42
2.7.3 Stichtingsbesturen bij certificering van aandelen .....	42
<b>DEEL 3: CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN .....</b>	<b>44</b>
Concluderende opmerkingen en beleidsmatige aanbevelingen .....	45
<b>BIJLAGEN .....</b>	<b>47</b>
Bijlage I: Overzicht van de onderzochte beurs-NV's .....	48
Bijlage II: Overzicht van de niet nalevende beurs-NV's.....	53
Bijlage III: Overzicht van mutaties van beurs-NV's.....	54

## WOORD VOORAF

Het onderwerp 'beschermingsmogelijkheden van Nederlandse beursvennootschappen' is hoogst actueel. De afgelopen jaren zijn er enige spraakmakende (pogingen tot) overnames geweest, waarbij beschermingsmaatregelen een rol hebben gespeeld. Twee van de meest in het oog springende voorbeelden daarvan betroffen de poging van América Móvil, S.A.B. de C.V. ('América Móvil') om Koninklijke KPN N.V. ('KPN') over te nemen en de recent gevoerde procedure tussen Boskalis Holding B.V. en Fugro N.V. om de wenselijkheid van één van de beschermingsmaatregelen die laatstgenoemde vennootschap kent op de algemene vergadering ter stemming voor te leggen aan haar aandeelhouders.<sup>1</sup> Eveneens is de uitoefening van het optierecht door de stichting Stichting Preferred Shares Mylan op 23 juli 2015 niet onopgemerkt gebleven. Door de uitoefening van het optierecht werden preferente aandelen in het kapitaal van Mylan N.V. – een beursvennootschap die sinds begin dit jaar statutair in Nederland is gevestigd – verworven.<sup>2</sup>

In het Rapport Monitoring Boekjaar 2013 worden beschermingsmaatregelen aangewezen als een onderwerp waaraan de Monitoring Commissie Corporate Governance (de 'Monitoring Commissie') voornemens is extra aandacht te besteden:

*"Beschermingsmaatregelen zijn relevant voor de Code. Ze beperken de macht van de aandeelhouder en beïnvloeden daarmee de reguliere verhoudingen in de driehoek van bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouder."*<sup>3</sup>

In dit onderzoeksrapport zijn de resultaten opgenomen van een onderzoek, verricht in opdracht van de Monitoring Commissie, op het terrein van beschermingsmogelijkheden voor Nederlandse beursvennootschappen ('beurs-NV's').<sup>4,5</sup> De vraag die daarbij centraal stond is de volgende: op welke wijze wordt door Nederlandse beurs-NV's in de praktijk invulling gegeven aan de mogelijkheden tot bescherming die de Nederlandse wet- en regelgeving biedt en welke informatie wordt daarover verstrekt op grond van de Nederlandse Corporate Governance Code<sup>6</sup> (de 'Code')? De nadruk ligt daarbij, zoals ook uit de onderzoeksvraag blijkt, op de *juridische* mogelijkheden tot bescherming. Het begrip 'bescherming(smaatregel)' is in dat kader ruim opgevat<sup>7</sup>; het ziet niet alleen op mogelijkheden van (het bestuur van) een beurs-NV om zich te verweren tegen onwelgevallige overnames, maar ook op andere mogelijkheden die door wet- en regelgeving worden geboden om de uitoefening door aandeelhouders van rechten verbonden aan gewone aandelen te beperken.<sup>8</sup> Naast het bestaan van juridische beschermingsmogelijkheden kan in de praktijk sprake zijn van 'bescherming' van een beurs-NV vanwege economische omstandigheden, in het bijzonder bij aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder die (het bestuur van) de beurs-NV welgevallig is. Hoewel onderzoek naar dergelijke vormen van (niet-juridische) bescherming buiten het bereik van dit onderzoek valt, wordt aan enkele aspecten van die vormen van bescherming aandacht geschonken.<sup>9</sup>

Beantwoording van de onderzoeksvraag heeft plaatsgevonden in drie delen. Het eerste deel van dit onderzoek bestaat uit een literatuurstudie. In dat deel – **Deel 1** – wordt een overzicht gegeven van de ontwikkelingen in de juridische en rechtseconomische literatuur en in de wet- en regelgeving met betrekking tot de geconstateerde 'golven' in de opvattingen ten aanzien van de (on)wenselijkheid van het gebruik van beschermingsmogelijkheden door beurs-NV's. Daarbij wordt eveneens aandacht geschonken

<sup>1</sup> Vonnis in kort geding van 17 maart 2015 van de voorzieningenrechter Den Haag, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452. Tevens opgenomen in *JOR* 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak en besproken in *Ondernemingsrecht* 2015/60 door R.A.F. Timmermans.

<sup>2</sup> Zie het persbericht van 23 juli 2015, te vinden op <http://www.prefs-mylan.nl/wp-content/uploads/2015/05/150723-press-release-ENG.pdf>. Waarover ook *Het Financieele Dagblad* van 24 juli 2015, p. 13, 'Stichting trekt beschermingswal op rond Mylan'. Deze stichting heeft uiteindelijk niet van het stemrecht gebruik gemaakt op de algemene vergadering van 28 augustus 2015. Zie het persbericht van 26 augustus 2015, te vinden op [www.prefs-mylan.nl/wp-content/uploads/2015/05/Stichting-Preferred-Shares-Mylan-will-not-use-voting-rights.docx](http://www.prefs-mylan.nl/wp-content/uploads/2015/05/Stichting-Preferred-Shares-Mylan-will-not-use-voting-rights.docx). Zie ook *Het Financieele Dagblad* van 28 juli 2015, p. 11, 'Farmabedrijf Teva trekt miljardenbod op Mylan in'.

<sup>3</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance, Rapport Monitoring Boekjaar 2013, januari 2015, p. 54, te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=2535&download=1>.

<sup>4</sup> In dit onderzoeksrapport wordt onder een beurs-NV verstaan de naamloze vennootschap ('NV') of Europese vennootschap ('SE') die statutair in Nederland is gevestigd en waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem. Het literatuuroverzicht over het onderwerp 'bescherming(smaatregelen)' beoogd, gezien de omvang van de verschenen literatuur over dit onderwerp, niet uitputtend te zijn.

<sup>5</sup> Dit onderzoeksrapport is afgesloten per 4 september 2015.

<sup>6</sup> In dit rapport wordt de thans geldende Code – de in 2003 tot stand gebrachte Nederlandse Corporate Governance Code, inclusief de daarin aangebrachte aanpassingen in 2008 – aangeduid als de 'Code'. De oorspronkelijke Nederlandse Corporate Governance Code uit 2003 duiden wij aan als de 'Code 2003'.

<sup>7</sup> Zie voor een vergelijkbare ruime omschrijving: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 631. Wij spreken in dit rapport over 'bescherming(smaatregel)' en niet over 'beschermingsconstructie' omdat de eerstgenoemde term naar onze mening een minder normatieve lading heeft.

<sup>8</sup> Hierbij past een nuancering. In dit onderzoek is geen systematisch onderzoek gedaan naar statutaire bepalingen die zien op bindende voordrachten of gekwalificeerde meerderheden. Evenmin zijn (statutaire) stemrechtbeperkingen van beurs-NV's onderzocht. Toch kunnen van deze bepalingen beschermende werking, als bedoeld in de hierboven omschreven zin, uitgaan.

<sup>9</sup> Wij verwijzen met name naar **Paragraaf 1.4.2** van **Deel 1** hierna.

aan enkele actuele ontwikkelingen. In **Deel 2** van dit rapport zijn de uitkomsten opgenomen van een empirische studie naar het gebruik van beschermingsmaatregelen door beurs-NV's in de praktijk. Onderzocht is van welke beschermingsmogelijkheden in de praktijk gebruik gemaakt wordt c.q. kan worden door beurs-NV's met (primaire) beursnotering te NYSE Euronext Amsterdam ('Euronext')<sup>10</sup> per ultimo 2013 en ultimo 2014 en door beurs-NV's in den vreemde<sup>11</sup> per ultimo 2013. Daarbij is gekeken naar diverse aspecten van de vormen van bescherming die zijn onderzocht – waaronder de mate van 'stapeling' van diverse beschermingsmaatregelen per beurs-NV en de samenstelling van de stichtingsbesturen – en is nagegaan of, en in welke mate, beurs-NV's met primaire notering op Euronext Best Practice Bepaling ('BPB') IV.3.11 van de Code in boekjaar 2014 hebben nageleefd. Ten slotte bevat **Deel 3** van dit rapport enkele concluderende opmerkingen naar aanleiding van de uitkomsten van de in de daaraan voorafgaande delen opgenomen informatie.

---

<sup>10</sup> Het betreft zowel een notering aan de door Euronext gehouden gereguleerde markt als aan Alternext Amsterdam. Uiterlijk eind 2015 zal Alternext Amsterdam worden gesloten.

<sup>11</sup> Onder de beurs-NV in den vreemde wordt in dit onderzoek verstaan een statutair in Nederland gevestigde NV of SE wier (certificaten van) aandelen primair zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem gelegen buiten Nederland. In het onderzoek zijn niet betrokken beurs-NV's in den vreemde waarvan de (certificaten van) aandelen uitsluitend zijn toegelaten tot een (buiten Nederland gelegen) multilaterale handelsfaciliteit.

## **DEEL 1: LITERATUUR ONDERZOEK**

## 1.1 INLEIDING

Het onderwerp 'bescherming' heeft zich in de juridische literatuur de afgelopen decennia op veel aandacht mogen verheugen. Verwonderlijk is dat niet. De mogelijkheden voor (het bestuur van) een beurs-NV om zich te beschermen tegen een onwelgevallige overname raakt het bestaan van de beurs-NV in het hart. De vraag of, en onder welke voorwaarden, bescherming van de beurs-NV's noodzakelijk dan wel gerechtvaardigd is, is daarmee een kernvraag – wellicht zelfs dé kernvraag – van het vennootschapsrecht en corporate governance.

De afgelopen decennia is een grote hoeveelheid aan juridische en rechtseconomische literatuur verschenen waarin is getracht de bovenstaande vraag te beantwoorden.<sup>12</sup> Door de wetgever – zowel nationaal als Europees<sup>13</sup> – zijn pogingen ondernomen om voorwaarden te stellen aan het gebruik van beschermingsmaatregelen door beurs-NV's. Uiteindelijk is het kader voor het gebruik van beschermingsmaatregelen tot stand gekomen in de jurisprudentie, waarbij met name de beschikking van de Hoge Raad van 18 april 2003 inzake RNA<sup>14</sup> bepalend is.

Bij de totstandkoming van de Code 2003 is door de (toenmalige) Commissie Corporate Governance in onderdeel 57 van de verantwoording van het werk van de Commissie opgemerkt dat regulering van gebruik van beschermingsmaatregelen een wettelijke regeling vergt en zich niet leent voor opname in een code:

*"Gelet op het feit dat in dergelijke situaties de toekomst van de vennootschap op het spel staat en het spel op het scherpst van de snede wordt gespeeld, is de commissie van mening dat deze situaties een wettelijke regeling vergen. Zelfregulering via een corporate governance code is hiervoor een te zwak instrument en daarom niet geschikt."*<sup>15</sup>

Hoewel de Code, om bovengenoemde reden, het gebruik van beschermingsmaatregelen niet regelt, bevat de Code wel een Principe en Best Practice Bepaling die richtinggevend zijn voor de zienswijze van de (toenmalige) Commissie Corporate Governance over het gebruik van beschermingsmaatregelen. Zo bepaalt Principe IV.2 bijvoorbeeld dat "[c]ertificering van aandelen (...) een middel [is] om te voorkomen dat door absenteïsme van aandeelhouders een (toevallige) minderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel." En verder bepaalde BPB IV.3.9 van de Code 2003 – thans BPB IV.3.11 van de Code – dat "[h]et bestuur (...) in het jaarverslag een overzicht [geeft] van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van de zeggenschap over de vennootschap en geeft daarbij aan onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen naar verwachting kunnen worden ingezet." Daarnaast deed de (toenmalige) Commissie Corporate Governance aan de wetgever de aanbeveling om het vraagstuk van toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen wettelijk te regelen:

*"Uitgangspunt van een wettelijke regeling zou naar het oordeel van de commissie moeten zijn dat beschermingsconstructies nuttig en aanvaardbaar kunnen zijn, mits zij een tijdelijk karakter hebben en niet worden aangewend om de positie van het zittende bestuur te beschermen. De wetgever zou bij de uitwerking van dit principe verder moeten bepalen dat beschermingsconstructies niet worden gebruikt om (financiële) voordelen voor bestuurders en/of commissarissen te*

<sup>12</sup> Van belang zijn met name (onder veel meer) de juridische dissertaties van R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, diss. Nijmegen 1989, M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames*, diss. UvA 2010 en van G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, diss. EUR 2013, allen met vele verdere verwijzingen. Daarnaast verscheen in de juridische literatuur in 2004 het themanummer van het tijdschrift *Ondernemingsrecht* 'Definitieve dertiende EG-richtlijn' en in 2008 het *Handboek Openbaar Bod* (red. M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have en L.J. Hijmans van den Bergh) met uiteenlopende artikelen. Wat de (rechts)economische literatuur betreft kan worden gewezen op het door CentER verrichtte onderzoek uit 2000, in opdracht van het ministerie van Financiën, *Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van beursvennootschappen* en het onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur van oktober 2007 getiteld *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen* (auteurs C.F. Van der Elst, A. de Jong en M.J.G.C. Raaijmakers). Zie in de internationale literatuur – met verdere verwijzingen – S. Deakin en A. Singh, 'The Stock Market, The Market for Corporate Control and The Theory of The Firm: Legal and Economic Perspectives and Implications for Public Policy', te vinden op <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.167.5918&rep=rep1&type=pdf>, L. Enriques, R.J. Gilson en A.M. Paces, The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union), *Harvard Business Law Review* 2014, 4(1), p. 85-127 en Straska en Waller, Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature, 22 January 2013, te vinden op <http://ssrn.com/abstract=2103770>, met een inventarisatie van een grote hoeveelheid economische onderzoeken naar het effect van beschermingsmaatregelen op de waarde van ondernemingen. Meer literatuurverwijzingen zijn opgenomen in de volgende paragrafen.

<sup>13</sup> Van belang zijn met name het wetsvoorstel 'betwiste overnames' (Kamerstukken 25 732), de Europese Overnamerichtlijn (Richtlijn 2004/25/EG) en de implementatie van die richtlijn in de Nederlandse wet- en regelgeving op 28 oktober 2007 door het de Overnamewet (Wet van 24 mei 2007, *Stb.* 2007, 202. Kamerstukken 30 419).

<sup>14</sup> HR 8 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer; *JOR* 2003/110 m.nt. J.M. Blanco Fernández.

<sup>15</sup> Verantwoording van het werk van de commissie, De Nederlandse Corporate Governance Code, Commissie Corporate Governance 9 december 2003, p. 59, te vinden op <http://www.mccg.nl/download/?id=1049>.

*bewerkstelligen, zij alleen worden ingezet in overnamesituaties ten einde een gelijk speelveld te creëren in de onderhandelingen met de bieder en dat de beschermingsconstructies na een beperkte periode (te denken valt aan zes maanden) na het opwerpen daarvan weer worden ingetrokken.*"<sup>16</sup>

Sinds de totstandkoming van de Code 2003 is inmiddels bijna twaalf jaar verstreken. Gedurende die periode is het debat in de juridische en rechtseconomische literatuur – en ook in de politiek – over de wenselijkheid voor beurs-NV's om beschermingsmaatregelen te kunnen nemen, en de voorwaarden waaronder dat kan gebeuren, doorgedaan.

Vastgesteld kan worden dat de maatschappelijke opvattingen hierover, mede vanwege economische ontwikkelingen, aan verandering onderhevig zijn. Een illustratie hiervan wordt gevormd door de aandacht die de Monitoring Commissie aan het onderwerp 'bescherming' besteedt bij de aanpassingen van de Code 2003 die in 2008 tot stand werden gebracht. Zo wordt sindsdien in de preambule van de Code opgemerkt dat de uitgangspunten die aan de Code ten grondslag liggen:

*"(...) spanning met zich mee [kunnen] brengen tussen enerzijds het bestuur en de raad van commissarissen, die het belang van de vennootschap behoren te dienen en daarover verantwoording afleggen aan de algemene vergadering, en anderzijds aandeelhouders die in principe hun eigen belangen mogen nastreven. (...) Onder meer in overnamesituaties komt de hierboven genoemde spanning tot uiting. De praktijk leert dat bij de afwegingen van alternatieven in overnamesituaties de hoogste prijs voor de aandelen vaak zwaar weegt. Bij het nemen van beslissingen zullen evenwel ook andere relevante belangen voldoende moeten worden meegewogen."*<sup>17</sup>

In de verantwoording van het werk van de Monitoring Commissie bij de aanpassing van de Code 2003 wordt daarnaast opgemerkt dat:

*"[s]inds het van kracht worden van de Code in 2004 (...) Nederlandse beursvennootschappen in toenemende mate onder invloed [zijn] gekomen van de 'market for corporate control' (fusies en overnames). Vooral de aandelen in grote Nederlandse beursvennootschappen zijn voor het overgrote deel in handen van buitenlandse aandeelhouders. Veel ondernemingen hebben – al dan niet onder druk van de markt – hun beschermingsconstructies ontmanteld, bijvoorbeeld door bepaalde vormen van certificering af te schaffen. Aandeelhouders hebben zich actiever opgesteld en meer van hun rechten gebruik gemaakt. Nederlandse beurs-NV's hebben kennis gemaakt met (relatief) nieuwe typen aandeelhouders: private equity partijen, hedge funds, en staatsfondsen. Dit heeft in sommige gevallen geleid tot conflicten tussen bestuur (en raad van commissarissen) en aandeelhouders over de strategie, uitmondend in procedures bij de Ondernemingskamer en de Hoge Raad."*<sup>18</sup>

Verder komt de aanbeveling aan de wetgever om de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen wettelijk te regelen, welke in 2003 werd gedaan, in 2008 niet meer terug. Dat is overigens niet onlogisch gezien de parlementaire geschiedenis bij de totstandkoming van de Overnamewet (waarover meer uitvoerig **Paragraaf 1.3.2** hierna).<sup>19</sup>

Gezien deze aandacht voor het onderwerp 'bescherming' in (de totstandkoming van) de Code 2003 en bij de aanpassingen van de Code 2003 die in 2008 zijn aangebracht, ligt het voor de hand om aan de vooravond van een voorgenomen aanpassing van de Code te bezien op welke wijze beurs-NV's anno 2015 in de praktijk invulling geven aan de mogelijkheden tot bescherming die de Nederlandse wet- en regelgeving biedt en welke informatie daarover op grond van de Code wordt verstrekt. Alvorens daaraan – in **Deel 2** van dit rapport – aandacht te schenken, schetsen wij in de hierna volgende hoofdstukken van dit deel enige ontwikkelingen in de juridische en rechtseconomische literatuur en in de wet- en regelgeving over de 'golven' in de opvattingen over de (on)wenselijkheid van beschermingsmogelijkheden voor beurs-NV's.

<sup>16</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Commissie Corporate Governance 9 december 2003, p. 59, te vinden op <http://www.mccg.nl/download/?id=1049>.

<sup>17</sup> Onderdelen 10 en 11 van de preambule van de Code 2008. Deze passages in de preambule zijn nieuw ten opzichte van de oorspronkelijke Code uit 2003.

<sup>18</sup> Zie de Verantwoording van het werk van de Commissie, Monitoring Commissie Corporate Governance 2008, p. 47, te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=609>.

<sup>19</sup> Wel wordt bij de aanpassing van de Code 2003 aan de wetgever de aanbeveling gedaan om "te bezien of het mogelijk is de Nederlandse biedingsregels zodanig aan te passen dat een vennootschap niet langer dan nodig onderhevig is aan overnamespeculaties", zie Aanbeveling nummer 4 aan de wetgever, Monitoring Commissie Corporate Governance 2008, p. 45, te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=609>.



## 1.2 BEKNOPT OVERZICHT VAN ARCHETYPEN BESCHERMING IN DE JURIDISCHE LITERATUUR

### 1.2.1 DE BELANGRIJKSTE DRIEDELING: PREFERENTE AANDELEN, CERTIFICERING EN PRIORITEITSAANDELEN

In de juridische literatuur is een groot aantal uiteenlopende instrumenten, structuren en constructies beschreven die voor beurs-NV's kunnen dienen als beschermingsmaatregel.<sup>20</sup> Doorgaans worden, in aansluiting bij de in de praktijk van beurs-NV's meest voorkomende typen beschermingsmaatregelen, onderscheiden: (i) (uitgifte van) preferente aandelen, (ii) certificering van aandelen en (iii) prioriteitsaandelen.<sup>21</sup>

#### (i) *Uitgifte van preferente aandelen*

Indien de statuten van de beurs-NV dat toestaan, kunnen preferente aandelen worden uitgegeven.<sup>22</sup> Deze kunnen als beschermingsmaatregel dienen – en worden om die reden in de praktijk dan ook als zodanig toegepast – doordat het stemrecht op aandelen, dus ook op preferente aandelen, is gekoppeld aan de nominale waarde van de aandelen, terwijl de uitgifteprijs van de preferente aandelen een stuk lager kan zijn dan de prijs waarvoor de (potentiële) overnemer gewone aandelen ter beurze dient te verwerven. Hierdoor kan tegen relatief lage kosten een groot stembelang worden verworven, waarbij bovendien bij uitgifte van de preferente aandelen het voorkeursrecht van art. 2:96a lid 2 en 3 van het Burgerlijk Wetboek ('BW') kan worden uitgesloten.

Door een optie op het nemen van preferente aandelen toe te kennen aan een onafhankelijke, doch de beurs-NV goed gezinde, stichting is de beschermingsmogelijkheid een feit. Het is met name deze (potentiële) beschermingsmaatregel die in de praktijk bij veel beurs-NV's wordt aangetroffen.<sup>23</sup> Zie hierover nader **Deel 2** van dit rapport.

De mogelijkheid om preferente beschermingsaandelen uit te geven dient in de statuten van de vennootschap te zijn voorzien. Dit betekent dat het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap uit ten minste twee soorten aandelen moet bestaan: gewone aandelen en preferente aandelen. Pas als preferente aandelen volgens de statuten tot het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap behoren, het bestuur van de vennootschap als bevoegd orgaan tot uitgifte van preferente aandelen is aangewezen en een beschermingsstichting is opgericht, kan de call-optie op het nemen van deze aandelen aan de stichting worden verleend. Onder normale omstandigheden zijn geen preferente beschermingsaandelen uitgegeven. Uitgifte zal alleen plaatsvinden indien de beschermingsstichting de call-optie op het nemen van deze aandelen gaat uitoefenen. Er kunnen daarom twee fases worden onderscheiden in het bestaan van deze beschermingsmaatregel: een passieve fase (preferente beschermingsaandelen zijn niet uitgegeven) en een actieve fase (preferente beschermingsaandelen zijn uitgegeven en staan uit). Deze fases kunnen, afhankelijk van de omstandigheden, elkaar afwisselen. Voordat de call-optie op het nemen van preferente beschermingsaandelen uitgeoefend kan worden, moet de procedure van de totstandkoming van deze beschermingsmaatregel worden doorlopen. Omdat toekenning van de call-optie instemming van de algemene vergadering behoeft, vindt toekenning van de call-optie op het nemen van preferente beschermingsaandelen doorgaans plaats voorafgaand aan de beursnotering van de (gewone) aandelen.<sup>24</sup>

#### (ii) *Certificering van aandelen*

Een in het Nederlandse vennootschapsrecht veel voorkomende situatie is het gebruik van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen. In die situatie worden de aandelen van de beurs-NV uitgegeven aan een administratiekantoor – doorgaans een stichting – waarbij vervolgens de door dit administratiekantoor uitgegeven certificaten tot de handel van de

<sup>20</sup> Zie bijvoorbeeld Voogd (1989), Van Ginneken (2010), p. 23-37, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 631 e.v. en B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht* (Deel 1), Deventer 2013, §76.

<sup>21</sup> Andere indelingen zijn ook mogelijk. Bijvoorbeeld in het onderscheid doorlopend actief (permanent) versus potentieel inzetbaar (latent aanwezig en activeerbaar) of in het onderscheid statutair versus buitenstatutair. Zie voor dergelijke indelingen: Assink | Slagter 2013, (Deel 1), §76. De navolgende teksten in dit hoofdstuk hebben deels ten grondslag gelegen aan §76 van Assink | Slagter.

<sup>22</sup> Zie hierover meer uitvoerig P.J. Dortmund, Beschermingsprefs, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 619-640 en Van Ginneken (2010), p. 30-33.

<sup>23</sup> Een onderscheid kan worden gemaakt tussen de "call-optie" (waarbij de beschermingsstichting de optie uitoefent) en een "put-optie" (welke de beurs-NV het recht geeft om preferente beschermingsaandelen bij een stichting te plaatsen). De laatste variant komt steeds minder voor in de praktijk. Zie hierover ook **Paragraaf 1.4.1** hierna.

<sup>24</sup> Voor de beschermingsstichting is ook de invoering van het verplicht bod (op grond van art. 5:71 van de Wet op het financieel toezicht ('Wft')) relevant. In art. 5:71 Wft is een uitzondering op de biedplicht opgenomen voor 'de van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming' – mits deze de aandelen na aankondiging van het openbaar bod maximaal twee jaar gaat houden ter bescherming van de doelvennootschap (art. 5:71, lid 1, onderdeel c Wft). Zie verder over de gevolgen van de invoering van het verplicht bod op de effectiviteit van preferente beschermingsaandelen P.J. Dortmund, 'Beschermingsprefs', in: *Handboek Openbaar Bod*, Deventer 2008, p. 640-641.

Zie voor twijfels over de effectieve werking van preferente aandelen als beschermingsmaatregel B.T.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme*, oratie Maastricht 2008, p. 43 e.v. en Lessen uit geprivatiseerde KPN voor te privatiseren ABN, *NJB* 2014/74.

gereguleerde markt worden toegelaten.<sup>25</sup> In Boek 2 BW wordt op verschillende plaatsen rekening gehouden met de mogelijkheid van certificering. Zo komt aan de houders van certificaten van aandelen onder andere het recht toe op het bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders (indien ten minste 10% van het geplaatste kapitaal wordt vertegenwoordigd, ex art. 2:110, leden 1 en 2 BW) en tot agendering van onderwerpen op de algemene vergadering van aandeelhouders (ex art. 2:114a, leden 1 en 2 BW). Art. 2:118a BW bepaalt verder dat een certificaathouder op zijn verzoek door het administratiekantoor wordt gevolmachtigd het stemrecht verbonden aan het aandeel uit te oefenen.

Het beschermende karakter van certificering is erin gelegen dat in een situatie van 'oorlogstijd' – zoals omschreven in art. 2:118a, lid 2 BW, waarin onder meer de aankondiging van een openbaar bod zonder dat daarover overeenstemming is bereikt met de beurs-NV is opgenomen – de volmacht door het administratiekantoor kan worden beperkt of uitgesloten.<sup>26</sup> Zoals hierna in **Hoofdstuk 3** wordt besproken, was in het voorstel voor de Overnamewet een aanpassing van art. 2:118a BW opgenomen die erin voorzorg dat deze in lid 2 van art. 2:118a BW opgenomen mogelijkheid tot beperking c.q. uitsluiting van de stemvolmacht werd geschrapt.<sup>27</sup> In de uiteindelijke Overnamewet is die schrapping vervallen. Wel bepaalt BPB IV.2.8 van de Code – ook thans nog – dat:

*“Het administratiekantoor (...) zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten [verleent] aan certificaathouders die daar om vragen. Iedere certificaathouder kan het administratiekantoor een bindende steminstructie geven voor de aandelen die het administratiekantoor voor hem houdt.”*

Het beschermende effect van certificering is door lid 2 van art. 2:118a BW enigszins ingeperkt<sup>28</sup>, hetgeen te meer geldt indien de beurs-NV BPB IV.2.8 van de Code toepast. Tegelijkertijd blijft, ook bij toepassing van deze Code-bepaling door een beurs-NV, van certificering nog enige beschermende werking uitgaan, omdat met certificering voorkomen kan worden dat vanwege absenteïsme een toevallige meerderheid in de aandeelhoudersvergadering de besluitvorming naar haar hand zet. In dit onderzoek is om die reden certificering van aandelen als bescherming(smaatregel) beschouwd. Uit het in **Deel 2** van dit onderzoek opgenomen overzicht blijkt dat per ultimo 2014 door veertien beurs-NV's (met primaire notering te Amsterdam) certificering wordt toegepast. Van die veertien beurs-NV's passen acht tevens BPB IV.2.8 van de Code toe. Dat wil zeggen, bij acht van de veertien beurs-NV's met certificering wordt een certificaathouder op zijn verzoek door het administratiekantoor onder alle omstandigheden gevolmachtigd om het stemrecht verbonden aan het aandeel uit te oefenen. Wij verwijzen voorts naar **Paragraaf 2.4.1**.

### *(iii) Prioriteitsaandelen*

Bij prioriteitsaandelen<sup>29</sup> gaat het om aandelen van de beurs-NV van een bijzonder soort waaraan 'speciale' zeggenschapsrechten zijn toegekend. Doorgaans gaat het daarbij om het in de statuten opgenomen recht dat benoeming van een of meer bestuurders of commissarissen plaatsvindt op basis van een bindende voordracht die wordt gedaan door houders van deze prioriteitsaandelen. Ook ten aanzien van structuurwijzigingen van de beurs-NV – zoals de wijziging van statuten of de uitgifte van aandelen – kan zijn bepaald dat deze slechts door de algemene vergadering kunnen worden genomen op voorstel van de houders van prioriteitsaandelen. Om continuïteitsredenen worden prioriteitsaandelen doorgaans gehouden door een onafhankelijke, doch het bestuur van de beurs-NV goedgezinde, stichting.<sup>30</sup>

De geschiedenis van het gebruik van prioriteitsaandelen gaat ver terug in de historie van het Nederlandse vennootschapsrecht. Zo werd door de Koninklijke Olie – een van de voorgangers van Royal Dutch Shell plc. – reeds in 1898 van prioriteitsaandelen gebruik

<sup>25</sup> Zie hierover Van Ginneken (2010), D.F.M.M. Zaman, De nieuwe rol van de stichting administratiekantoor, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 643-663 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 638.

<sup>26</sup> Op grond van lid 3 van art. 2:118a BW kan van die beperking of uitsluiting alleen gebruik worden gemaakt indien sprake is van een stichting waarvan het bestuur in meerderheid 'onafhankelijk' is van de beurs-NV. Hierover ook D.F.M.M. Zaman, De nieuwe rol van de stichting administratiekantoor, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 656, met verdere verwijzingen.

<sup>27</sup> Die schrapping was in overeenstemming met Aanbeveling 11 van de Commissie Corporate Governance in 2003, zie de Nederlandse Corporate Governance Code, Commissie Corporate Governance 9 december 2003, p. 65, te vinden op <http://www.mccg.nl/download/?id=1049>.

<sup>28</sup> Zie ook Van Ginneken (2010), p. 33-34. Voorafgaand aan de invoering van lid 2 van art. 2:118a BW – in 2004 bij de aanpassing van de structuurwet, zoals hieronder in **Paragraaf 1.2.3** wordt besproken – kon sprake zijn van administratievoorwaarden die erin voorzagen dat certificaten slechts beperkt royeerbaar waren en dat aan de omwisseling bepaalde beperkingen waren gesteld. Dergelijke regelingen werden ook wel aangeduid als 'X%-regeling'. Zie hierover ook Voogd (1989), p. 23-25. Als gevolg van de invoering van de regeling van de stemvolmacht in lid 2 van art. 2:118a BW in 2004 is het belang van 'X%-regelingen' (verder) afgenomen. Deze vorm van bescherming is in dit onderzoek om die reden niet onderzocht. Uit het onderzoek van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 56, bleek overigens reeds dat in de periode 1992-2006 het percentage beurs-NV's dat een 'X%-regelingen' kende, afnam tot 1%.

<sup>29</sup> Zie art. 2:92 lid 3 BW.

<sup>30</sup> Zie meer uitvoerig over prioriteitsaandelen: Van Ginneken (2010), p. 28-30, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 642-643 en Assink | Slagter 2013, (Deel 1), §30.

gemaakt.<sup>31</sup> In het kader van dit onderzoek zijn prioriteitsaandelen alleen dan als bescherming(smaatregel) gekwalificeerd indien aan die aandelen, ten opzichte van de gewone aandelen van dezelfde beurs-NV, 'speciale' zeggenschapsrechten – zoals hierboven omschreven - zijn verbonden.<sup>32</sup>

### 1.2.2 ANDERE TYPEN BESCHERMINGSMAATREGELEN

Naast de hiervoor beschreven drie typen beschermingsmaatregelen zijn ook andere vormen van bescherming(smaatregelen) denkbaar. De invloed van aandeelhouders bij een beurs-NV kan bijvoorbeeld worden ingeperkt door een stemrechtbeperking, hetgeen ertoe leidt dat onafhankelijk van het aantal aandelen dat een aandeelhouder houdt slechts een bepaald percentage van de stemrechten kan worden uitgebracht.<sup>33</sup> Ook is veel geschreven over de, in de praktijk weinig toegepaste, zogenoemde 'pandora constructies': uiteenlopende (onverplichte) besluiten die het bestuur van beurs-NV waarop een vijandig bod dreigt, kan nemen om de beurs-NV als overnameprooi onaantrekkelijk(er) te maken. Gedacht kan daarbij worden aan *poison pills* en *crown jewels* constructies waarbij belangrijke vermogensbestanddelen de doelvennootschap bij het slagen van het bod verlaten.<sup>34</sup>

De relevantie van het als beurs-NV statutair 'beschermd' danwel 'onbeschermd' zijn, is toegenomen door artt. 2:359a tot en met 2:359d BW die als gevolg van de inwerkingtreding van de Overnamewet in 2007 in de Nederlandse wetgeving zijn opgenomen. Art. 2:359b BW schrijft voor dat een vennootschap statutair kan bepalen dat geen handelingen zullen worden verricht die het slagen van een openbaar bod als bedoeld in de Wft<sup>35</sup> kunnen frustreren, in het geval een dergelijk openbaar bod wordt aangekondigd.<sup>36</sup> Onderdeel van deze keuze om 'statutair onbeschermd' te zijn, is de bepaling dat 'statutaire beperkingen van de overdracht van aandelen en beperkingen van de overdracht van aandelen die tussen de vennootschap en haar aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling zijn overeengekomen, niet gelden jegens de bieder wanneer hem tijdens de periode voor aanvaarding van een openbaar bod aandelen worden aangeboden'.<sup>37</sup> Ook kunnen de statuten bepalen dat de houder van aandelen die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, bevoegd is op korte termijn na gestanddoening van het openbaar bod een algemene vergadering bijeen te roepen waarin bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet gelden.<sup>38</sup> De achtergrond van art. 2:359b BW is gelegen in de Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod ('Overnamerichtlijn')<sup>39</sup>, waarin is bepaald dat lidstaten aan beurs-NV's de mogelijkheid moeten bieden om in hun statuten op te nemen dat zij de 'neutraliteitsregel' en 'doorbraakregel' toepassen. Zie daarover ook **Hoofdstuk 3** hierna. Of de beurs-NV daarmee volledig onbeschermd is wordt in de literatuur overigens betwijfeld.<sup>40</sup>

### 1.2.3 TYPERING VAN DE STRUCTUURREGELING

Op beurs-NV's die voldoen aan de drie cumulatieve criteria van art. 2:153 BW is van rechtswege – na een inlooperperiode van drie jaar – de structuurregeling van toepassing.<sup>41</sup> Toepasselijkheid van de structuurregeling heeft onder meer tot gevolg dat benoeming van commissarissen plaatsvindt op (bindende) voordracht van de raad van commissarissen<sup>42</sup> en dat de raad van commissarissen de bestuurders benoemt en ontslaat.<sup>43</sup> Een aantal belangrijke besluiten is van rechtswege aan goedkeuring van de raad van commissarissen onderworpen.<sup>44</sup> De ondernemingsraad heeft een versterkt aanbevelingsrecht voor een derde van de zetels in de raad van commissarissen.<sup>45</sup> Afwijzing van de (bindende) voordracht door de algemene vergadering kan alleen plaatsvinden bij

<sup>31</sup> Hierover Van Ginneken (2010), p. 24-25, met verdere verwijzingen.

<sup>32</sup> Een voorbeeld van een beurs-NV die wel prioriteitsaandelen heeft uitstaan, doch op basis van haar statuten aan die aandelen geen speciale zeggenschapsrechten heeft verbonden, is TKH Group N.V. De prioriteitsaandelen bij TKH Group N.V. zijn om die reden in dit onderzoek niet als bescherming(smaatregel) beschouwd.

<sup>33</sup> De grondslag hiervoor is gelegen in art. 2:118, lid 4 BW. Zie over deze, in zijn woorden, 'drastische beperking van aandeelhoudersinvloed', Van Ginneken (2010), p. 33 met verdere verwijzingen.

<sup>34</sup> Zie meer uitvoerig hierover, met verdere verwijzingen, Van Ginneken (2010), p. 36-38 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 638.

<sup>35</sup> Zie over de precieze reikwijdte van het begrip 'aankondigen' Assink | Slagter (Deel 1), §77.

<sup>36</sup> Zie uitvoerig over deze bepaling: M. van Olffen, De statutair (on) beschermde vennootschap en art. 2:359b BW, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 599-618 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 644 e.v.

<sup>37</sup> Art. 2:359b, lid 1, onderdeel c BW.

<sup>38</sup> Art. 2:359b, lid 2 BW.

<sup>39</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

<sup>40</sup> Zie M. van Olffen, De statutair (on) beschermde vennootschap en art. 2:359b BW, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 601-602.

<sup>41</sup> Zie hierover Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 517 e.v.

<sup>42</sup> Art. 2:158, lid 4 BW.

<sup>43</sup> Art. 2:162 BW.

<sup>44</sup> Art. 2:164 BW.

<sup>45</sup> Art. 2:158, lid 6 en 7 BW. Het 'versterkte' element is erin gelegen dat de raad van commissarissen indien deze bewaar heeft tegen de voordracht bij de Ondernemingskamer dient te verzoeken om het bezwaar gegrond te verklaren.

volstreekte meerderheid van uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste kapitaal.<sup>46</sup> De algemene vergadering kan – in beginsel – geen individuele leden van de raad van commissarissen ontslaan; wel kan het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen worden opgezegd bij volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste kapitaal.<sup>47</sup> Een beurs-NV die niet voldoet aan de criteria van art. 2:153 BW kan vrijwillig de structuurregeling toepassen.<sup>48</sup> In dat geval is de benoemingsregeling van de raad van commissarissen van toepassing en kan ervoor gekozen worden om ook de benoemings- en ontslagregeling van bestuurders van toepassing te laten zijn.

Hoewel over (de toepassing van) de structuurregeling in praktijk discussie bestaat of deze als een beschermingsmaatregel moet worden beschouwd, gaat van de structuurregeling – zoals ook in de literatuur wordt opgemerkt – ‘onmiskkenbaar een beschermend effect’ uit.<sup>49</sup> Met name de oorspronkelijke structuurregeling – *i.e.*, de structuurregeling zoals die gold voor de aanpassingen van 2004, waarover later meer – is aangeduid als ‘zeer effectieve beschermingsmaatregel’.<sup>50</sup> In het verleden werd de structuurregeling dan ook door een groot aantal beurs-NV’s – doorgaans wordt gesproken over circa 40% van de beurs-NV’s – vrijwillig toegepast.<sup>51</sup> Sinds 1999 is de vrijwillige toepassing afgenomen, onder meer naar aanleiding van de maatschappelijke discussie over versterking van de positie van de kapitaalverschaffer.<sup>52</sup>

De structuurregeling werd op 1 oktober 2004 ingrijpend gewijzigd.<sup>53</sup> Alwaar voorheen sprake was van een systeem van coöptatie, werd als gevolg van deze ingrijpende wijziging onder meer aan de algemene vergadering de bevoegdheid toegekend tot benoeming van de leden van de raad van commissarissen. Hoewel door deze wijziging, en enkele andere aanpassingen in de structuurregeling, de positie van de kapitaalverschaffer werd versterkt, wordt ook na de aanpassingen van 2004 doorgaans het standpunt ingenomen dat van de structuurregeling nog een zekere mate van bescherming kan uitgaan.<sup>54</sup> Ook in het licht van de voorgenomen beursgang van ABN AMRO Group N.V. (‘ABN AMRO’) is de toepassing van de structuurregeling als één van de (vier) beschermingsmaatregelen gekwalificeerd.<sup>55</sup> Hoewel over de mate waarin toepassing van de structuurregeling in de praktijk beschermend werkt verschillend kan worden gedacht<sup>56</sup>, wordt toepassing van de structuurregeling door beurs-NV’s zelf in de praktijk soms eveneens als ‘bescherming’ aangeduid.<sup>57</sup>

Bij in het verleden uitgevoerde (empirische) onderzoeken naar (beperking van) zeggenschap van aandeelhouders in beurs-NV’s en beschermingsmaatregelen, wordt de toepassing van de structuurregeling door beurs-NV’s doorgaans als één van de variabelen beschouwd die is onderzocht.<sup>58</sup> Om die reden wordt ook in dit onderzoek aandacht geschonken aan toepassing van de structuurregeling. Zie nader **Deel 2** van dit rapport. Uit dit onderzoek blijkt dat per ultimo 2014 (ultimo 2013) in totaal 33 (34) beurs-NV’s (al dan niet vrijwillig) onderworpen zijn aan de structuurregeling (zijnde 35% (35%) van alle onderzochte beurs-NV’s).

---

<sup>46</sup> Art. 2:158, lid 9 BW.

<sup>47</sup> Art. 2:161a BW.

<sup>48</sup> Art. 2:157 BW.

<sup>49</sup> In deze zin: M. van Olfen, *Beschermingsmaatregelen in de 21<sup>e</sup> eeuw*, oratie Katholieke Universiteit Nijmegen 2000, p. 7.

<sup>50</sup> In die zin Van Ginneken (2010), p. 36.

<sup>51</sup> Aldus Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 519, daarbij duidend op de situatie in 1999. Uit het onderzoek van Honeé/Timmerman (2000), met peildatum 1 januari 1999, blijkt dat op dat moment op 109 van de 184 onderzochte beurs-NV’s (bijna 60% derhalve) de structuurregeling van toepassing was. Het gaat daarbij om volledige toepassing, toepassing van het verzwakte regime en vrijwillige toepassing van de structuurregeling.

<sup>52</sup> Hierover, met verdere verwijzingen, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 519 e.v.

<sup>53</sup> Door, kort gezegd, de Wet tot wijziging van Boek 2 BW in verband met aanpassing van de structuurregeling (Kamerstukken 28 179, Stb. 2004, 370). Zie, met verdere verwijzingen, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nrs. 520 e.v.

<sup>54</sup> Waarover Van Ginneken (2010), p. 34-36.

<sup>55</sup> R. Abma, ‘Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO’, *Ondernemingsrecht* 2015/73.

<sup>56</sup> Zo merken Van Solinge en Nieuwe Weme op dat “[d]e structuurregeling (...) geen volledige bescherming [biedt]; in de op 14 december 2007 afgeschafte Bijlage X van Euronext Rule Book II werd de structuurregeling dan ook niet als beschermingsmaatregel aangemerkt”, zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 637. Overigens bespreken Van Solinge en Nieuwe Weme de structuurregeling wel in de paragraaf met aanduiding ‘Soorten beschermingsconstructies.’ Zie ook Van Solinge en Nieuwe Weme (2006), waarin de vrijwillige toepassing van de structuurregeling onder het kopje ‘Toekomstige beschermingsmogelijkheden’ wordt besproken.

<sup>57</sup> Enkele voorbeelden in de praktijk zijn de passages in het jaarverslag van AFC Ajax N.V. betreffende het boekjaar 2013/2014 en het jaarverslag van Neways Electronics International N.V. betreffende het boekjaar 2014.

<sup>58</sup> Bijvoorbeeld in de juridisch-empirische onderzoeken van Voogd (1989) en Honeé/Timmerman (2000) en in de economisch-empirische onderzoeken van CentER uit 2000 en van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007).

### 1.3 ONTWIKKELINGEN IN DE OPVATTINGEN OVER DE (ON)WENSELIJKHEID VAN BESCHERMING

#### 1.3.1 PERIODE TOT 1989: TOTSTANDKOMING VAN BIJLAGE X FONDSENREGLEMENT

Doorgaans wordt gewezen op de jaren '70 van de vorige eeuw als aanvangspunt van het ontstaan van discussie over de wenselijkheid van en mogelijkheid tot het door beurs-NV's gebruik kunnen maken van beschermingsmaatregelen. Weliswaar had een aantal beurs-NV's in de decennia daarvoor uiteenlopende typen oligarchische regelingen ingevoerd<sup>59</sup>, doch de discussie over de wenselijkheid van beschermingsmaatregelen is met name in 1985 aangezwengeld door de Vereniging voor de Effectenhandel ('VvE') als rechtsvoorganger van Euronext.<sup>60</sup>

De door de VvE aangezwengelde discussie leidde tot een rapport van de commissie-Van der Grinten 1987, opgevolgd door invoering van Bijlage X bij het Fondsenreglement in 1989.<sup>61</sup> In deze beursregelgeving van (de rechtsvoorgangers van) Euronext – laatstelijk, tot en met de inwerkingtreding van de Overnamewet in oktober 2007, in Rulebook II – werd sinds 1989 de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen geregeld. In Bijlage X was onder meer bepaald dat de uitgifte van preferente beschermingsaandelen tot 100% van het geplaatste kapitaal slechts kon worden gecombineerd met prioriteitsaandelen en niet met certificering van aandelen. Ook werden in Bijlage X beperkingen gesteld aan de wijze waarop het bestuur van de stichting waar preferente beschermingsaandelen kunnen worden geplaatst, werd samengesteld. De meerderheid van deze bestuursleden mocht geen bestuurslid of commissaris zijn van de beurs-NV die de aandelen uitgaf.<sup>62</sup>

#### 1.3.2 WETGEVENDE (RE)ACTIE: INDIENING VAN HET WETSVOORSTEL BETWISTE OVERNAMES, ONDERHANDELINGEN OVER DE EUROPESE OVERNAMERICHTLIJN EN IMPLEMENTATIE DAARVAN DOOR DE OVERNAMEWET

De Nederlandse wetgever heeft zich gedurende lange tijd niet expliciet uitgesproken over de vraag onder welke omstandigheden het invoeren van een beschermingsmaatregel door het bestuur van de beurs-NV gerechtvaardigd is.<sup>63</sup> Eind jaren '90 van de vorige eeuw ondernam de wetgever echter een (eerste) poging. In 1996 werd bij de Tweede Kamer het wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap ingediend.<sup>64</sup> Daarin werd de mogelijkheid geopend tot doorbreking van beschermingsmaatregelen. Deze mogelijkheid bestond er kort gezegd uit dat bij het gedurende een jaar bezitten van ten minste 70% van de aandelen in een vennootschap bij de Ondernemingskamer kon worden verzocht om opheffing van de bescherming(smaatregel). Op het wetsvoorstel is veel kritiek verschenen<sup>65</sup> en de parlementaire behandeling vlotte bepaald niet. Mede als gevolg daarvan is het wetsvoorstel gedurende de parlementaire behandeling van het voorstel voor de Overnamewet ingetrokken.<sup>66</sup>

Een tweede poging werd ondernomen in het voorstel voor de Overnamewet. Het voorstel voor deze wet werd ingediend bij de Tweede Kamer op 22 december 2005.<sup>67</sup> De Overnamewet strekt primair tot implementatie van de Overnamerichtlijn.<sup>68</sup> In (het samenstel van) artt. 9, 11 en 12 van de Overnamerichtlijn zijn de voorschriften opgenomen die bepalen of beurs-NV's de mogelijkheid hebben om zich te beschermen tegen ongewenste overnames. In art. 9 Overnamerichtlijn is de zogenoemde 'neutraliteitsregel' opgenomen: de bepaling dat, kort gezegd, het leidinggevend of bestuursorgaan van een vennootschap waarop een overnamebod wordt gedaan, zodra het bod bekend is geworden, alleen beschermingsmaatregelen mag treffen indien het daartoe gemachtigd wordt door de aandeelhoudersvergadering. Art. 11 Overnamerichtlijn bevat vervolgens de zogenoemde

<sup>59</sup> Zie De Jongh (2014), p. 370 e.v. Zoals in **Paragraaf 1.2.1** werd opgemerkt werd reeds in 1898 door Koninklijke Olie besloten tot invoering van een bijzonder preferent aandeel waaraan bijzondere zeggenschapsrechten waren verbonden, onder andere inhoudende een bindend voordrachtsrecht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen en goedkeuringsrechten voor besluiten van de aandeelhoudersvergadering tot statutenwijziging en uitgifte van aandelen. Zie over deze bijzondere aandelen – door hem gekenschetst als zowel preferent aandeel als prioriteitsaandeel ineen – De Jongh (2014), p. 274-276. Hij beschrijft ook de toename van het aantal beurs-NV's dat koos voor toepasselijkheid van prioriteitsaandelen. Zie de Jongh (2014), p. 276 e.v.

<sup>60</sup> Zie hierover Van Ginneken (2010), p. 26 e.v. met verdere verwijzingen.

<sup>61</sup> Hierover ook Voogd (1989), p. 380 e.v. en De Jongh (2014), p. 424 e.v.

<sup>62</sup> Zie over deze regeling uitvoerig: D.C. Buijs, De beursregeling van beschermingsconstructies herzien, *TVVS* 1992, p. 247-251 en P.J. Dortmund, Beschermingsprefs, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 620 en p. 630-631.

<sup>63</sup> Overigens wijst De Jongh (2014), p. 276-277, erop dat bij de invoering van de prioriteitsaandelen door Koninklijke Olie in 1898 van de zijde van het departement van Justitie bezwaren bestonden.

<sup>64</sup> Het zogenoemde 'Wetsvoorstel betwiste overnames' (*Kamerstukken II*, 25 732). Het wetsvoorstel is gedurende de parlementaire behandeling van de Overnamewet ingetrokken.

<sup>65</sup> Zie voor een overzicht: Van Ginneken (2010), p. 26-27.

<sup>66</sup> Bij brief van 12 januari 2006, *Kamerstukken II* 2005/06, 25 732, nr. 23.

<sup>67</sup> *Kamerstukken II*, 30 419. Zie uitvoerig over deze wet, met verwijzingen naar relevante literatuur, Van Ginneken (2010), p. 79 e.v.

<sup>68</sup> Over deze richtlijn: J.W. Winter, De sage van de overnamerichtlijn. Een wat persoonlijk verslag, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 109-122; J.N. Schutte-Veenstra, Europeesrechtelijke aspecten van de dertiende EG-richtlijn, in: *Handboek Openbaar Bod* (2008), p. 123-143 en het themanummer *Ondernemingsrecht* 2004, afl. 10. Zie verder Van Ginneken (2010), p. 72 e.v.

'doorbraakregel': wanneer, kort gezegd, een bieder als gevolg van overnamebod 75% van het stemgerechtigde kapitaal verwerft, kunnen bepaalde voorafgaand aan het bod genomen statutaire en contractuele beschermingsmaatregelen worden doorbroken. Het sluitstuk is ten slotte te vinden in art.12 Overnamerichtlijn. Daarin is ten eerste bepaald dat het aan lidstaten wordt overgelaten om te beslissen of vennootschappen met statutaire vestigingsplaats in de betreffende lidstaat de neutraliteitsregel en/of de doorbraakregel verplicht dienen toe te passen.<sup>69</sup> Daarnaast is in dat artikel de zogenoemde 'wederkerigheidsregel' opgenomen: lidstaten kunnen, kort gezegd, ervoor kiezen om vennootschappen die (vrijwillig of verplicht) de neutraliteitsregel en/of de doorbraakregel toepassen alsnog vrijstellen van deze toepassing wanneer een overnamebod op dergelijke vennootschappen wordt gedaan door een bieder (of door hem gecontroleerde vennootschap) die zelf deze bepalingen niet toepast.

Hoewel de Overnamewet strekt tot implementatie van de Overnamerichtlijn ging het oorspronkelijke voorstel voor de Overnamewet verder dan waartoe de Overnamerichtlijn Nederland verplichtte. In het voorstel voor de Overnamewet dat in 2004 bij de Tweede Kamer werd ingediend, was niet alleen opgenomen dat een houder van aandelen die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, indien zes maanden zijn verstreken nadat het openbaar bod is uitgebracht, bevoegd was een algemene vergadering bijeen te roepen waarin bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet gelden – hetgeen er materieel op neer kwam dat sprake was van een 'automatische doorbraak' van beschermingsmaatregelen.<sup>70</sup> Ook was in het voorstel opgenomen dat te allen tijde een stemvolmacht moest worden toegekend aan houders van met medewerking van de beurs-NV uitgegeven certificaten van aandelen.<sup>71</sup>

De argumenten die de regering in de memorie van toelichting bij het voorstel voor de Overnamewet aanvoert om de 'automatische doorbraak' te verdedigen hebben, zowel in de literatuur als vanuit de praktijk, geleid tot veel kritiek.<sup>72</sup> Dit heeft ertoe geleid dat de regering gedurende de parlementaire behandeling van het voorstel voor de Overnamewet de 'automatische doorbraak' heeft heroverwogen en bij Nota van wijziging heeft geschrapt.<sup>73</sup>

Het antwoord op de vraag of, en in welke mate, inzet van beschermingsmaatregelen toelaatbaar is, is daarmee (weer) aan de rechtspraak over gelaten. Over die rechtspraak is door de regering in 2009 overigens opgemerkt dat zij het uitgangspunt onderschrijft:

*“dat in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke model de ondernemingsleiding een brede, pluriforme afweging dient te maken van alle bij de onderneming betrokken belangen. Ook in een overnamesituatie mag het bestuur niet alleen het belang van de aandeelhouders dienen. Dit is in strijd met de huidige wetgeving en jurisprudentie, maar ook met de Nederlandse Corporate Governance Code.”<sup>74</sup>*

### 1.3.3 NORMATIEF KADER IN DE JURISPRUDENTIE: DE 'RNA'-NORM

Vanwege het ontbreken van een expliciete wettelijke bepaling over de toelaatbaarheid van het gebruik van beschermingsmaatregelen door een beurs-NV in de situatie van een vijandige overname in de wetgeving, is tot op heden de jurisprudentie bepalend voor het antwoord op die vraag. Leidend daarbij is de beschikking van de Hoge Raad inzake *RNA/Westfield*.<sup>75</sup> In die beschikking overwoog de Hoge Raad dat vooropgesteld moet worden:

<sup>69</sup> Wanneer lidstaten er echter voor kiezen dat het haar vennootschappen vrij staat om (één van) deze bepalingen toe te passen, moet ingevolge art. 12, tweede lid, van de overnamerichtlijn aan deze vennootschappen desalniettemin de mogelijkheid worden geboden om vrijwillig te opteren voor toepassing van de neutraliteitsregel en/of de doorbraakregel.

<sup>70</sup> In het voorgestelde art. 2:359c BW. De 'doorbreking' werd bereikt omdat in het tweede lid van het voorgestelde artikel, kort gezegd, was bepaald dat bij het berekenen van het gedeelte van het kapitaal dat de aandeelhouder vertegenwoordigt worden niet meegeteld (i) aandelen die zijn uitgegeven of toegekend na de aankondiging van het openbaar bod (ii) niet-volgestorte aandelen die voldoen aan art. 96a, lid 2, BW en die zijn uitgegeven zonder dat de aandeelhouders een voorkeursrecht hebben kunnen uitoefenen en (iii) volgestorte aandelen die overwegend ter bescherming van de beurs-NV zijn uitgegeven.

<sup>71</sup> Als gevolg van het voorgestelde laten vervallen van de leden 2 tot en met 4 van art. 2:118a BW.

<sup>72</sup> *Kamerstukken II 2005-2006*, 30 419, nr. 3, p. 13-21. Zie voor een bespreking van deze kritiek: Van Ginneken (2010) p. 80 e.v., met verdere verwijzingen.

<sup>73</sup> Zie de aankondiging daarvan in de Nota naar aanleiding van het verslag (*Kamerstukken II 2005-2006*, 30 419, nr. 8, p. 1-2) en de Tweede Nota van wijziging (*Kamerstukken II 2005-2006*, 30 419, nr. 9, onderdelen G en H). De voorgestelde wijziging betreffende onbeperkte volmachtverlening bij certificaten – voorgesteld als aanpassing van art. 2:118a BW – is geschrapt in de Derde Nota van wijziging (*Kamerstukken II 2006-2007*, 30 419, nr. 15).

<sup>74</sup> *Kamerstukken II 2008-2009*, 31 083, nr. 33, p. 2.

<sup>75</sup> HR 18 april 2003, *NJ 2003*, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR 2003/110*, m.nt. J.M. Blanco Fernández, r.o. 3.7.

*“(...) dat onder bepaalde omstandigheden het gebruik van een beschermingsmaatregel (...) gerechtvaardigd kan zijn als deze maatregel noodzakelijk is onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn. (...)”<sup>76</sup>*

Aan die overweging voegt de Hoge Raad toe:

*“(...) dat de vraag of een dergelijke maatregel gerechtvaardigd is, moet worden beantwoord aan de hand van de omstandigheden van het geval. Daarbij zal met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de vennootschap die doelwit is van een poging tot overname, in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen de status quo te handhaven en aldus te voorkomen dat – zonder voldoende overleg – wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van het bestuur van de vennootschap niet in het belang zouden zijn van de onderneming of van degenen die bij de onderneming betrokken zijn. Verder dient (...) als uitgangspunt te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.”<sup>77</sup>*

In latere uitspraken – hoewel het daarbij niet steeds in strikte zin ging om de vraag of in verband met een voorgenomen overname een beschermingsmaatregel mocht worden genomen<sup>78</sup> – is de gedachte die aan deze overwegingen van de Hoge Raad ten grondslag ligt herbevestigd.

Zo overwoog de Hoge Raad in de procedure tussen *ABN AMRO Holding N.V./VEB* nogmaals dat het bestuur van de beurs-NV:

*“(...) bij de uitoefening van zijn taken de belangen van de vennootschap en daaraan verbonden onderneming [moet] voortzetten en de belangen van alle betrokkenen waaronder de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking [moet] nemen.”<sup>79</sup>*

Ook merkt de Hoge Raad op dat de keuze van de wetgever in art. 2:395b BW, sinds de inwerkingtreding van de Overnamewet:

*“(...) bevestigt dat de omstandigheid dat op de aandelen van een (beurs)vennootschap een openbaar bod is gedaan of is te verwachten, niet zonder meer meebrengt dat het bestuur en de raad van commissarissen – totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen – alleen het belang van de aandeelhouders moeten bewaken en laten prevaleren of zich dienen te onthouden van besluiten die van invloed kunnen zijn op het al dan niet aanvaarden van dit bod door de aandeelhouders.”<sup>80</sup>*

#### **1.3.4 AFNAME VAN BESCHERMINGSMAATREGELLEN IN DE PRAKTIJK**

Ondanks dat bij de inwerkingtreding van de Overnamewet op 28 oktober 2007 de oorspronkelijk in het wetsvoorstel opgenomen automatische doorbraak van beschermingsmaatregelen uiteindelijk niet in Boek 2 BW is opgenomen, blijkt het aantal beschermingsmaatregelen dat beurs-NV's hebben gedurende de afgelopen decennia af te nemen. Ook de cumulatie van het aantal beschermingsmaatregelen neemt af.

<sup>76</sup> Uitvoering hierover: Van Ginneken (2010), p. 41-51, met verdere verwijzingen. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 635.

<sup>77</sup> HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández, r.o. 3.7. Aangaande de vraag of het nemen en vooralsnog handhaven van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is merkt de Hoge Raad – in dezelfde rechtsoverweging – op dat ‘als maatstaf [zal] moeten gelden of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname. Of dit het geval is, kan pas na verloop van enige tijd worden beoordeeld, omdat het niet alleen aankomt op de eerste reactie van het bestuur van de vennootschap op de poging tot overname, maar vooral ook op het beleid dat het bestuur in verband met, en in vervolg op, het creëren van een status quo heeft gevoerd en op de zorgvuldige afweging van de betrokken belangen op grond van een beoordeling van feiten en omstandigheden die, zoals in het onderhavige geval ook is gebleken, aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn. Tot het zo-even bedoelde beleid behoort in het bijzonder dat het bestuur van de vennootschap ervoor zorg draagt dat zowel de minderheidsaandeelhouder die de zeggenschap in de onderneming tracht te verkrijgen, als de overige aandeelhouders voldoende geïnformeerd worden over de wederzijdse standpunten.’

<sup>78</sup> Zo was bijvoorbeeld in de beschikking van de Ondernemingskamer inzake Stork (OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández) geen sprake van een vijandige overname in de vorm van een openbaar bod. Wel stond (mede) centraal de vraag of de Stichting Stork terecht de call-optie heeft uitgeoefend waarmee beschermingspreferente aandelen werden verworven.

<sup>79</sup> Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme, r.o. 4.5.

<sup>80</sup> Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme, r.o. 4.6.

Dat van een afname van bescherming(smaatregelen) door beurs-NV's sprake is, bleek reeds uit het onderzoek van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers uit 2007. Zij laten zien dat in de periode 1992 tot en met 2006 bij de door hen onderzochte beurs-NV's<sup>81</sup> het aantal beurs-NV's dat prioriteits aandelen kent, afneemt van 42% in 1992 tot 20% in 2006.<sup>82</sup> Ook het gebruik van certificering neemt in die periode af: van 39% in 1992 tot 15% in 2006.<sup>83</sup> De toepassing van de structuurregeling (verplicht, vrijwillig en beperkt) neemt in de periode tussen 1992 en 2003 eveneens af, doch in een langzamer tempo: van 53% in 1992 tot 48% in 2003.<sup>84</sup> Vergeleken met de afname van de andere beschermingsmaatregelen is afname van de mogelijkheid om preferente beschermings aandelen uit te geven in de periode 1992-2006 veel geringer: in 1992 beschikte 64% van de onderzochte beurs-NV's over de mogelijkheid om deze aandelen uit te geven en in 2006 61% van de onderzochte beurs-NV's.<sup>85</sup>

In andere publicaties<sup>86</sup>, wordt de afname van met name certificering en prioriteits aandelen bevestigd, waarbij er tegelijkertijd op wordt gewezen dat de mogelijkheid om preferente beschermings aandelen uit te geven de meest voorkomende beschermingsmaatregel vormt en de afname van het gebruik ervan het kleinst is.<sup>87</sup> Ook uit door Eumedion gepubliceerd onderzoek in 2009 en 2014 is die ontwikkeling zichtbaar.<sup>88</sup> Wanneer de resultaten van de studie dat is opgenomen in **Deel 2** van dit onderzoeksrapport worden geaggregeerd<sup>89</sup> met de hiervoor genoemde onderzoeken van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers en Eumedion in de periode 1992 tot en met (ultimo) 2014, kan dat worden samengevoegd tot **Tabel 1**:

**Tabel 1: Ontwikkeling beschermingsmaatregelen gedurende de periode 1992 – 2014**

	1992 <sup>a</sup>	2006 <sup>a</sup>	Juni 2009 <sup>b</sup>	Ultimo 2013 <sup>c</sup>	Juni 2014 <sup>d</sup>	Ultimo 2014 <sup>c</sup>
Preferente aandelen	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>N/A</b> AEX: 62% AMX: 57% AScX: 52% Lokaal: 37%	<b>45%</b> AEX: 57% AMX: 58% AScX: 38% Lokaal: 32%	<b>N/A</b> AEX: 64% AMX: 55% AScX: 40% Lokaal: 35%	<b>44%</b> AEX: 57% AMX: 55% AScX: 42% Lokaal: 29%
Certificering	<b>39%</b>	<b>15%</b>	<b>N/A</b> AEX: 14% AMX: 9% AScX: 24% Lokaal: 16%	<b>14%</b> AEX: 14% AMX: 13% AScX: 21% Lokaal: 11%	<b>N/A</b> AEX: 14% AMX: 9% AScX: 28% Lokaal: 8%	<b>15%</b> AEX: 14% AMX: 9% AScX: 29% Lokaal: 7%
Prioriteits aandelen	<b>42%</b>	<b>20%</b>	<b>N/A</b> AEX: 10% AMX: 30% AScX: 24% Lokaal: 26%	<b>14%</b> AEX: 5% AMX: 25% AScX: 8% Lokaal: 18%	<b>N/A</b> AEX: 5% AMX: 23% AScX: 8% Lokaal: 15%	<b>13%</b> AEX: 5% AMX: 23% AScX: 8% Lokaal: 14%
Structuurregeling (totaal)	<b>53%</b>	<b>48%<sup>e</sup></b>	<b>N/A</b>	<b>36%</b> AEX: 24% AMX: 29% AScX: 42% Lokaal: 46%	<b>N/A</b>	<b>35%</b> AEX: 14% AMX: 41% AScX: 50% Lokaal: 32%

<sup>a</sup> Bron: Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007)

<sup>b</sup> Bron: Eumedion (2009)

<sup>c</sup> Zie **Deel 2**

<sup>d</sup> Bron: Eumedion (2014)

<sup>e</sup> Per 2003.

Hoewel **Tabel 1** geen afbreuk doet aan de hoofdconclusies dat (i) de uitgifte van preferente beschermings aandelen de belangrijkste beschermingsmaatregel blijft, en (ii) het aantal beurs-NV's met bescherming(smaatregelen) terugloopt in de periode van 1992 tot en met 2014, leiden de in deze tabel opgenomen gegevens wel tot enkele nuanceringen bij en aanvullingen op die conclusies. De eerste nuancering is dat in de periode 1992 tot en met ultimo 2014 ook het aantal beurs-NV's dat beschermd is omdat preferente beschermings aandelen kunnen worden uitgegeven, behoorlijk is afgenomen. Deze afname lijkt zich met name te hebben voorgedaan in de periode tussen 2006 en 2009, hoewel daarbij ook de samenstelling van de onderzoekspopulatie een rol kan

<sup>81</sup> Welke beurs-NV's precies in het onderzoek van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers zijn betrokken, konden wij op basis van het door hen verrichtte onderzoek niet herleiden. Zie voor een omschrijving van de door hen onderzochte beurs-NV's, Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 46.

<sup>82</sup> Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 56.

<sup>83</sup> Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 56.

<sup>84</sup> Zie Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 56. De afname van de vrijwillige toepassing van de structuurregeling is verhoudingsgewijs overigens groter.

<sup>85</sup> Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007), p. 56.

<sup>86</sup> Zie Van Ginneken (2010), p. 26, noot 30, met onder meer verwijzingen naar Voogd (1989) en de overzichten van de Monitoring Commissie (1998).

<sup>87</sup> Zie ook De Jongh (2014), p. 426 die de uitkomsten van het onderzoek van Van der Elst/De Jong/Raaijmakers (2007) samenvat.

<sup>88</sup> Eumedion, Evaluatie van het Ava-seizoen 2009, te vinden op [http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009\\_ava\\_evaluatie.pdf](http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009_ava_evaluatie.pdf), alsmede Eumedion, Evaluatie van het Ava-seizoen 2014, te vinden op [http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2014-ava\\_evaluatie.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2014-ava_evaluatie.pdf).

<sup>89</sup> Wij merken op dat tussen de uiteenlopende onderzoeken methodologische verschillen (kunnen) bestaan, waardoor de uitkomsten onderling (kunnen) verschillen of niet volledig vergelijkbaar zijn. De in de tabel opgenomen gegevens geven echter wel een beeld van de ontwikkeling in de periode 1992 tot en met ultimo 2014.



hebben gespeeld. Daarbij valt ook op dat met name bij beurs-NV's die zijn opgenomen in de AEX- en AMX-index – ook in de wisselende samenstelling door de jaren heen – bescherming door middel van preferente aandelen relatief vaker voorkomt dan bij 'kleinere' beurs-NV's.<sup>90</sup> Een tweede nuancering is dat de afschaffing van certificering sinds 2006 is afgevlakt.<sup>91</sup> Dat geldt ook voor de afname van prioriteitsaandelen. Een derde nuancering is dat de afname van de toepassing van het structuurregeling lijkt af te vlakken. Voor alle nuancerings geldt echter dat deze mede samen (kunnen) hangen met veranderingen in de onderzoekspopulatie.<sup>92</sup>

### 1.3.5 DE TERUGBEWEGENDE SLINGER

Alwaar in de praktijk, zoals in **Paragraaf 1.3.4** is beschreven, het aantal beschermde beurs-NV's terug blijft lopen, neemt vanaf 2007 in de maatschappelijke discussie over de wenselijkheid van beschermingsmogelijkheden door beurs-NV's de roep toe om vergroting van die mogelijkheden. Weliswaar merkte de Minister van Financiën in juni 2007 in de Tweede Kamer nog het volgende op:

*“De overnamestrijd rondom ABN AMRO (...) niet [is] ontbrand door doorgeschoten aandeelhoudersactivisme van TCI en een eventuele overgang van het Rijlands op het Angelsaksisch model. Vooral ABN AMRO heeft daartoe aangezet. De strijd is haar niet overkomen. ABN AMRO heeft in de afgelopen jaren herhaaldelijk gezegd, zich af te vragen of zij partners moest zoeken.”<sup>93</sup>*

Naarmate 2007 vorderde, namen in de maatschappelijke discussie ook de geluiden toe over het 'doorgeslagen aandeelhoudersactivisme'. Zo werd in de juridische literatuur het volgende geschreven:

*“In 2004 (...) iedereen het erover eens [was] dat aandeelhouders meer rechten moesten krijgen. In 2007 valt te lezen en te beluisteren dat aandeelhouders teveel rechten hebben gekregen. Hoe kan het dat regelgeving die een decennium geleden ondenkbaar was, nu tot stand komt, dat rechtszaken plaatsvinden over een tot voor kort onvoorstelbare overname van een van Nederlands grootste banken en dat meningen over de positie van aandeelhouders in zo korte tijd 180 graden zijn gedraaid?”<sup>94</sup>*

De overname van ABN AMRO Holding N.V., maar ook de conflicten tussen bestuur en aandeelhouders bij Stork en ASMI<sup>95</sup>, leiden ertoe dat gesproken wordt over 'het terug bewegen van de slinger':

*“Het succes van offensieve activisten bij Stork en ABN AMRO leidde tot een tegenbeweging en een herwaardering van het leerstuk van bestuursautonomie en de ratio die daaraan ten grondslag ligt.”<sup>96</sup>*

Bij de evaluatie van de Corporate Governance Code in 2008 merkt de Monitoring Commissie dan ook het volgende op:

*“Veel ondernemingen hebben – al dan niet onder druk van de markt – hun beschermingsconstructies ontmanteld, bijvoorbeeld door bepaalde vormen van certificering af te schaffen. Sinds de totstandkoming van de Code hebben aandeelhouders zich actiever opgesteld en meer van hun rechten gebruik gemaakt. Dit heeft in sommige gevallen geleid tot*

<sup>90</sup> Voor opname in de AEX- of AMX-index is niet alleen de marktkapitalisatie bepalend maar ook de zogenoemde 'free float'.

<sup>91</sup> Zie hierover ook Eumedion, Evaluatie van het Ava-seizoen 2009, te vinden op [http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009\\_ava\\_evaluatie.pdf](http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009_ava_evaluatie.pdf), p. 7 waarin wordt gesproken over een '[k]leine beweging bij 'gecertificeerde' vennootschappen.' Bedacht dient hierbij overigens te worden dat bij acht van de veertien beurs-NV's die certificering kennen, aan de certificaathouder onder alle omstandigheden een stemvolmacht wordt toegekend.

<sup>92</sup> Aangaande de niet verder afnemende toepassing van de structuurregeling is hierop ook door Eumedion gewezen. Zie Eumedion, Evaluatie van het Ava-seizoen 2009, p. 8-9, te vinden op [http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009\\_ava\\_evaluatie.pdf](http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2009_ava_evaluatie.pdf). Eumedion merkt hier op dat de vrijwillige toepassing van structuurregime weer terug komt. Daarnaast schrijft Eumedion dat het aantal structuurvennootschappen in de AEX- en AMX-index sowieso weer oprukt, door de overname van een aantal grote vennootschappen (die vrijgesteld waren van de toepassing van het structuurregime) in 2007 en 2008 en de daaruit resulterende wijziging van de indices. Het aantal structuurvennootschappen dat onderdeel is van de AEX-index is bijvoorbeeld verdubbeld tussen 2008 en 2009 (van drie naar zes), aldus Eumedion.

<sup>93</sup> Kamerstukken II, 31 052, nr. 2, p. 8. Het Kamerlid Weekers formuleerde het, eind 2007, zelfs nog wat stilliger: “ABN AMRO heeft zichzelf in de etalage geplaatst. De bank heeft wettelijk mogelijke beschermingsconstructies afgebroken.” (Kamerstukken II, 31 052, nr. 7, p. 2).

<sup>94</sup> Zie de kroniek Vennootschapsrecht van M.J. Kroeze, *NJB* 2007/1827.

<sup>95</sup> Leidende tot verschillende juridische procedures.

<sup>96</sup> In deze bewoordingen De Jongh (2014), p. 455.

*conflicten tussen bestuur (en raad van commissarissen) en aandeelhouders, waarover de Ondernemingskamer en de Hoge Raad belangwekkende uitspraken hebben gedaan.”<sup>97</sup>*

Tegen deze achtergrond worden in 2008 bij de herziening van de Code 2003 de nieuwe bepalingen opgenomen over de ‘responstijd’ (BPB IV.4.4 en BPB II.1.9). Hoewel deze bepalingen (primair) zien op de wijze waarop moet worden gehandeld indien een aandeelhouder gebruik maakt van het agenderingsrecht op grond van art. 2:114a BW, beïnvloedt de ‘herwaardering van de bestuursautonomie van de beurs-NV’ ook het denken over de wenselijkheid van beschermingsmogelijkheden voor beurs-NV’s.<sup>98</sup> In de volgende hoofdstukken gaan wij nader hierop in.

---

<sup>97</sup> Zie de Verantwoording van het werk van de Commissie, Monitoring Commissie Corporate Governance 2008, p. 47, te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=609>.

<sup>98</sup> Zie bijvoorbeeld Visser en Stegeman die opmerken dat “sinds 2007 (...) aandeelhouders in een slecht daglicht [staan]. Er lijkt een klimaat te zijn ontstaan waarin bescherming van de vennootschap weer van belang wordt geacht.” Zie P.A. Visser en R.F.A. Stegeman, De ontmanteling van beschermingsconstructies, Nyenrode Research Paper, juni 2011, no. 11-03, p. 22, te vinden op <http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/research/Documents/Research%20Paper%20Series/2011/nrp1103.pdf>.

## 1.4 ONTWIKKELINGEN IN DE PRAKTIJK VAN BESCHERMING IN HET POST-ABN AMRO TIJDPERK

### 1.4.1 OMSLAG IN DENKEN, GENUANCEERDE OPVATTINGEN OVER BESCHERMING EN ACTUELE ONTWIKKELINGEN

Zoals in de vorige paragraaf werd genoemd kwam in de maatschappelijke discussie na de overname van ABN AMRO Holding N.V. en de daarop volgende financiële crisis in toenemende mate de vraag op of beurs-NV's niet over betere mogelijkheden zouden moeten beschikken om zich te beschermen en – in breder perspectief – zich (beter) zouden moeten kunnen wapenen tegen offensief aandeelhoudersactivisme.<sup>99</sup> Dit leidde ertoe dat de wetgever overging tot het gedeeltelijke terugdraaien van enkele wettelijke maatregelen die in de jaren daarvoor waren genomen. Zo werden onder meer de drempel om gebruik te kunnen maken van het in art. 2:114a BW opgenomen agenderingsrecht bijgesteld<sup>100</sup> en aanpassingen in het enquêterecht doorgevoerd.<sup>101</sup>

De overnameperikelen rondom KPN door América Móvil in 2013 leidden niet alleen tot de vraag of herleving van een call-optie op beschermingspreferente aandelen mogelijk is<sup>102</sup>, maar ook tot de vraag of de overheid een grotere (beschermde) rol zou moeten spelen, met name bij sectoren met een breder maatschappelijk belang.<sup>103</sup> Illustratief hiervoor is dat bij de behandeling in de Tweede Kamer van de voorgenomen beursgang van ABN AMRO niet de vraag centraal stond of, maar juist op welke wijze ABN AMRO moest worden beschermd. Zo werd door de Tweede Kamer eind 2013 de motie Nijboer aangenomen waarin de regering werd verzocht:

*“(...) schriftelijk nader te onderbouwen hoe de publieke belangen, die met de stabiliteit en continuïteit van de dienstverlening van ABN AMRO gemoeid zijn, kunnen worden verankerd in de statuten van de onderneming dan wel kunnen worden verbonden aan het inroepen van de rechten op de preferente aandelen in de statuten van de Stichting Continuïteit.”<sup>104</sup>*

In de loop van 2015 is overigens besloten dat ABN AMRO niet zal worden beschermd door middel van preferente beschermingsaandelen, maar door de aandelen van ABN AMRO te certificeren.<sup>105</sup> De achtergrond voor deze wijziging houdt verband met de betrokkenheid van de ECB bij het afgeven van een zogenoemde verklaring van geen bezwaar indien, en op het moment dat, beschermingspreferente aandelen zouden worden verworven door een beschermingsstichting door het uitoefenen van de optie.<sup>106</sup> Kort gezegd leidt juiste toepassing van de wet- en regelgeving ertoe dat de ECB een dergelijke verklaring wellicht eerst enkele maanden na uitoefening van de optie, hetgeen de effectiviteit van de werking van beschermingspreferente aandelen sterk inperkt – zal afgeven. Om die reden is besloten dat beursnotering wordt aangevraagd van certificaten van door ABN AMRO uit te geven aandelen, zelfs indien dat vanuit economisch perspectief minder aantrekkelijk zou zijn.<sup>107</sup> De gang van zaken rondom de ‘switch’ in beschermingsmogelijkheden van ABN AMRO vormt naar onze mening een voorbeeld van invloed van financiële toezichtwetgeving op de vormgeving en toepassingsmogelijkheden van bescherming door beurs-NV's. Wij verwachten dat dit de komende jaren met name voor banken de komende jaren van belang zal zijn.

Bij beurs-NV's waarbij het algemeen belang niet direct een rol speelt, vond na 2007 een aantal ontwikkelingen plaats die kunnen worden samengevat als ‘een meer genuanceerde invulling’ van de bescherming(smaatregel). Zo wijst Eumedion in 2014 op de ontwikkeling van de afname van het aantal beurs-NV's dat als onderdeel van de overeenkomst van de beurs-NV met een stichting

<sup>99</sup> Hierover ook De Jongh (2014), p. 455 e.v.

<sup>100</sup> Deze drempel werd op 1 juli 2013 opgehoogd van 1% naar 3%.

<sup>101</sup> Zie hierover – met verdere verwijzingen – De Jongh (2014), p. 456 e.v.

<sup>102</sup> Zie hierover onder meer: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/641, P.J. Dortmund, Bescherming van beschermingsconstructies in Conflicten rondom de rechtspersoon, Deventer 2000, p. 101; en- dezelfde - in Beschermingsprefs, in *Handboek openbaar bod* (2008, p. 633). Hierover ook: R.A.F. Timmermans, Vennootschaps- en verbintenisrechtelijke aspecten van de optie op preferente beschermingsaandelen, *WPNR* 2013/6989.

<sup>103</sup> Zie hierover – met verwijzingen – het themanummer Overname en algemeen belang, *WPNR* 2015/7048.

<sup>104</sup> Kamerstukken II, 2013-2014, 32 013, nr. 46.

<sup>105</sup> Achtergronden voor deze keuze kunnen onder meer worden gevonden in het Exit advies ABN AMRO van NL Financial Investments ('NLFi'), mei 2015, p. 38 e.v., te vinden op [http://www.nlfi.nl/dynamic/media/43/documents/Exit\\_Advies\\_ABN\\_AMRO\\_NL.pdf](http://www.nlfi.nl/dynamic/media/43/documents/Exit_Advies_ABN_AMRO_NL.pdf).

<sup>106</sup> Zie over deze switch (in kritische zin): R. Abma, Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO, *Ondernemingsrecht* 2015/73 en een reactie daarop van J.B.S. Hijink, *Ondernemingsrecht* 2015/74. Over deze ECB rol ook reeds J.M. de Jongh, Privatisering, bescherming en algemeen belang, *WPNR* 2015/7048, p. 122 e.v.

<sup>107</sup> Bij de parlementaire behandeling van de voorgenomen beursgang van ABN AMRO zijn opmerkingen gemaakt over de “discount” die certificering met zich zou brengen. Daarbij werd verwezen naar de CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015 van 5 juni 2015, waarin de aannames over de “discount” gebaseerd zijn op economisch onderzoek van enige jaren geleden, waaronder dat van P. Gompers, J. Ishii en A. Metrick, Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics* 2003, pp. 107-155. Bij de relevantie van dat onderzoek kunnen echter kanttekeningen geplaatst, zie ook **Hoofdstuk 1.5** hierna.

continuïteit naast de call-optie ook een put-optie heeft verleend<sup>108</sup> en op het inperken van de reikwijdte van de bevoegdheden van de stichting prioriteit bij Ordina N.V.<sup>109</sup>

#### 1.4.2 ACTUELE ONTWIKKELING: TREND VAN ANDERSOORTIGE VORMEN VAN BESCHERMING

In **Paragraaf 1.3.4** beschreven wij de dalende trend van bescherming in de vorm van preferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen en de toepassing van de structuurregeling. Tegelijkertijd doen zich enkele actuele ontwikkelingen voor die een nieuw licht werpen op de wijze waarop beurs-NV's zich beschermen. Het betreft (i) directe of indirecte vertegenwoordiging van grootaandeelhouders in de raden van commissarissen van beurs-NV's en (ii) regelingen van meervoudig stemrecht voor (groot)aandeelhouders. De eerste ontwikkeling wordt met name, maar niet uitsluitend<sup>110</sup>, bij Amsterdamse beurs-NV's waargenomen. De tweede ontwikkeling doet zich daarentegen met name, maar eveneens niet uitsluitend<sup>111</sup>, bij beurs-NV's in den vreemde voor.

De ontwikkeling van de vertegenwoordiging van grootaandeelhouders in de raad van commissarissen van beurs-NV's is reeds enige tijd gaande.<sup>112</sup> Eumedion stelt vast dat per ultimo 2014 bij ongeveer een kwart van de Amsterdamse beurs-NV's één of meer grootaandeelhouders direct dan wel indirect in de raad van commissarissen zijn vertegenwoordigd.<sup>113</sup> Deze trend lijkt zich bij nieuwe Amsterdamse beursnoteringen versterkt door te zetten. Bij zeven van de acht<sup>114</sup> nieuwe beurs-NV's te Amsterdam in de periode tussen 1 januari 2014 en 31 augustus 2015 zijn de verkopende grootaandeelhouders nog enige tijd in de raad van commissarissen vertegenwoordigd. Bij sommige zelfs met een meerderheid van de zetels<sup>115</sup> of met een vetorecht bij belangrijke besluiten dat toekomt aan de door de grootaandeelhouder(s) voorgedragen commissarissen.<sup>116</sup>

---

<sup>108</sup> Zie Eumedion 2014, Evaluatie van het Ava-seizoen 2014, p. 10-11: 'Wereldhave trok dit jaar de prioriteitsaandelen in en 'moderniseerde' de enig overgebleven beschermingsconstructie – haar stichting continuïteit die de mogelijkheid heeft beschermingspreferente aandelen te nemen. De mogelijkheid voor het bestuur van het vastgoedfondsom zelf beschermingspreferente aandelen bij de stichting te plaatsen is vervallen. De stichting heeft alleen nog een call-optie op het nemen van deze beschermingspreferente aandelen. Dit verbetert de onafhankelijkheid van de stichting. Daarmee loopt Wereldhave in de pas met veel andere ondernemingen die een stichting continuïteit kennen. Van de AEX- en AMX-vennootschappen hebben alleen de besturen van de AMX-vennootschappen Accell Group, Arcadis en Heijmans nog zelf de mogelijkheid om beschermingspreferente aandelen bij de stichting continuïteit te plaatsen', te vinden op: <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2014-ava-evaluatie.pdf>.

<sup>109</sup> Eumedion (2014), p. 10. Overigens wijst Eumedion er in 2014 ook op dat in het Ava-seizoen 2014 '[e]en aantal vennootschappen besloot de nominale waarde van het aandeel te verlagen teneinde de kosten (van het behoud) van het beschermende karakter van de beschermingspreferente aandelen te reduceren.', zie Eumedion (2014), p. 11.

<sup>110</sup> Zie bijvoorbeeld het prospectus van Euronext N.V. d.d. 10 juni 2014. De geraadpleegde prospectussen zijn te vinden in het AFM-register goedgekeurde prospectussen via [www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx?type=%7B1032D7BB-0C63-4FCF-B64D-82E0A9D74070%7D](http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx?type=%7B1032D7BB-0C63-4FCF-B64D-82E0A9D74070%7D).

<sup>111</sup> Zie bijvoorbeeld de *high/low voting stock* bij Altice N.V., zie het Information Memorandum d.d. 26 juni 2015, te vinden op [http://altice.net/wp-content/uploads/2015/06/10.-DMS-19145060-v1-Information\\_Memorandum.pdf](http://altice.net/wp-content/uploads/2015/06/10.-DMS-19145060-v1-Information_Memorandum.pdf).

<sup>112</sup> Zie bijvoorbeeld reeds R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2012', *Ondernemingsrecht* 2012/103, waarover ook IvO-rapport 2012, p. 54-55.

<sup>113</sup> Zie Eumedion, 'Evaluatie van het ava-seizoen 2015', te vinden op <http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf>, p. 11.

<sup>114</sup> De achtste vennootschap, Mota-Engil Africa N.V. is een dochtermaatschappij van Mota-Engil S.G.P.S., S.A. waarbij de bestuurders, afgezien van twee onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders, banden met de moedermaatschappij hebben.

<sup>115</sup> Zoals bij Refresco Gerber N.V.

<sup>116</sup> Zoals bij NN Group N.V. en Grandvision N.V.

Voor een beknopt overzicht van de voordrachtsrechten van verkopende grootaandeelhouders bij de nieuwe beurs-NV's te Amsterdam wordt verwezen naar **Tabel 2**.

**Tabel 2: Voordrachtsrechten van de verkopende grootaandeelhouder(s)**

	Grootaandeelhouder(s)		Bescherming(smaatregelen)	
	Aantal	Naam	Aandeelhouders belang na beursgang	Voordrachts rechten RvC
NN Group N.V.	1	ING Groep N.V.	80%	3/7 (af te bouwen)
IMCD N.V.	1	Emma (BC) Holding S.C.A. (Bain Capital)	43,80%	3/5 (af te bouwen)
Mota-Engil Africa N.V.	1	Mota-Engil S.G.P.S., S.A.	69,60%	–
Lucas Bols N.V.	2	AAC NL BOF 2005 B.V.; Dreamspirit B.V.	22,60%	1/4 (af te bouwen)
Grandvision N.V.	1	HAL Holding N.V.	75,60%	1/5 (af te bouwen)
Refresco Gerber N.V.	3	Ferskur Holding 1 B.V.; Tamoia Ltd, 3i GC Holdings Ref 1 S.à.r.l.	46,40% – 53,50%	4/7 (af te bouwen)
Kiadis Pharma N.V.	4	Life Sciences Partners B.V.; Life Sciences Partners II B.V.; DFJ Esprit; Lenildis Holding B.V.	76,05 – 83,42%	3/4
Flow Traders N.V.	3	Summit Partners; Avalon Holding B.V.; Javak Investments B.V.	76,05% – 83,42%	3/6 (af te bouwen)
Euronext N.V.	11	Avistar SGPS, S.A.; BNP Paribas S.A.; BNP Paribas Fortis SA/NV; ABN AMRO Bank N.V.; ASR Levensverzekering N.V.; Caisse des Dépôts et Consignations; Bpifrance Participations; Euroclear SA/NV; Société Fédérale de Participations et d'Investissement/Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij; Société Générale; BancoBPI Pension Fund	33,36%	1/3

In de prospectussen van de nieuwe beurs-NV's te Amsterdam wordt veelal op het beschermende effect van door grootaandeelhouders benoemde leden van de raden van commissarissen gewezen door middel van een opmerking van de volgende strekking:

*“Following the Offering, the Selling Shareholder will continue to have a position to exert substantial influence over the Company and its interests may differ from the interests of the Company's other Shareholders”.*<sup>117</sup>

Van de in **Tabel 2** genoemde vennootschappen maakt alleen NN Group N.V., naast de voordrachtsrechten van de verkopende grootaandeelhouder voor leden van de raden van commissarissen, gebruik van (twee van de) archetypen beschermingsmaatregelen.<sup>118</sup> De overige nieuwe beursnoteringen op Euronext zijn derhalve 'onbeschermd', in de zin dat geen gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen, geen certificering van aandelen heeft plaatsgevonden, geen prioriteitsaandelen bestaan en de structuurregeling niet wordt toegepast.

De ontwikkeling naar andersoortige vormen van bescherming roept verschillende vragen op. De eerste is 'door wie' en 'tegen wie' eigenlijk beschermd wordt. Anders dan doorgaans wordt beschreven in de literatuur<sup>119</sup> gaat het bij de in **Tabel 2** genoemde beurs-NV's niet om beschermingsmaatregelen tegen vijandige bidders of tegen zittende aandeelhouders die controle over de beurs-NV wensen te verkrijgen. Het gaat bij deze beurs-NV's om bestaande, doorgaans hun belang afbouwende (groot)aandeelhouders die ter bescherming van hun positie gebruik maken van mogelijkheden die het Nederlandse vennootschapsrecht biedt. In veel gevallen wordt er daarentegen niet voor gekozen om gebruik te maken van (één of meer van) de 'traditionele' beschermingsmogelijkheden. Waar de discussie over de wenselijkheid van beschermingsmogelijkheden door beurs-NV's traditioneel wordt geplaatst in het vraagstuk over bestuursautonomie, wordt in dit verband de vraag relevant of, en op welke wijze, het Nederlandse

<sup>117</sup> Zie prospectus NN Group N.V. p. 114-115, prospectus IMCD N.V. p. 33, prospectus Lucas Bols N.V. p. 35, prospectus Grandvision N.V. p. 56-57, prospectus Refresco Gerber N.V. p. 67-68, prospectus Kiadis Pharma N.V. p. 83, prospectus Flow Traders N.V. p. 43 en prospectus Euronext N.V. p. 44.

<sup>118</sup> NN Group N.V. heeft de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen en past de structuurregeling toe.

<sup>119</sup> Zie bijvoorbeeld H.J. de Kluiver, De revival van de beschermingsmaatregelen, in: *Geschriften van de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer 2009, p. 232.

vennootschapsrecht (voldoende) voorschriften bevat die de positie van minderheidsaandeelhouders (kunnen) waarborgen. Op dat punt dient naar onze mening nader onderzoek worden verricht.<sup>120</sup>

Een ander interessant aspect is de onafhankelijkheid van door grootaandeelhouders voorgedragen commissarissen. Bij ten minste vijf van de acht in **Tabel 2** genoemde beurs-NV's wordt ten tijde van de beursgang afgeweken van BPB III.2.1 jo. BPB III.2.2 aanhef en sub e van de Code (meer dan één niet-onafhankelijke commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders).

De tweede gesignaleerde ontwikkeling doet zich voor bij een aantal beurs-NV's dat, mede met het oog op het gebruikmaken van de flexibiliteit die het Nederlandse vennootschapsrecht biedt ten aanzien van regelingen van variabel stemrecht, recentelijk de statutaire zetel naar Nederland heeft verplaatst. Naar aanleiding van de in 2007 gestrande poging van Koninklijke DSM N.V. tot invoering van loyaliteitsdividend wordt in de Nederlandse rechtsliteratuur discussie gevoerd over de vraag in hoeverre loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht juridisch mogelijk zijn. De Hoge Raad heeft in cassatie in het belang der wet kort gezegd geoordeeld dat een statutaire regeling voor loyaliteitsaandelen is toegestaan, mits deze regeling geen schending oplevert van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.<sup>121</sup> CNH Industrial N.V. was in 2013 de eerste beurs-NV die een loyaliteitsstemrecht heeft ingevoerd.<sup>122</sup> Dit voorbeeld is in 2014 gevolgd door Fiat Chrysler Automobiles N.V.<sup>123</sup> Ook bij de voor eind 2015 geplande beursgang van Ferrari N.V. lijkt voor loyaliteitsstemrecht gekozen te worden.<sup>124</sup> Een variant op het loyaliteitsstemrecht kan worden aangetroffen bij Cnova N.V., waar de controlerende aandeelhouder een dubbel stemrecht toegekend heeft gekregen.<sup>125</sup> Tot slot kan nog gewezen worden op Altice N.V., welke vennootschap heeft gekozen voor twee soorten aandelen (*dual-class*), waarbij onderscheid is gemaakt tussen aandelen van klasse A met één stem per aandeel (*low voting stock*) en aandelen van klasse B met 25 stemmen per aandeel (*high voting stock*). Art. 2:118 BW biedt ruimte voor een dergelijke regeling.<sup>126</sup>

Van dergelijke variabele stemrechtregelingen kan een beschermend effect uitgaan.<sup>127</sup> Dit wordt door de genoemde vennootschappen in het prospectus onderkend.<sup>128</sup> In de literatuur woedt momenteel een discussie over de vraag hoe de mogelijkheden die het Nederlandse vennootschapsrecht biedt voor onder meer flexibele stemrechtregelingen, zich verhouden tot de waarborgen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders.<sup>129</sup>

<sup>120</sup> Zie hierover ook onze eerdere opmerkingen in A.A. Bootsma en J.B.S. Hijink, De beurs-NV in den vreemde, *Ondernemingsrecht* 2014/15, p. 93-94. Ook door Eumedion is, in de evaluatie van het ava-seizoen 2015, aandacht geschonken aan het waarborgen van een goede balans tussen de belangen van minderheidsaandeelhouders en grootaandeelhouders. Zie R. Abma, 'Evaluatie van het ava-seizoen 2015', te vinden op <http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf>, p. 11-12, voor de volgende aandachtspunten:

- "De hoofdpunten van de afspraken altijd openbaar te maken.
- Waarborgen in te bouwen om alle schijn van handel met voorkennis tegen te gaan.
- De onafhankelijkheidsregels van de Nederlandse corporate governance code zoveel mogelijk in acht te nemen, dat wil zeggen maximaal één niet-onafhankelijke commissaris. Mocht hiervan gemotiveerd worden afgeweken, dan zou in ieder geval gewaarborgd moeten zijn dat ten minste de meerderheid van de commissarissen voldoet aan de onafhankelijkheidscriteria zoals gedefinieerd in de Nederlandse corporate governance code.
- De grootaandeelhouder-representanten geen extra rechten toe te kennen binnen de RvC, zoals specifieke goedkeuringsrechten en extra stemrechten. Statutair te regelen dat, zolang de vennootschap een meerderheidsaandeelhouder kent, belangrijke voorstellen, zoals een statutenwijziging, juridische fusie, ontbinding van de 12 vennootschap en majeure transacties zoals gedefinieerd in art. 2:107a BW de goedkeuring behoeven van ten minste 2/3 van de in de AVA uitgebrachte stemmen."

<sup>121</sup> HR 14 december 2007, JOR 2008/11 m.nt. A. Doorman, NJ 2008/105 m.nt. J.M.M. Maeijer (DSM), r.o. 3.3, waarover ook A.A. Bootsma, *Financiële prikkels voor aandeelhouders, Tot waar mag het gelijkheidsbeginsel worden gebogen?* Den Haag, BJU 2011.

<sup>122</sup> Zie M. van Olfen, Nederlandse loyaliteitsaandelen met een Frans sausje, *Ondernemingsrecht* 2013/67.

<sup>123</sup> Zie A.A. Bootsma, Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV, *Ondernemingsrecht* 2015/5.

<sup>124</sup> Zie het voorlopige prospectus van Ferrari N.V. d.d. 23 juli 2015, te vinden op [www.sec.gov/Archives/edgar/data/1648416/000164841615000004/newbusinessnetherlands.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1648416/000164841615000004/newbusinessnetherlands.htm).

<sup>125</sup> Zie het prospectus van Cnova N.V. d.d. 21 januari 2015, te vinden op [http://www.afm.nl/registers/emissies\\_documents/16100.pdf](http://www.afm.nl/registers/emissies_documents/16100.pdf).

<sup>126</sup> Zie daarover in meer detail H.M. Parson, High/low voting stock bij beursvennootschappen, V&O 2000-2, p. 29-32 en M. van Olfen, *Beschermingsmaatregelen in de 21<sup>e</sup> eeuw*, oratie Katholieke Universiteit Nijmegen 2000.

<sup>127</sup> Zie voor loyaliteitsaandelen bijvoorbeeld reeds M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden, *Ondernemingsrecht* 2006, 66. Zie ook A.C. Noordzij, 'Beursnoteringen van (biotech- en andere) NV's' op NASDAQ; enkele aandachtspunten', V&O 2014-12, p. 180-185.

<sup>128</sup> Zie onder andere het voorlopige prospectus van Ferrari N.V., p. 23: "Our loyalty voting program may make it more difficult for shareholders to acquire a controlling interest in Ferrari, change our management or strategy or otherwise exercise influence over us, which may affect the market price of our common shares", en het prospectus van Cnova NV, p. 177: "Our Articles of Association do not include or provide for any such protective measures, although the Double Voting Right Structure (as described above) may have an anti-takeover effect." Zie voorts het Information Memorandum van Altice N.V., te vinden op [http://altice.net/wp-content/uploads/2015/06/10.-DMS-19145060-v1-information\\_Memorandum.pdf](http://altice.net/wp-content/uploads/2015/06/10.-DMS-19145060-v1-information_Memorandum.pdf).

<sup>129</sup> Zie – onder andere – *Het Financieele Dagblad* 8 juli 2015, p. 11 (Beleggerskoepel Eumedion waarschuwt voor misbruik vennootschapsrecht), met reactie M.W. den Boogert in *Het Financieele Dagblad* 13 juli 2015, p. 9 (Eumedion ziet spoken rond Nederlandse nv-vorm). Zie ook R. Abma, 'De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2015/87.

## 1.5 BESCHERMING ANNO 2015: EEN GENUANCEERD BEELD

In de voorgaande paragrafen is het beeld van de golven in het denken over de wenselijkheid van beschermingsmaatregelen door beurs-NV's geschetst. Tot 2007 was in de literatuur – en in de maatschappelijke discussie – de bovenliggende opvatting dat de positie van kapitaalverschaffers diende te worden versterkt. Dat ging logischerwijs ten koste van de bestuursautonomie en de mogelijkheden voor (het bestuur van) de beurs-NV om beschermingsmaatregelen te treffen. In de loop van 2007 lijkt deze tendens gekeerd. De bovenliggende maatschappelijke opvatting hield destijds een pleidooi voor herleving van de bestuursautonomie in. Met name in bedrijfstakken met een maatschappelijk belang – zoals het bankwezen, maar ook bij de ICT-infrastructuur – wordt sinds 2007 weer (sterker) gepleit voor bescherming(smaatregelen) voor beurs-NV's.

Ondertussen nam in de praktijk het gebruik van beschermingsmaatregelen door beurs-NV's verder af.<sup>130</sup> Het tempo waarin ontmanteling van beschermingsmaatregelen plaatsvond vlakke – zeker na 2009 – weliswaar af, maar in de onderzoeksperiode is niet gebleken van een toenemend aantal beurs-NV's dat zich heeft beschermd. Sterker nog, bij het overgrote deel van de beursintroducties die plaatsvonden vanaf 2012 was geen sprake van 'beschermd' beurs-NV's, in de zin dat deze beurs-NV's in overgrote meerderheid geen gebruik maken van de 'traditionele' typen beschermingsmaatregelen zoals in dit onderzoek omschreven.<sup>131</sup>

Tegelijkertijd, zoals wij in **Paragraaf 1.3.4** beschreven, is de teruggang van traditionele archetypen beschermingsmaatregelen bij deze nieuwkomers gepaard gegaan met andersoortige vormen van bijzondere zeggenschapsbepalingen, welke deels samen lijken te hangen met de aanwezigheid van grootaandeelhouders. De discussie over de wenselijkheid van beschermingsmogelijkheden door beurs-NV's, die traditioneel wordt geplaatst in het vraagstuk over bestuursautonomie, dient om die reden te worden verbreed tot de vraag of, en op welke wijze, het Nederlandse vennootschapsrecht (voldoende) voorschriften bevat die de positie van minderheidsaandeelhouders (kunnen) waarborgen. Op dat punt dient naar onze mening nader onderzoek worden verricht.

Ook de vraag of bescherming vanuit economische perspectief 'goed' of 'slecht' is – *i.e.*, tot waardevermeerdering of waardevermindering van de beurs-NV leidt – vraagt een meer genuanceerd antwoord. In het verleden zijn in dit verband in de Nederlandse literatuur – alsmede in het parlement en in de financiële pers – opmerkingen gemaakt over de aanwezigheid van een "Dutch discount" voor aandelen van (beschermd) beurs-NV's. Zo werd bijvoorbeeld in de Nota naar aanleiding van het Verslag bij de Overnamewet door de regering het volgende opgemerkt:

*"[i]n het verleden (...) wel [werd] gesproken over de "Dutch discount". Gesteld werd dat aandelen (of certificaten) van Nederlandse bedrijven ca. 10–30% minder waard waren ten opzichte van buitenlandse bedrijven vanwege de beschermd positie van het bestuur en de raad van commissarissen. Los van de vraag of dit objectief meetbaar is, bestond de Dutch discount in ieder geval in de perceptie van beleggers. Dit was voor sommige buitenlandse investeerders een drempel om in Nederlandse bedrijven te beleggen."*<sup>132</sup>

Of, en in welke mate, deze "discount" werkelijk bestond – en of deze alleen voor structurele beschermingsmaatregelen geldt – is in de literatuur bekritiseerd.<sup>133</sup> In breder perspectief volgt uit (inventariserend) economisch onderzoek naar het antwoord op de vraag of het gebruik van beschermingsmogelijkheden vanuit economisch perspectief wenselijk is een ontvullende conclusie:

*"Despite the considerable amount of time and attention devoted to examining how antitakeover provisions affect shareholders, the net effects of these provisions on shareholder wealth remain uncertain."*<sup>134</sup>

<sup>130</sup> Naast de in de vorige paragrafen aangehaalde onderzoeken wijzen ook Visser en Stegeman hierop. Zij schrijven, op p. 22 dat '[d]eze trend naar ontmanteling (...) in de periode 2001-2006 [is] voortgezet. In 2007 lijkt er een kentering te hebben plaatsgevonden.' Zie: P.A. Visser en R.F.A. Stegeman, De ontmanteling van beschermingsconstructies, Nyenrode Research Paper, juni 2011, no. 11-03 (<http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/research/Documents/Research%20Paper%20Series/2011/nrp1103.pdf>)

<sup>131</sup> Zie hierover ook de tabel opgenomen in **Paragraaf 1.3.4** en **Deel 2** voor de nieuwe beurs-NV's die in 2004 en 2015 noteerden. Zie ook Eumedion, dat over het Ava-seizoen 2012 opmerkt: 'De drie Nederlandse ondernemingen die tijdens het AVA-seizoen een notering kregen aan de Amsterdamse beurs (Ziggo, Core Laboratories en D.E Master Blenders 1753) kennen geen juridische beschermingsconstructies' (Eumedion, 'Evaluatie van het ava-seizoen 2012', te vinden op: [http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2012\\_ava-evaluatie.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2012_ava-evaluatie.pdf)).

<sup>132</sup> *Kamerstukken II* 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 24.

<sup>133</sup> Zie bijvoorbeeld de kritiek van Van Ginneken (2010), p. 36. Hierover ook J.D. Kleyn, 'Weg met structurele beschermingsmaatregelen', in: *Geschriften van de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer 2009, p.217-219. Zie ook onze kanttekeningen in **Paragraaf 1.4.1**.

<sup>134</sup> Straska/Waller, *Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature* (2013), p. 34.

Bij die conclusie – de onderzoekers merken ook op dat “the empirical evidence on the relation between antitakeover provisions and shareholder wealth is mixed”<sup>135</sup> – dient te worden bedacht dat volgens deze onderzoekers tussen 1980 en 2011 meer dan 1900 (Engelstalige) (rechts)economische artikelen kunnen worden gevonden waarin het onderwerp bescherming(smaatregelen) onderwerp was.<sup>136</sup> Dit pleit naar onze mening voor een terughoudend antwoord op de vraag of bescherming vanuit economisch perspectief wenselijk is of niet.

Het voorgaande wil echter niet zeggen dat in de dagelijkse – economische – werkelijkheid van de beurs-NV het onderwerp ‘bescherming’ irrelevant is. Van die werkelijkheid maakt immers ook, in belangrijke mate zelfs, de perceptie van investeerders deel uit. In het hierboven aangehaalde onderzoek uit 2013 wordt daarover opgemerkt dat:

*“[i]t is clear that some recent studies which suggest that antitakeover provisions (often grouped into indexes) are harmful to shareholders have found a receptive audience in the corporate governance rating agencies and shareholder rights activists that have been aggressively pushing for “better corporate governance” in publicly-held corporations. For example, Institutional Shareholder Services (ISS), a leading proxy voting and corporate governance advisory firm, stated on their website that “Companies with better corporate governance have lower risk, increased profitability and higher valuation, according to a number of recent studies published by academics and financial professionals.” Although ISS is silent about the direction of causality in this statement, in its Proxy Voting Guidelines, ISS implicitly assumes that having “better corporate governance” leads to better performance, and that having antitakeover provisions in place is not a sign of “better corporate governance.” According to those guidelines, shareholders should always vote against adopting certain antitakeover provisions and should always vote for proposals to repeal certain antitakeover provisions.”<sup>137</sup>*

Gegeven het hier omschreven belang dat in ieder geval een aantal van de investeerders waarde hecht aan de onbeschermd status van een beurs-NV, zal in de praktijk de vraag naar de wenselijkheid van bescherming per beurs-NV uiteen (kunnen) lopen.

Daarmee lijkt te kunnen worden geconcludeerd dat de vraag óf er sprake is van het gebruik van bescherming(smaatregelen), tegen wie er wordt beschermd en of bescherming al dan niet wenselijk is, een genuanceerd antwoord verdient. De antwoorden op deze vragen is in grote mate afhankelijk van het type beurs-NV en de door haar gedreven onderneming, inclusief het type aandeelhoudersstructuur en type investeerder, en de vraag tegen wie er wordt beschermd. De in dit onderzoek opgenomen beschrijving van ontwikkelingen in de literatuur en in de praktijk beoogt aan de nuancering van deze antwoorden bij te dragen.

---

<sup>135</sup> Straska/Waller (2013), p. 34.

<sup>136</sup> Zie Straska/Waller (2013), p. 1. Zij schrijven: “There is a voluminous body of research on antitakeover provisions that spans at least four academic disciplines: finance, economics, law, and management. To help gauge the depth of this literature, consider that from 1980 to 2011 well over 1900 scholarly articles on antitakeover provisions have been published in peer-reviewed academic journals.”

<sup>137</sup> Zie Straska/Waller (2013), p. 35.



## **DEEL 2: EMPIRISCH ONDERZOEK**

## 2.1 INLEIDING

Het tweede deel van dit rapport bevat de analyse van de resultaten van het verrichte empirisch onderzoek. De navolgende hoofdstukken bevatten overzichten van de resultaten van het onderzoek naar het gebruik van beschermingsmaatregelen van beurs-NV's. Daarbij is onderscheid gemaakt tussen de beurs-NV's met (primaire) notering te Euronext en de beurs-NV's in den vreemde. Voor wat de beurs-NV's met notering te Euronext betreft, is gekeken naar de standen van zowel ultimo 2013 als ultimo 2014. Voor wat de beurs-NV's in den vreemde betreft, is uitsluitend gekeken naar de stand van ultimo 2013. De gegevens zijn – primair – verzameld op basis van de jaarverslagen van de beurs-NV's over de onderzochte boekjaren. Vervolgens zijn de verzamelde gegevens geverifieerd aan de hand van andere, door de vennootschap publiekelijk beschikbaar gestelde documenten.<sup>138</sup>

De analyses zoals opgenomen in **Deel 2** van dit onderzoeksrapport worden als volgt behandeld. In **Hoofdstuk 2.2** wordt aandacht besteed aan het aantal beurs-NV's met bescherming(smaatregelen). **Hoofdstuk 2.3** bevat een overzicht van de stapeling van de verschillende uitstaande c.q. potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen per beurs-NV. Vervolgens wordt in **Hoofdstuk 2.4** het gebruik van de onderzochte archetypen beschermingsmaatregelen geanalyseerd. Voorts zet **Hoofdstuk 2.5** het gebruik van beschermingsmaatregelen af tegen de (typen) grootaandeelhouders van de beurs-NV's en brengt **Hoofdstuk 2.6** de naleving van BPB IV.3.11 van de Code in kaart. En ten slotte wordt in **Hoofdstuk 2.7** stilgestaan bij de samenstelling van de diverse stichtingsbesturen.

---

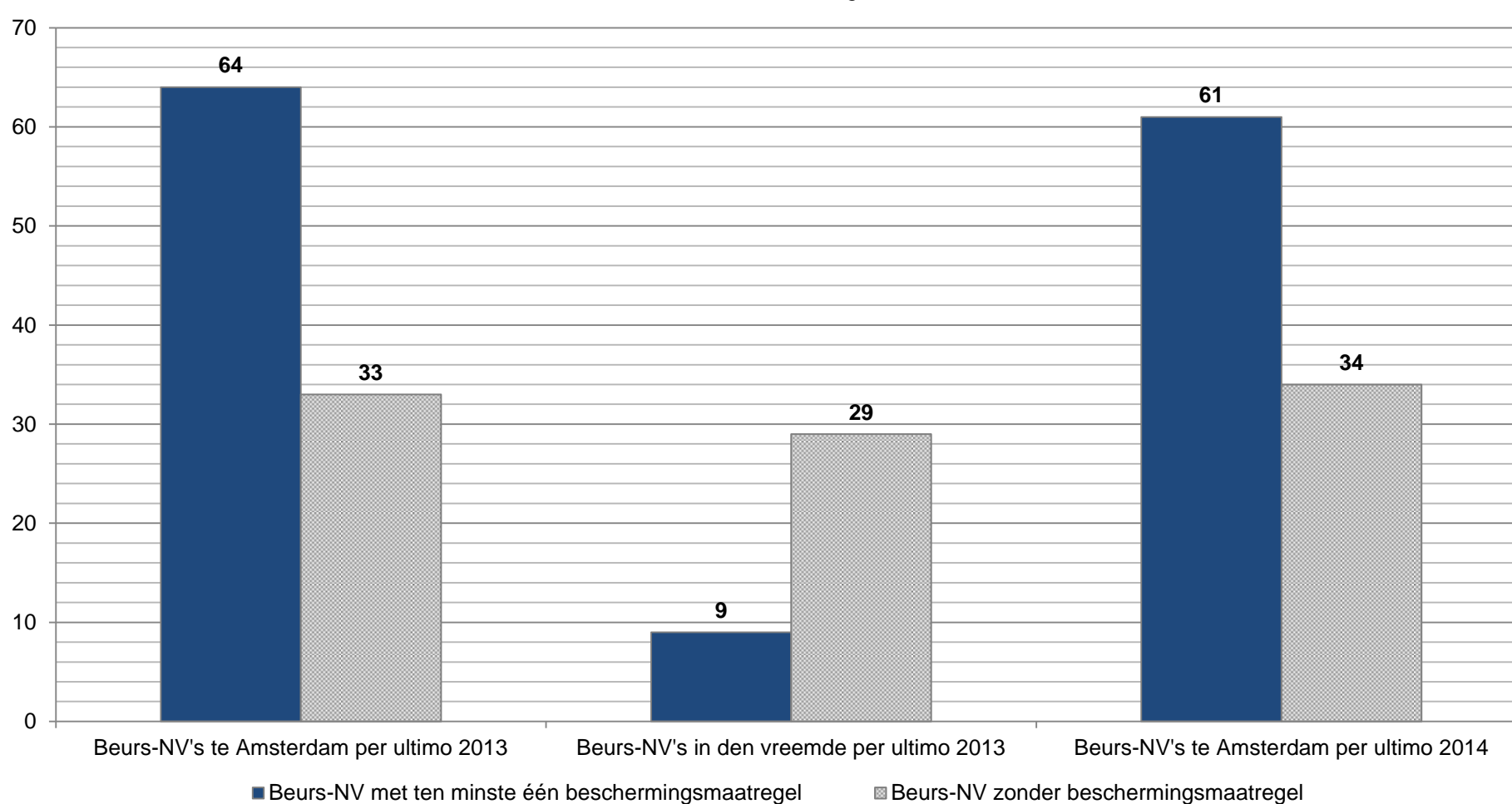
<sup>138</sup> Zo moet daarbij onder meer, doch niet uitsluitend, worden gedacht aan het Register substantiële deelnemingen en bruto shortposities op de website van de AFM, te vinden op <http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx?type=%7B1331D46F-3FB6-4A36-B903-9584972675AF%7D> en de websites van de onderzochte vennootschappen.

## 2.2 HET AANTAL BEURS-NV'S MET BESCHERMINGSMAATREGELEN

Dit hoofdstuk behandelt het aantal beurs-NV's dat op de peildata door middel van één of meer beschermingsmaatregel(en) als 'beschermd' kan worden beschouwd. De peildata zijn – zoals reeds eerder vermeld – voor de beurs-NV's te Amsterdam bepaald op ultimo 2013 en ultimo 2014. De peildatum van de beurs-NV's in den vreemde is gezet op ultimo 2013. Een overzicht van de onderzochte beurs-NV's is opgenomen in **Bijlage I**.

**Figuur 1** geeft het aantal beurs-NV's weer dat door middel van één of meer uitstaande c.q. inzetbare beschermingsmaatregel(en) (*inclusief* het structuurregime) als 'beschermd'<sup>139</sup> kan worden beschouwd. Op basis van deze gegevens kan worden geconcludeerd dat per ultimo 2014 61 van de in totaal 95 beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam (**64%**) ten minste één beschermingsmaatregel kent. Een jaar eerder – per ultimo 2013 – waren dat er 64 van de in totaal 97 beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam (**66%**). Voor de beurs-NV's in den vreemde ligt dat percentage aanzienlijk lager. Op de peildatum kenden slechts negen van de in totaal 38 onderzochte beurs-NV's in den vreemde (**24%**) ten minste één beschermingsmaatregel.

**Figuur 1: Aantal beschermde beursv-NV's**  
*inclusief structuurregime*

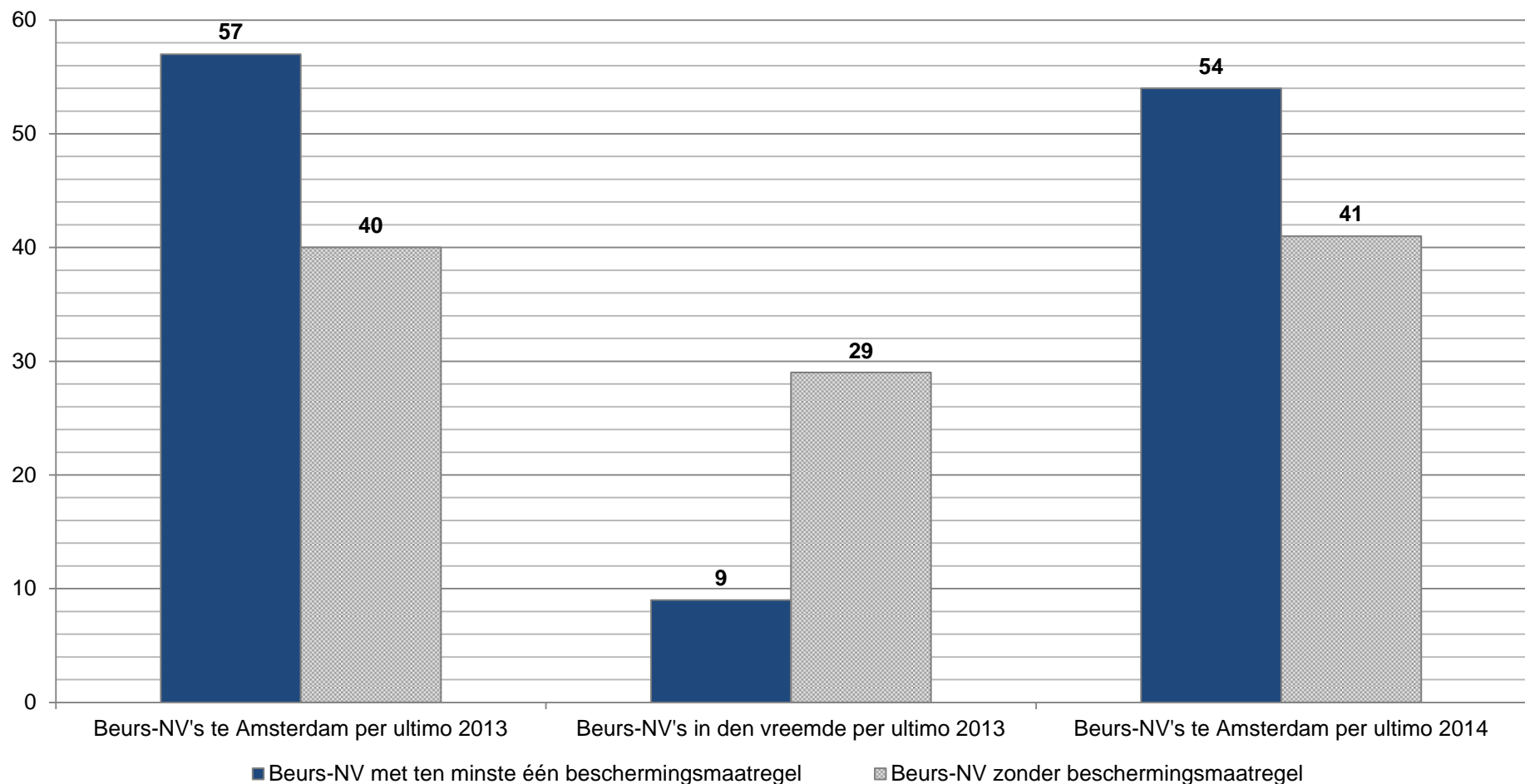


**Figuur 2** geeft het aantal beurs-NV's weer dat door middel van een of meer uitstaande c.q. inzetbare beschermingsmaatregelen (*exclusief* het structuurregime) als 'beschermd' kan worden beschouwd. Logischerwijs kan, in vergelijking met **Figuur 1**, worden geconcludeerd dat het aantal beschermingsmaatregelen van de beurs-NV's te Amsterdam door deze benadering afneemt. Als de (al dan niet vrijwillige) toepassing van het structuurregime buiten de definitie van beschermingsmaatregelen wordt gelaten, hebben 54 van de in totaal 95 onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam (**57%**) ten minste één beschermingsmaatregel beschikbaar. Een jaar eerder waren dat nog 57 van de in totaal 97 onderzochte beurs-NV's (**59%**). Met andere woorden, op beide peildata kennen zeven beurs-NV's de toepassing van het structuurregime als enige beschermingsmaatregel. Wat de beurs-NV's in den vreemde betreft, veranderen de (absolute en relatieve) aantallen niet als gevolg van deze benadering. Op basis daarvan kan worden geconcludeerd dat onder de beurs-NV's in den vreemde zich geen vennootschappen bevinden die het structuurregime toepassen. Op basis van **Figuur 2** blijkt dat per ultimo 2013 negen van de in totaal 38 onderzochte beurs-NV's in den vreemde (**24%**) ten minste één beschermingsmaatregel hebben uitstaan c.q. inzetbaar hebben.

<sup>139</sup> 'Beschermd' houdt in **Deel 2** van dit rapport kort gezegd in dat de desbetreffende beurs-NV één of meer van de onderzochte beschermingsmaatregelen – *i.e.*, beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen (waaraan meer rechten zijn verbonden dan gewone aandelen) dan wel (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling – kent.

Dat wil niet zeggen dat de desbetreffende beurs-NV niet (ook nog) een (andere) maatregel kent waar een beschermend effect van uit kan gaan. Zie over andere vormen van bescherming(smaatregelen) – onder meer – **Paragraaf 1.4.2**.

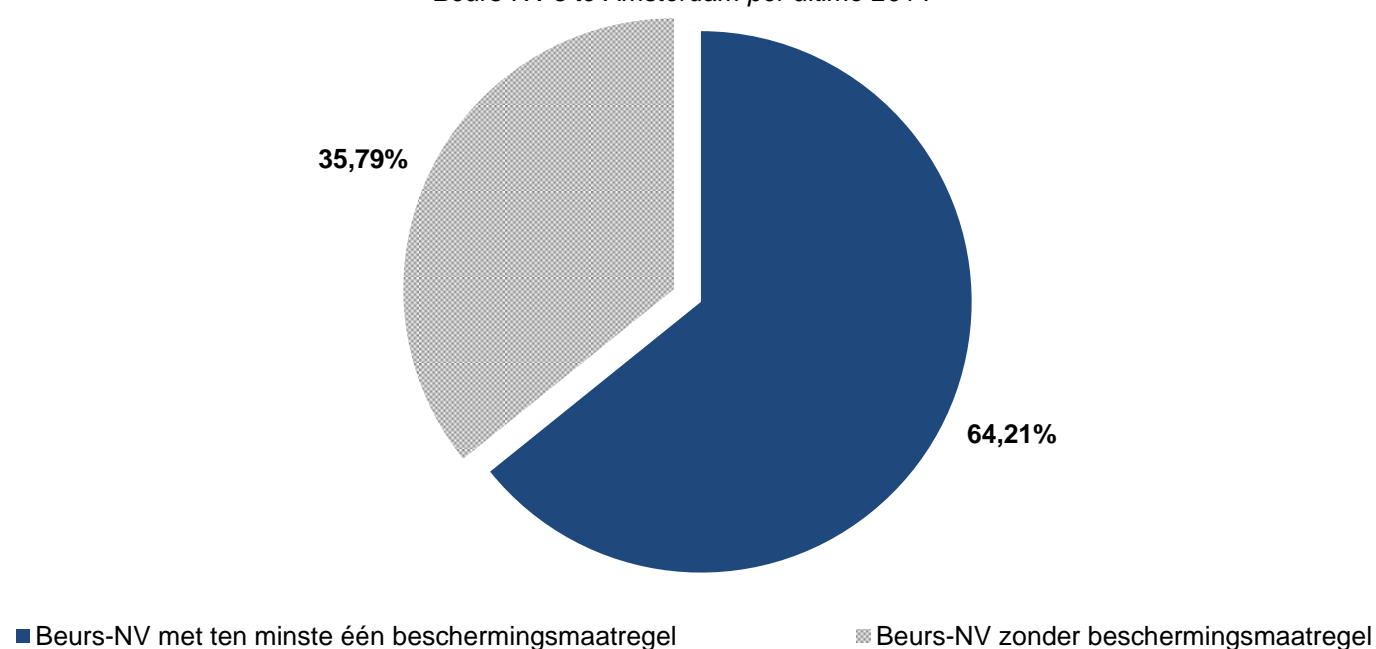
**Figuur 2: Aantal beschermde beurs-NV's**  
exclusief structuurregime



### 2.2.1 ULTIMO 2014: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM (PERCENTAGES)

**Figuur 3** geeft het percentage weer van het aantal beurs-NV's dat per ultimo 2014 door middel van één of meer beschermingsmaatregel(en) als 'beschermde' kan worden beschouwd. Ultimo 2014 kent **64%** van de onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam een beschermingsmaatregel. Het overige deel (**36%**) blijkt op de peildatum 'onbeschermde'.<sup>140</sup>

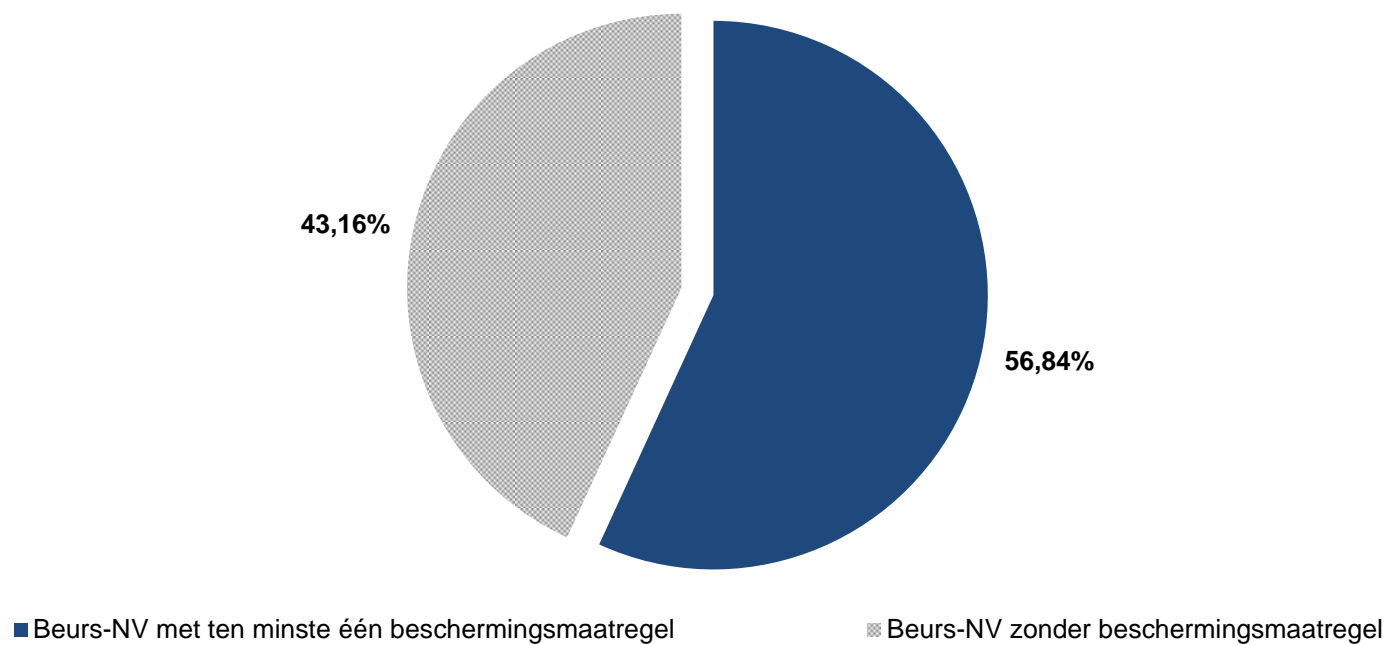
**Figuur 3: Aantal beschermde beurs-NV's**  
inclusief structuurregime  
Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014



**Figuur 4** biedt een soortgelijk overzicht als **Figuur 3** (zoals hierboven weergegeven) met de aanpassing dat het (vrijwillig) toegepast structuurregime in deze benadering niet als beschermingsmaatregel wordt beschouwd. In dit geval kent **57%** van de onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam een beschermingsmaatregel. Het restant (**43%**) blijkt op dat moment 'onbeschermde'.

<sup>140</sup> 'Onbeschermde' houdt in **Deel 2** van dit rapport kort gezegd in dat de betreffende beurs-NV geen van de onderzochte beschermingsmaatregelen – te weten, beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen (waaraan meer rechten zijn verbonden dan gewone aandelen) dan wel (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling – kent. Dat wil niet zeggen dat de desbetreffende beurs-NV niet (ook nog) een (andere) maatregel kent waar een beschermend effect van uit kan gaan. Zie over andere vormen van bescherming(smaatregelen) – onder meer – **Paragraaf 1.4.2**.

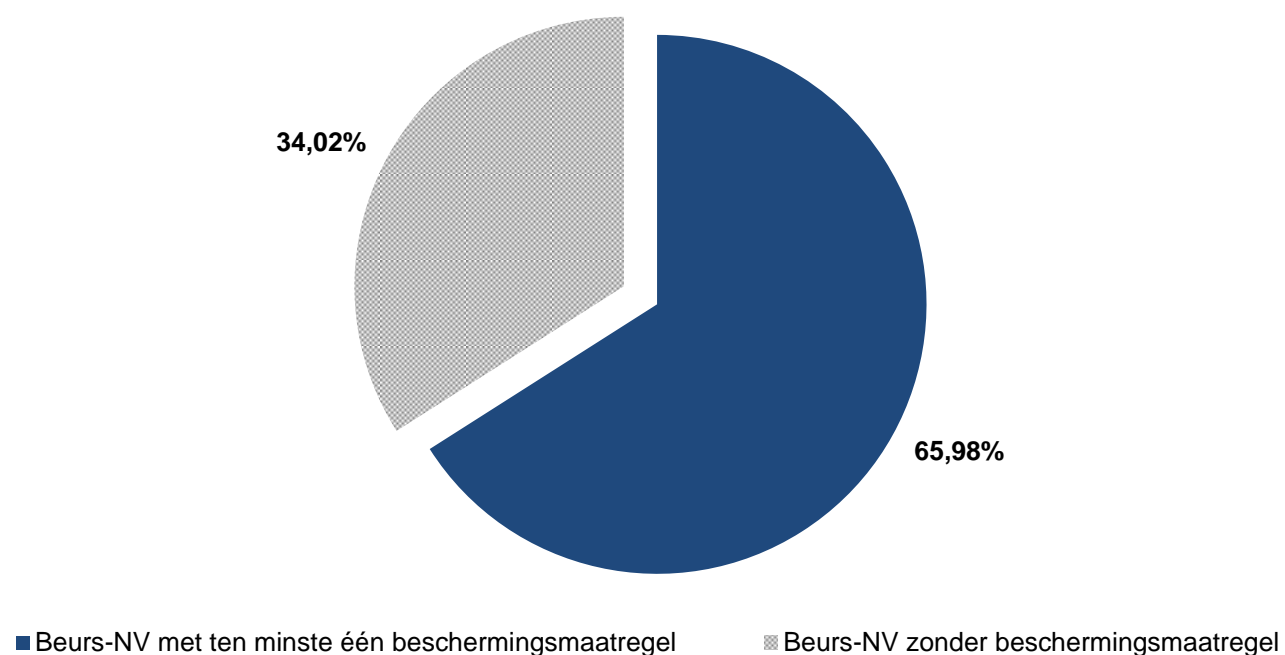
**Figuur 4: Aantal beschermde beurs-NV's**  
*exclusief structuurregime*  
 Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014



### 2.2.2 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM (PERCENTAGES)

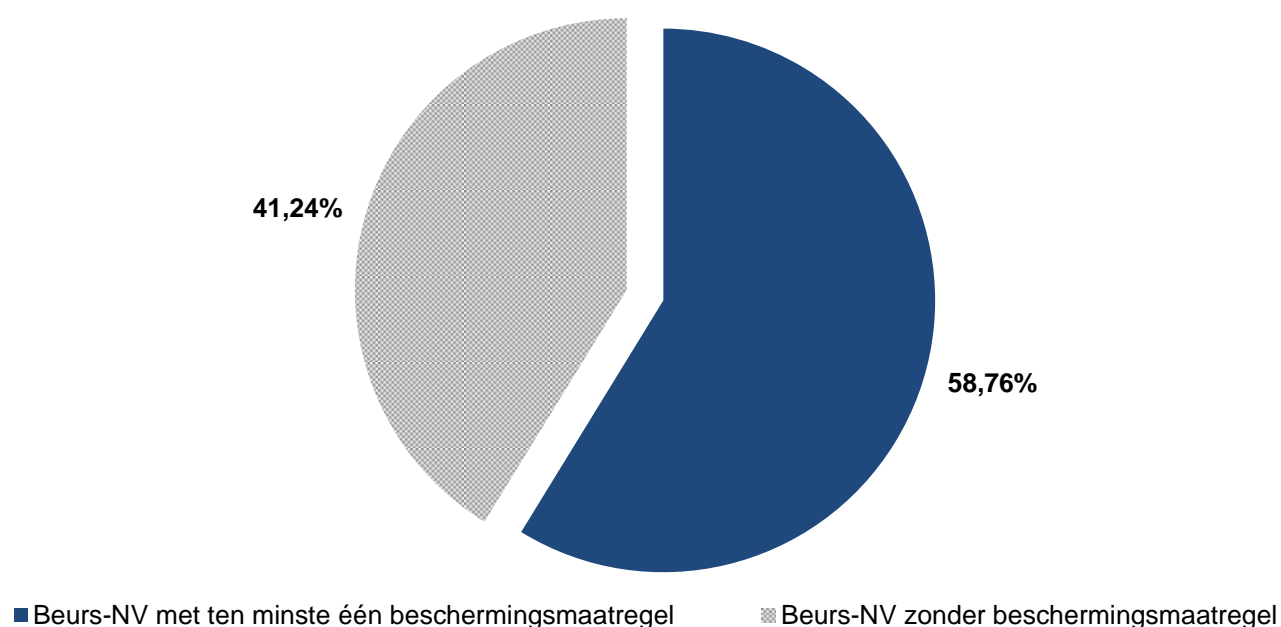
**Figuur 5** geeft het percentage weer van het aantal beurs-NV's dat per ultimo 2013 door middel van één of meer uitstaande c.q. inzetbare beschermingsmaatregel(en) als 'beschermd' kan worden beschouwd. Per ultimo 2013 kent **66%** van de onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam een beschermingsmaatregel. Op de peildatum blijkt **34%** 'onbeschermd'.

**Figuur 5: Aantal beschermde beurs-NV's**  
*inclusief structuurregime*  
 Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013



**Figuur 6** biedt een soortgelijk overzicht als **Figuur 5** (zoals hierboven weergegeven) met de aanpassing dat in deze benadering het (vrijwillig) toegepaste structuurregime niet als beschermingsmaatregel wordt beschouwd. In dat geval kent **59%** van de onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam een beschermingsmaatregel. Het overige deel (**41%**) blijkt op dat moment 'onbeschermd'.

**Figuur 6: Aantal beschermde beurs-NV's**  
*exclusief structuurregime*  
*Beurs-NV te Amsterdam per ultimo 2013*

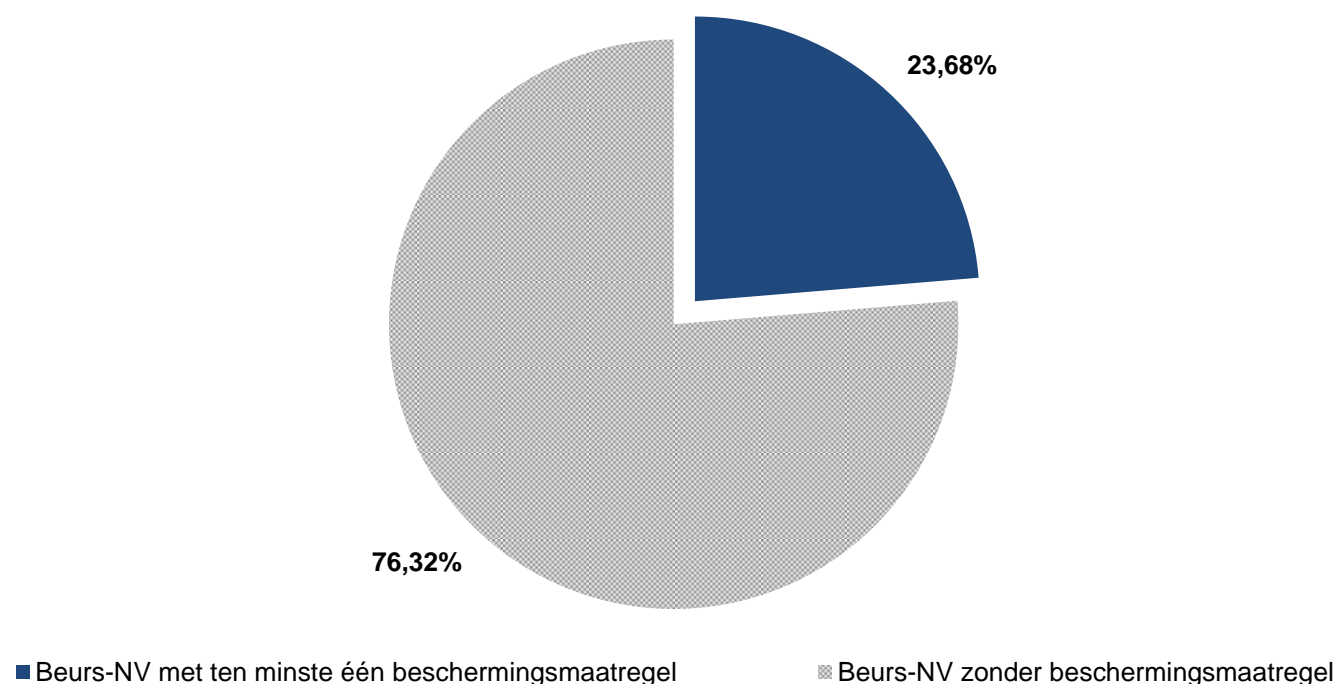


Een tabel met de ontwikkeling over de afgelopen jaren is opgenomen in **Bijlage III**. Daaruit blijkt dat het aantal beurs-NV's met beschermingsmaatregelen, waarbij is toegespitst op de 'traditionele' vormen van beschermingsmaatregelen, vanaf ultimo 2013 verder afneemt. Wel is sprake van een geleidelijke afname. Deze geleidelijke afname is het gevolg van een negatief saldo van het aantal 'beschermde' nieuwkomers en vertrekkers. Voorts kan op basis van de tabel van **Bijlage III** worden geconcludeerd dat twee beurs-NV's elk ervoor kozen een beschermingsmaatregel af te schaffen. Dit heeft overigens niet geleid tot een verdere afname van het totaal aantal 'beschermde' beurs-NV's. Deze afnemende trend lijkt zich op basis van de gegevens uit de tabel van **Bijlage III** in ieder geval door te zetten tot en met 31 augustus 2015.<sup>141</sup>

### 2.2.3 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S IN DEN VREEMDE (PERCENTAGES)

**Figuur 7** geeft het percentage weer van beurs-NV's in den vreemde dat ultimo 2013 door middel van één of meer beschermingsmaatregel(en) als 'beschermde' kan worden beschouwd. Per ultimo 2013 blijkt **24%** van de onderzochte beurs-NV's in den vreemde 'beschermde'. Het overige deel (**76%**) blijkt op de peildatum 'onbeschermde'. Gebleken is dat het structuurregime door geen van de beurs-NV's in den vreemde wordt toegepast. Deze benadering doet de aantallen van **Figuur 7** dan ook niet veranderen.

**Figuur 7: Aantal beschermde beurs-NV's**  
*inclusief en exclusief structuurregime*  
*Beurs-NV's in den vreemde per ultimo 2013*



<sup>141</sup> Het zij, wellicht ten overvloede, opgemerkt dat de trend tot en met 31 augustus 2015 is gebaseerd op voorlopige cijfers.

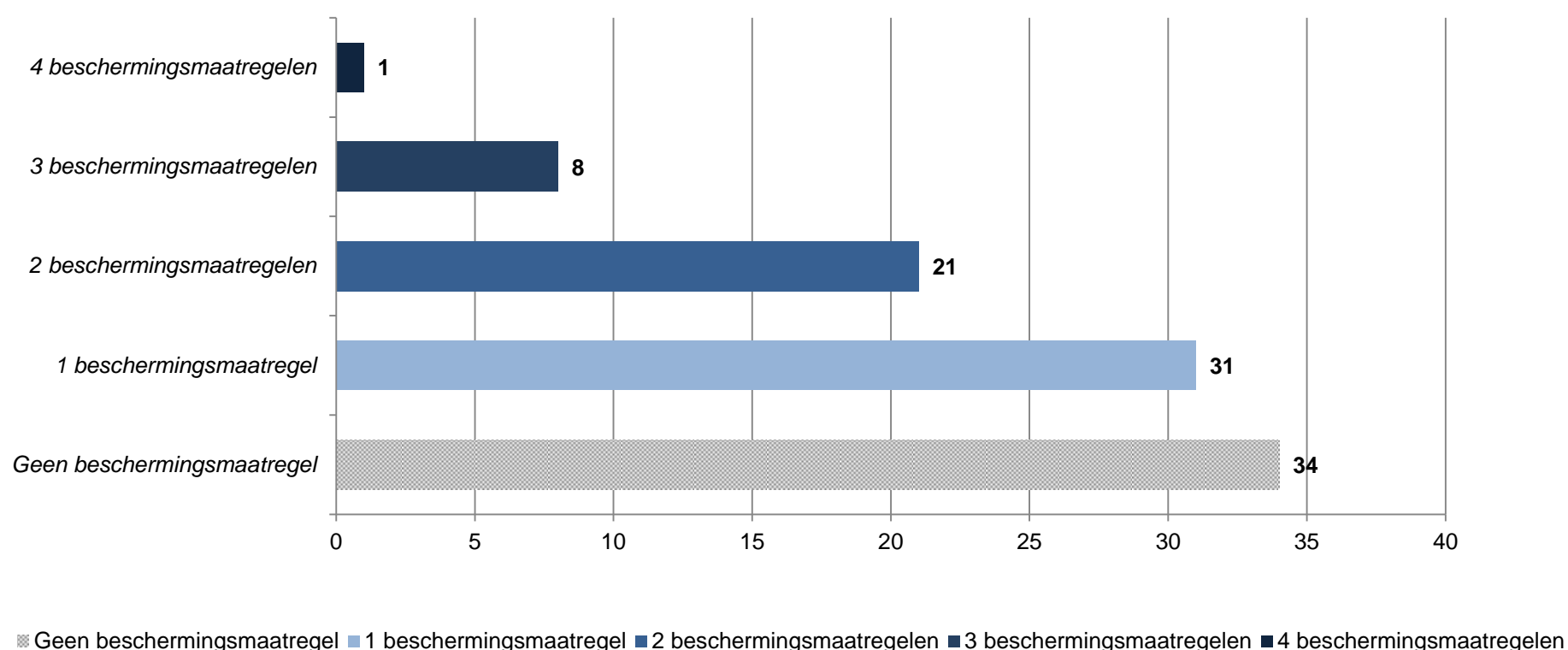
## 2.3 DE STAPELING VAN BESCHERMINGSMAATREGELEN PER BEURS-NV

Dit hoofdstuk bevat een overzicht van de stapeling van het aantal beschermingsmaatregelen *per* onderzochte beurs-NV. Achtereenvolgens zal worden stilgestaan bij het aantal van toepassing zijnde beschermingsmaatregelen *per* beurs-NV te Amsterdam per ultimo 2014, per ultimo 2013 en – tot slot – het aantal beschermingsmaatregelen *per* beurs-NV in den vreemde per ultimo 2013.

### 2.3.1 ULTIMO 2014: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM

**Figuur 8** geeft de stapeling weer van het absolute aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV per ultimo 2014. Zoals hiervoor beschreven hadden 34 van de 95 onderzochte beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam (35%) geen beschermingsmaatregelen uitstaan c.q. inzetbaar per 31 december 2014 (zie **Paragraaf 2.2.1**). De overige 61 beurs-NV's (65%) kennen tussen één en vier beschermingsmaatregelen per die datum. Slechts één beurs-NV (1%) heeft per ultimo 2014 alle vier van de onderzochte beschermingsmaatregelen.<sup>142</sup> Deze beurs-NV heeft daarmee de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen, heeft (een gedeelte van) haar aandelen gecertificeerd, kent prioriteitsaandelen en past de structuurregeling toe.

**Figuur 8: Aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV**  
*Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014*

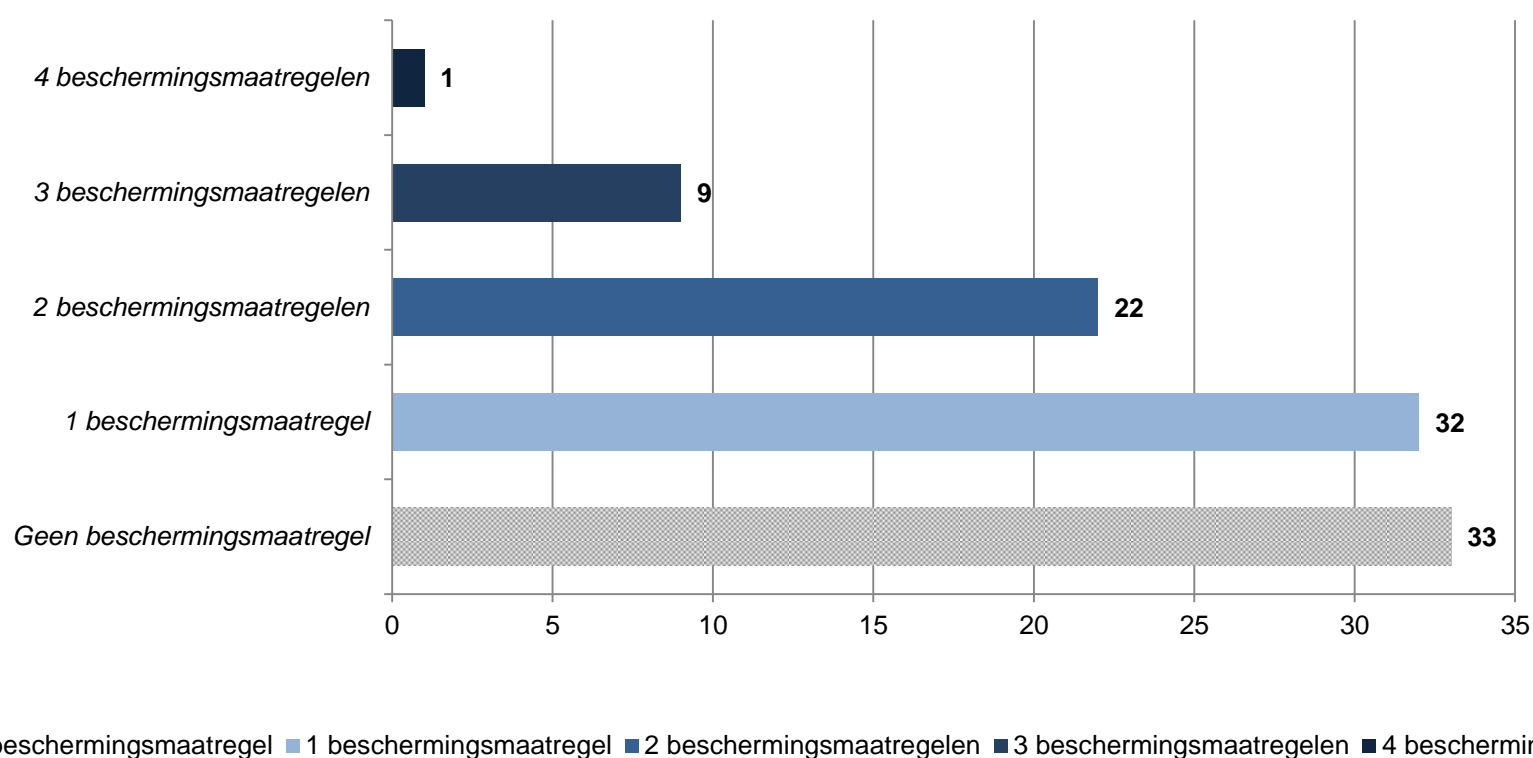


### 2.3.2 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM

**Figuur 9** geeft de stapeling weer van het aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV per ultimo 2013. **Figuur 11** geeft de procentuele verdeling weer van het aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV per die datum. Zoals hiervoor beschreven hebben op dat moment 33 van de 97 onderzochte beurs-NV's (34%) geen beschermingsmaatregelen uitstaan c.q. inzetbaar (zie **Paragraaf 2.2.2**). Het overige deel van de beurs-NV's (66%) heeft op dat moment tussen één en vier beschermingsmaatregelen uitstaan c.q. inzetbaar. Dezelfde beurs-NV (2%) had ook reeds ultimo 2013 alle vier van de onderzochte beschermingsmaatregelen.

<sup>142</sup> De desbetreffende beurs-NV is Telegraaf Media Groep N.V.

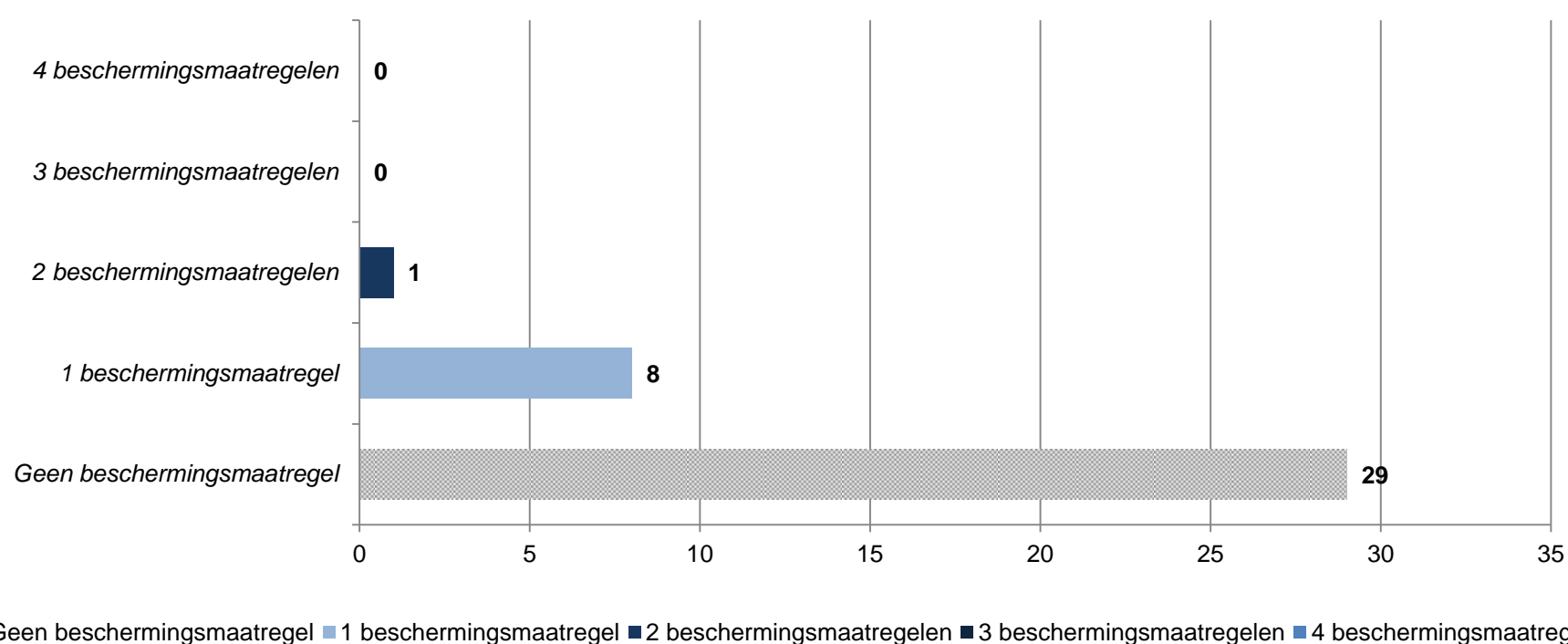
**Figuur 9: Aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV**  
*Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013*



### 2.3.3 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S IN DEN VREEMDE

**Figuur 10** geeft de stapeling weer van het aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV in den vreemde per ultimo 2013. Zoals hiervoor reeds beschreven, hadden op dat moment 29 van de onderzochte 38 beurs-NV's in den vreemde (**76%**) geen beschermingsmaatregelen uitstaan c.q. inzetbaar (zie **Paragraaf 2.2.3**). Het overige deel van deze beurs-NV's in den vreemde (**24%**) hebben tussen één en vier beschermingsmaatregelen uitstaan c.q. inzetbaar. Slechts één van de onderzochte beurs-NV's in den vreemde (**3%**) kent per ultimo 2013 twee beschermingsmaatregelen. Geen van de onderzochte beurs-NV's in den vreemde heeft meer dan twee beschermingsmaatregelen inzetbaar of uitstaan op dat moment. Op basis hiervan kan geconcludeerd worden dat de beurs-NV's in den vreemde in vergelijking met beurs-NV's te Amsterdam betrekkelijk minder vaak gebruikmaken van beschermingsmaatregelen in de vorm van preferente aandelen, prioriteitsaandelen, certificering en de (al dan niet vrijwillige) toepassing van het structuurregime.

**Figuur 10: Aantal beschermingsmaatregelen per beurs-NV**  
*Beurs-NV's in den vreemde per ultimo 2013*





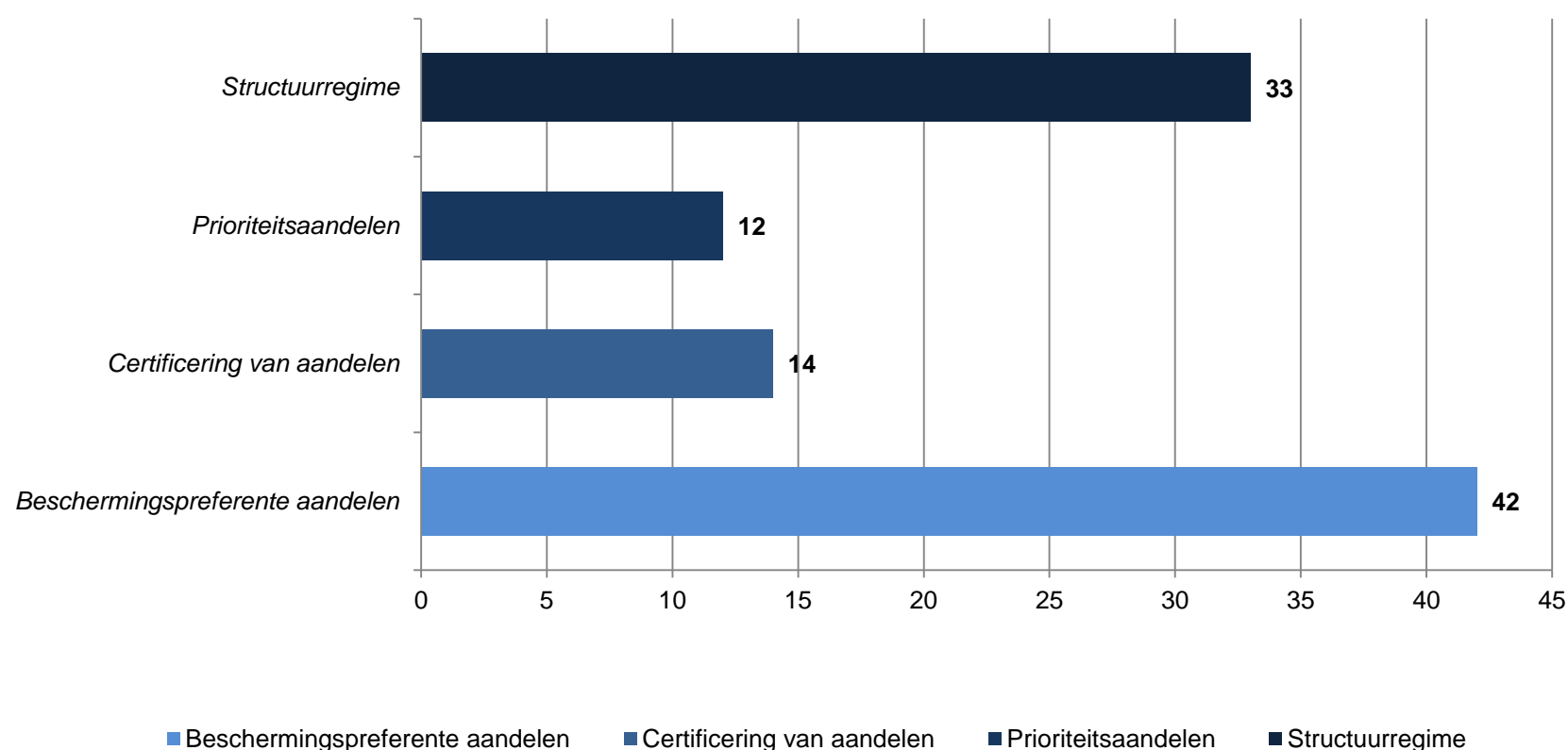
## 2.4 DE ARCHETYPEN BESCHERMINGSMAATREGELEN

Dit hoofdstuk bevat een nadere analyse van de door de beurs-NV's gebruikte (traditionele) archetypen van beschermingsmaatregelen. Achtereenvolgens zullen de diverse typen beschermingsmaatregelen worden geanalyseerd voor beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014, beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013 en beurs-NV's in den vreemde per laatstgenoemde peildatum.

### 2.4.1 ULTIMO 2014: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM

**Figuur 11** bevat een telling van de vier onderzochte beschermingsmaatregelen per 31 december 2014. Op basis van deze gegevens blijkt het gebruik van preferente aandelen het meest voor te komen. Eind 2014 maken 42 van de 95 onderzochte beurs-NV's (**44%**) gebruik van preferente aandelen als beschermingsmaatregel. Per die datum hebben veertien beurs-NV's (**15%**) (een gedeelte van) de door hen uitgegeven aandelen gecertificeerd. Bij zes van deze veertien beurs-NV's kunnen de stichtingen administratiekantoor besluiten om certificaathouders geen stemvolmacht te verlenen ingeval van een dreigende onwelgevallige overnamesituatie. Twaalf van de onderzochte beurs-NV's (**13%**) hebben prioriteitsaandelen als bescherming(smaatregel) uitstaan. Ten slotte werd het structuurregime door 33 van het totaal aantal beurs-NV's (**35%**) toegepast.

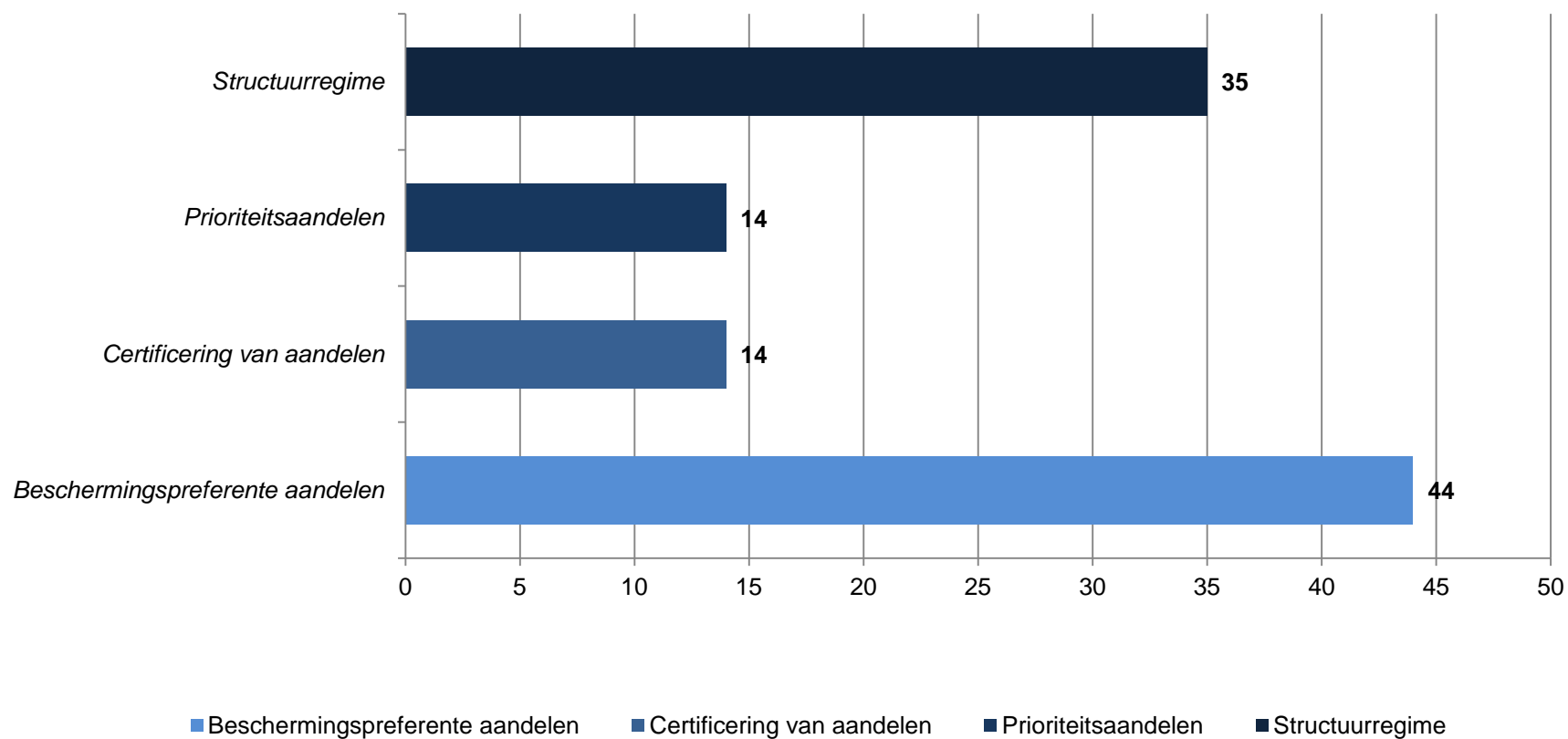
**Figuur 11: Typen voorkomende beschermingsmaatregelen**  
*Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014*



#### 2.4.2 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S TE AMSTERDAM

**Figuur 12** bevat een telling van de onderzochte beschermingsmaatregelen per 31 december 2013. Op basis van deze gegevens blijkt het gebruik van preferente aandelen het meest voor te komen. 44 van de in totaal 97 onderzochte beurs-NV's (45%) kennen preferente aandelen als beschermingsmaatregel. Veertien beurs-NV's (14%) hebben (een gedeelte van) de door hen uitgegeven aandelen gecertificeerd. Eveneens hebben veertien beurs-NV's (15%) prioriteitsaandelen als beschermings(maatregel) uitstaan. Ten slotte werd het structuurregime door 35 beurs-NV's (36%) toegepast.

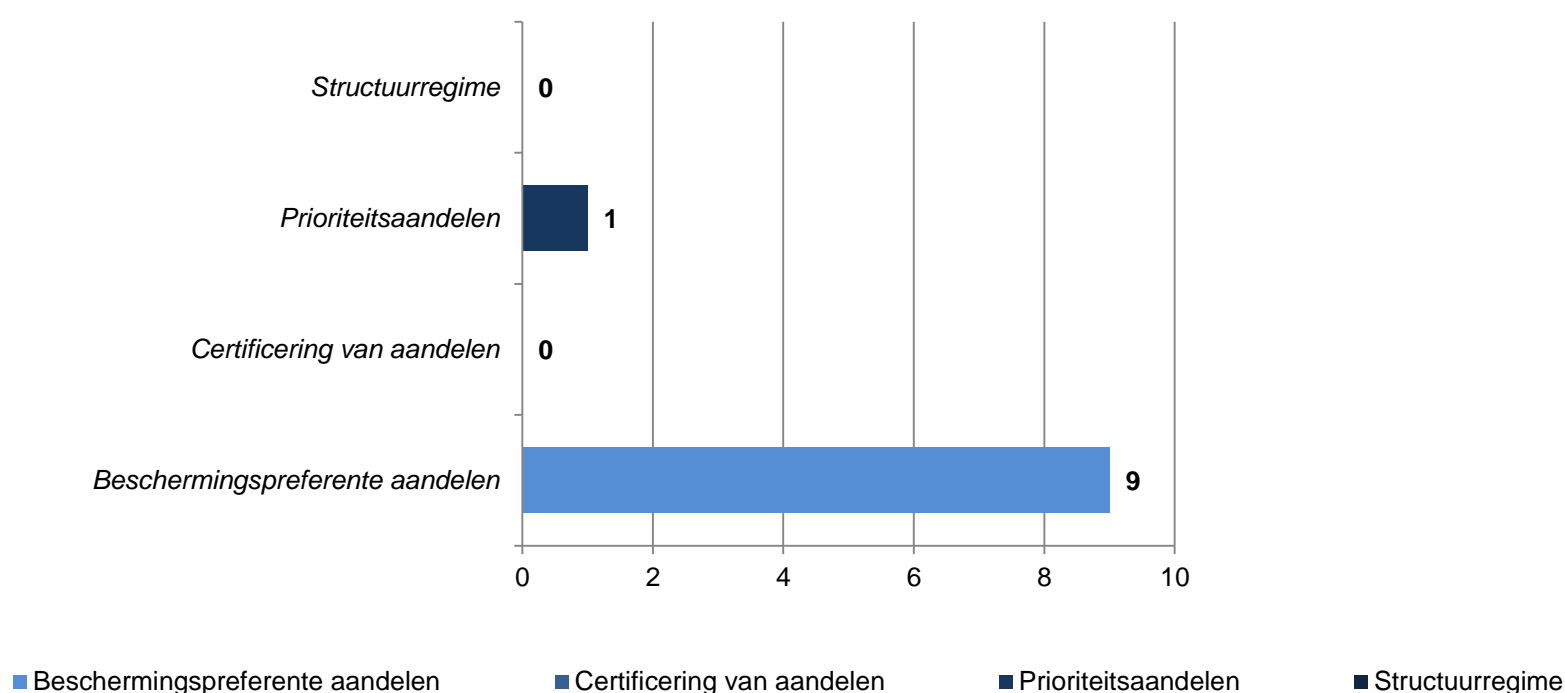
**Figuur 12: Typen voorkomende beschermingsmaatregelen**  
*Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013*



### 2.4.3 ULTIMO 2013: BEURS-NV'S IN DEN VREEMDE

**Figuur 16** bevat een telling van de onderzochte beschermingsmaatregelen per 31 december 2013. Ook wat de beurs-NV's in den vreemde betreft, komt het gebruik van preferente aandelen het meest voor. Negen van de 38 onderzochte beurs-NV's in den vreemde (**24%**) maken daarvan gebruik. Eén beurs-NV (**3%**) heeft daarnaast prioriteitsaandelen uitstaan. Het structuurregime werd door geen van de beurs-NV's (vrijwillig) toegepast. Ook heeft geen van de beurs-NV's in den vreemde certificaten van aandelen uitstaan. Een mogelijke verklaring daarvoor zou kunnen zijn dat het structuurregime en de certificering van aandelen typisch Nederlandse beschermingsmaatregelen zijn, die internationaal lastig 'verkoopbaar' zijn dan wel internationaal een negatieve connotatie hebben.<sup>143</sup> Een tweede mogelijke verklaring is beurs-NV's in den vreemde relatief vaker dan beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam kiezen voor andersoortige maatregelen waarvan een beschermend effect kan uitgaan. Ter illustratie wordt verwezen naar de regelingen van loyaliteitsaandelen en variabel stemrecht, besproken in **Paragraaf 1.4.2**. Daarnaast kan ook de aandeelhoudersstructuur een rol spelen bij het gebruik van beschermingsmaatregelen. Daarover gaat de volgende paragraaf.

**Figuur 16: Archetypen voorkomende beschermingsmaatregelen**  
*Beurs-NV's in den vreemde per ultimo 2013*



<sup>143</sup> Zie over de negatieve connotatie van certificering en de toepassing van de structuurregeling bijvoorbeeld Nieuwe Weme en Van Solinge (2006): "certificering [is] inmiddels een achterhaalde en niet-waterdichte beschermingsconstructie, die bovendien in eigen land en in het buitenland een negatief beeld geeft van de Nederlandse kapitaalmarkt. Daarbij zal de invloed van de wetwijziging gering zijn, omdat de afgelopen jaren het aantal beursvennootschappen met certificaten, mede onder invloed van het slechte imago, sterk is teruggelopen." Zie voorts ook: "Het structuurregime heeft nog steeds - en terecht - een negatief imago, omdat de invloed van aandeelhouders permanent wordt beperkt." Beschermingspreferente aandelen zijn tot op zekere hoogte vergelijkbaar met US poison pills, zie daarover M.J. van Ginneken, The US Poison Pill from a Dutch Perspective, in: *Tussen Themis en Mercurius, Lustrumbundel NGB 1930-2005*, Deventer: Kluwer 2005, p. 121-141.

## 2.5 DE BESCHERMING AFGEZET TEGEN AANDELENBELANG GROOTAANDEELHOUDERS

Dit hoofdstuk bevat een analyse van het aantal beurs-NV's met – al dan niet – van toepassing zijnde beschermingsmaatregelen afgezet tegen het percentage van het aandelenbelang dat de grootste (groot)aandeelhouder houdt in het geplaatste aandelenkapitaal van de beurs-NV. Voorts wordt de al dan niet 'beschermd' status van de beurs-NV afgezet tegen de verschillende typen (groot)aandeelhouders. De peildatum voor de analyse van dit hoofdstuk is voor zowel de beurs-NV te Amsterdam als de beurs-NV in den vreemde gezet op ultimo 2013.

In algemene zin kan verondersteld worden dat bij vennootschappen met een meer geconcentreerde aandelenstructuur relatief minder behoefte zal bestaan aan het instellen van beschermingsmaatregelen, omdat van een grootaandeelhouder met een substantieel of controlerend belang reeds een beschermend effect uitgaat.<sup>144</sup> Die veronderstelling wordt in **Tabel 3** en **Tabel 4** bevestigd. **Tabel 3** en **Tabel 4** zetten de eventuele aanwezigheid van één of meer beschermingsmaatregelen af tegen het procentuele belang dat de grootste (groot)aandeelhouder houdt in het geplaatste aandelenkapitaal van de beurs-NV. Wat de beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013 betreft, kan op basis van deze gegevens worden geconcludeerd dat het gemiddelde aandelenbelang van de grootste (groot)aandeelhouder van de Amsterdamse beurs-NV lager ligt bij beurs-NV's met (één of meer) beschermingsmaatregelen (**23%**) dan voor beurs-NV's zonder beschermingsmaatregelen (**34%**). Een vergelijkbare conclusie kan worden getrokken op basis van de gegevens met betrekking tot de beurs-NV's in den vreemde per de peildatum (**36%** resp. **49%**). Voorts blijkt uit de gegevens van **Tabel 3** en **Tabel 4** dat beurs-NV's in den vreemde gemiddeld een (groot)aandeelhouder kennen met een groter procentueel belang in het geplaatste aandelenkapitaal van de beurs-NV dan dat bij beurs-NV's te Amsterdam het geval is.<sup>145</sup>

**Tabel 3: Bescherming afgezet tegen procentueel aandelenbelang van beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Geen beschermingsmaatregel	33,75%	26,50%	25,78%	5%	96%
Ten minste één beschermingsmaatregel	22,95%	15,00%	21,51%	4%	85%

**Tabel 4: Bescherming afgezet tegen procentueel aandelenbelang van beurs-NV's in den vreemde per ultimo 2013**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Geen beschermingsmaatregel	48,86%	43,50%	19,80%	22%	89%
Ten minste één beschermingsmaatregel	36,33%	23,00%	28,05%	8%	83%

In **Tabel 5** wordt ingezoomd op het gebruik van beschermingsmaatregelen door beurs-NV's met een aantal verschillende typen grootaandeelhouders. In de tabel is een onderscheid gemaakt tussen, kort gezegd, het volgende vijftal categorieën:

Categorie 1: Familie, oprichters en overige *insiders*;

Categorie 2: *Private equity* en overige investeringsfondsen;

Categorie 3: Vennootschappen met strategische motieven;

Categorie 4: Landen en overheden;

Categorie 5: Overige beleggingsfondsen en andersoortig wijdverspreid aandelenbezit

Op basis van **Tabel 5** kan geconcludeerd worden dat voor vennootschappen met een grootste aandeelhouder in de categorieën 1 tot en met 4 geen duidelijk verschil lijkt te bestaan in het gebruik van beschermingsmaatregelen door die vennootschappen. Het al dan niet gebruik van beschermingsmaatregelen varieert voor die vennootschappen rond de 50%.<sup>146</sup> Bij categorie 5 kan wel een onderscheid worden waargenomen in het al dan niet gebruik van beschermingsmaatregelen. Een derde van de vennootschappen met een grootste aandeelhouder in categorie 5 is onbeschermd, terwijl twee derde gebruik maakt van een of meer

<sup>144</sup> Daarbij zij opgemerkt dat ook vormen van bescherming bestaan waarbij (groot)aandeelhouders aanvullende bijzondere rechten hebben. Zie bijvoorbeeld Aegon N.V. wier grootaandeelhouder een calloptie heeft op het nemen van extra aandelen van klasse B.

<sup>145</sup> Zie in meer detail over de relatief sterk geconcentreerde aandelenstructuur van beurs-NV's in den vreemde A.A. Bootsma en J.B.S. Hijink, *De beurs-NV in den vreemde*, IvO/ICFG Working Paper 2014-1, januari 2014, te vinden op <http://beursvennootschap.nl/onewebmedia/WP%20beurs%20nv%20in%20den%20vreemde%2014012014.pdf>, p. 86-89.

<sup>146</sup> Vergelijk ook **Tabel 2** over het gebruik van een andersoortige beschermingsmaatregel (voordrachtsrechten van de verkopende grootaandeelhouders). De verkopende grootaandeelhouders genoemd in die tabel kunnen niet aan één categorie toegeschreven worden, maar behoren tot verschillende categorieën, waaronder categorie 2 (*private equity*) en categorie 3 (vennootschappen met strategische motieven).

beschermingsmaatregelen. Dat in deze categorie relatief vaker gebruik wordt gemaakt van beschermingsmaatregelen kan logisch verklaard worden. De grootste aandeelhouder is in categorie 5 een beleggingsfonds, wat duidt op een meer verspreid aandelenbezit bij deze categorie vennootschappen.

**Tabel 5: Bescherming afgezet tegen type (groot)aandeelhouders van totaal onderzochte beurs-NV's per ultimo 2013**

	Categorie 1	Categorie 2	Categorie 3	Categorie 4	Categorie 5
Geen beschermingsmaatregel	52,63%	48,00%	52,94%	50,00%	33,33%
Ten minste één beschermingsmaatregel	47,37%	52,00%	47,06%	50,00%	66,67%

## 2.6 DE NALEVING VAN BPB IV.3.11 VAN DE CODE

In de voorganger van de Code 2003 – de Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters uit 1997 – werd de nodige aandacht besteed aan het onderwerp bescherming, en dan met name de cumulatie van maatregelen<sup>147</sup>, maar was geen uitdrukkelijke aanbeveling opgenomen om in het jaarverslag een overzicht op te nemen van (potentieel) inzetbare beschermingsmaatregelen.

In de concept-Code van 1 juli 2003<sup>148</sup> was BPB IV.3.12 opgenomen. Deze luidde als volgt:

*“Het bestuur geeft in het jaarverslag een overzicht van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van de zeggenschap over de vennootschap en geeft daarbij aan onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen naar verwachting kunnen worden ingezet.”*

Wat precies werd bedoeld met ‘uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen’ werd in de toelichting op de concept-Code niet nader uiteengezet. In één van de reacties op de concept-Code, die van *Allen & Overy*<sup>149</sup>, wordt aanbevolen deze code-bepaling aan te passen en deze als volgt te doen luiden:

*“III.2.3 De raad van bestuur geeft in het jaarverslag een overzicht van alle uitstaande beschermingsmaatregelen als bedoeld in Bijlage X van het Fondsenreglement tegen een overname van de zeggenschap over de vennootschap.”<sup>150</sup>*

Deze suggestie is in de uiteindelijke versie van de Code 2003 niet gevolgd. In de Code 2003 is concept Best Practice Bepaling IV.3.12 hernoemd tot BPB IV.3.9. De tekst is inhoudelijk niet gewijzigd ten opzichte van de concept-bepaling. In de toelichting op de Code 2003 is over deze bepaling geen informatie opgenomen.<sup>151</sup>

In 2008 is BPB IV.3.9 van de Code 2003 hernoemd tot (de huidige) BPB IV.3.11. Inhoudelijk is de bepaling niet aangepast. In het rapport van de Monitoring Commissie dat (mede) aan de wijziging van de Code in 2008 ten grondslag ligt, is de volgende passage opgenomen:

### *“IV.3.9 Overzicht beschermingsmaatregelen*

*Best practice bepaling IV.3.9 bepaalt dat het bestuur een overzicht geeft van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de vennootschap en geeft daarbij aan onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen naar verwachting kunnen worden ingezet. De bepaling behoort tot de minst nageleefde bepalingen. De Monitoring Commissie ziet geen aanleiding deze bepaling aan te passen. Eventueel zou deze kunnen worden verplaatst naar het hoofdstuk over overnames.”<sup>152</sup>*

Ondanks de constatering van de Monitoring Commissie in 2008 dat BPB IV 3.11 van de Code tot de minst nageleefde bepalingen behoort<sup>153</sup>, heeft in 2008 geen inhoudelijke wijziging van die bepaling plaatsgevonden. Evenmin is nadere uitleg verschaft over de beoogde reikwijdte van deze bepaling.

In 2015 publiceerde de Monitoring Commissie haar Rapport Monitoring Boekjaar 2013.<sup>154</sup> In dit rapport is het volgende opmerkt:

<sup>147</sup> Zie Corporate Governance in Nederland, de Veertig Aanbevelingen, 25 juni 1997, paragraaf 5.6.

<sup>148</sup> Te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=1180>.

<sup>149</sup> Te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=1671>, p. 48.

<sup>150</sup> Uit de toelichting van *Allen & Overy* – zie p. 67 van het document, bedoeld in de vorige voetnoot – wordt uitdrukkelijk opgemerkt dat ‘uitsluitend’ een overzicht van ‘uitstaande beschermingsmaatregelen als bedoeld in Bijlage X van het Fondsenreglement’ moet worden opgenomen. De inperkingen in de suggestie van *Allen & Overy* ziet erop, als wij hen goed begrijpen, dat over (potentieel inzetbare) beschermingsmaatregelen buiten die welke zijn genoemd, geen informatie hoeft te worden verstrekt. In Bijlage X Fondsenreglement werden genoemd (a) preferente beschermingsmaatregelen (b) certificering (c) prioriteitsaandelen en (d) pandora-constructies (waaronder “poison pill” en “crown-jewel”-constructies). Bijlage X Fondsenreglement is op 14 december 2007 vervallen door *Notice 2007-051* van NYSE Euronext, te vinden op [www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/mededeling\\_2007-051\\_-\\_bijlage\\_x\\_vervallen.pdf](http://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/mededeling_2007-051_-_bijlage_x_vervallen.pdf).

<sup>151</sup> Ook in het commentaar op de Nederlandse Corporate Governance Code van de Monchy e.a. (C.W. de Monchy & M.H. Legein (eindred.), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag 2009) is de bepaling niet nader toegelicht.

<sup>152</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse Corporate Governance Code, juni 2008, te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/nieuws/438/Monitoring-Commissie-doet-voorstellen-voor-aanpassing-Code-Tabaksblat>.

<sup>153</sup> Wij merken op dat wij de opmerking van de Monitoring Commissie dat sprake is van ‘de minst nageleefde’ bepalingen, niet goed kunnen rijmen met de nalevingscijfers (daaruit komt een naleving van 110 v/d 111 beurs-NV's naar voren komt). Wij houden het op een verschrijving van de Monitoring Commissie, hetgeen ook de reden zal zijn dat de bepaling in jaren daarop niet meer in de nalevingsonderzoeken is betrokken. Zie ook onze opmerkingen hierover aan het einde van dit hoofdstuk.

### **“Beschermsmaatregelen**

*Beschermsmaatregelen zijn relevant voor de Code. Ze beperken de macht van de aandeelhouder en beïnvloeden daarmee de reguliere verhoudingen in de driehoek van bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouder. Op basis van bepaling IV.3.11 in de Code moet een jaarverslag een overzicht bevatten van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de vennootschap en daarbij aangeven onder welke omstandigheden deze naar verwachting kunnen worden ingezet. Uit het nalevingsonderzoek van Nyenrode blijkt dat deze bepaling niet goed wordt nageleefd door vennootschappen die aan lokale indexen zijn genoteerd. Dit is voor de Commissie aanleiding om het onderwerp beschermingsmaatregelen onder de loep te nemen.”<sup>155</sup>*

De opmerking van de Monitoring Commissie vormde de aanleiding voor het nader verrichten van een onderzoek naar de naleving door beurs-NV's met een (primaire) notering aan Euronext en Alternext Amsterdam van BPB IV.3.11 over boekjaar 2014.<sup>156</sup> De naleving van BPB IV.3.11 van de Code door beurs-NV's met een (primaire) notering te Amsterdam is onderzocht per ultimo 2014. Daarbij is een onderscheid gemaakt tussen een drietal categorieën naleving:

- a. (directe) naleving;
- b. indirecte naleving; en
- c. niet-naleving.

Over dit onderscheid merken wij het volgende op. De categorieën 'naleving' – te weten, het geven van een overzicht van het totaal aan beschermingsmaatregelen – en 'niet-naleving' – te weten, het niet geven van een overzicht van het totaal aan beschermingsmaatregelen – zijn naar onze mening voldoende duidelijk omschreven en behoeven geen nadere toelichting. Dat ligt anders voor de categorie 'indirecte naleving'. Onder 'indirecte naleving' wordt in het kader van dit onderzoek verstaan het naleven van BPB IV.3.11 waarbij uit het jaarverslag dan wel uit andere, publiekelijk door de beurs-NV beschikbaar gestelde, informatiebronnen duidelijk blijkt dat er uitstaande c.q. inzetbare beschermingsmaatregelen aanwezig zijn, maar deze beschermingsmaatregelen niet in een daarvoor afzonderlijk ingericht overzicht in het jaarverslag zijn opgenomen.

Een voorbeeld van (directe) naleving is de volgende passage, ontleend uit het jaarverslag van één van de onderzochte beurs-NV's.

#### **“Beschermsmaatregelen**

*De beschermingsmaatregelen tegen een overname van de zeggenschap over Ajax houden verband met:*

- *Het op Ajax toepasselijke structuurregime.*
- *Het belang van 73% dat de vereniging AFC Ajax in de vennootschap houdt.*
- *Het bijzonder aandeel dat de vereniging AFC Ajax in de vennootschap houdt.*
- *De mogelijkheid om financieringspreferente aandelen uit te geven.*

*Een overname van de zeggenschap over Ajax of de wens daartoe is niet actueel. Daarom wordt het schetsen van de omstandigheden waaronder Ajax een beroep zou doen op de genoemde beschermingsmaatregelen op dit moment geen zinvolle exercitie geacht.”*

Een voorbeeld van indirecte naleving is de volgende passage, eveneens ontleend aan het jaarverslag van één van de onderzochte beurs-NV's. Uit dit voorbeeld blijkt tevens dat het Besluit artikel 10 Overnamerichtlijn (gedeeltelijk) overlap vertoont met BPB IV.3.11.

#### **“NADERE INFORMATIE VOORTVLOEIEND UIT BESLUIT ARTIKEL 10 OVERNAMERICHTLIJN**

##### **Aandelen**

*Het geplaatste kapitaal van Heineken Holding N.V. (het 'Kapitaal') bestaat uit 288.030.168 gewone aandelen (zijnde 99,99 procent van het Kapitaal) met elk een nominale waarde van EUR 1,60 en 250 prioriteitsaandelen (zijnde 0,01 procent van het Kapitaal) met elk een nominale waarde van EUR 2. De prioriteitsaandelen luiden op naam. De vergadering van*

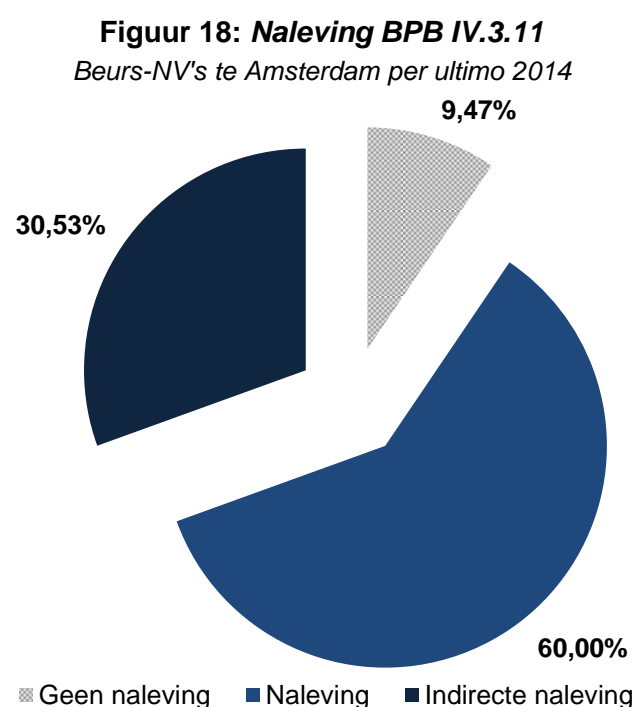
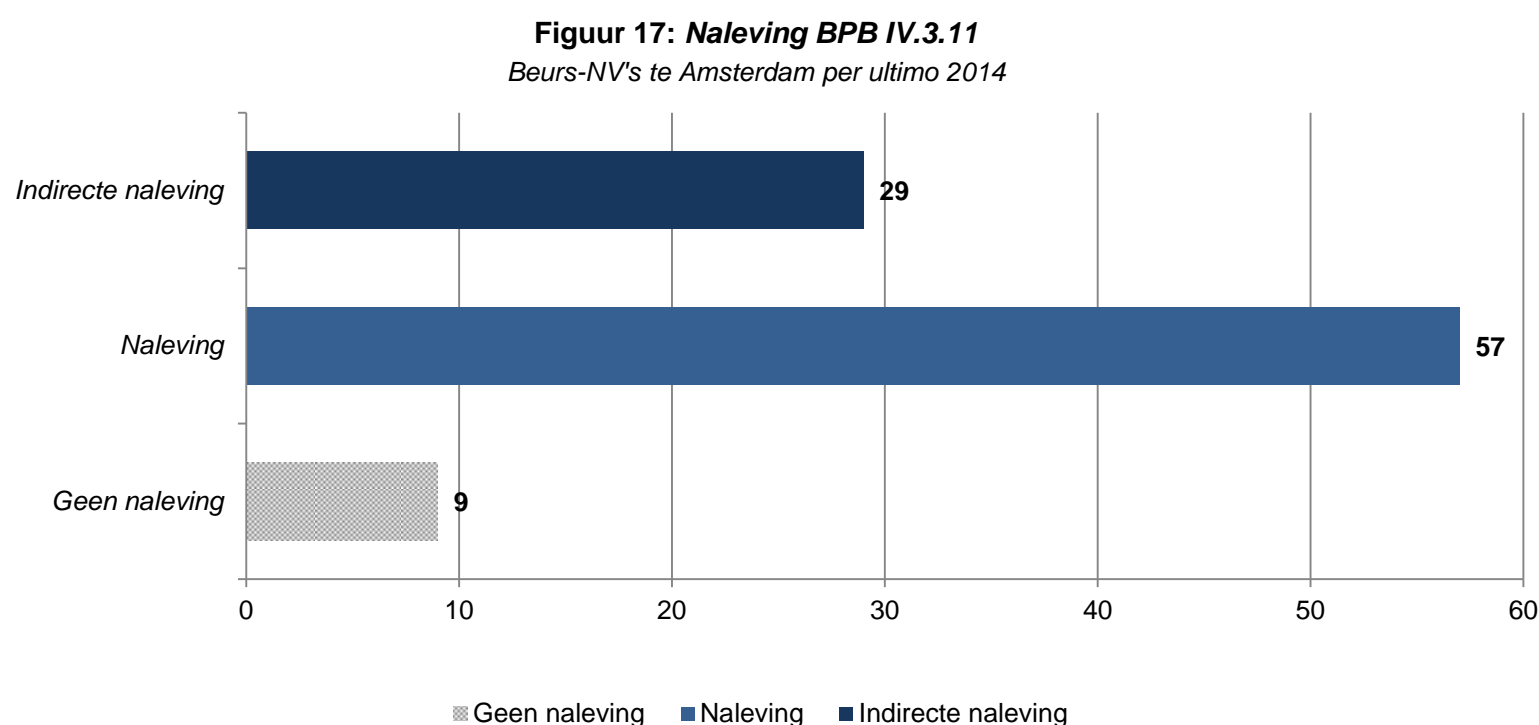
<sup>154</sup> Te vinden op <http://commissiecorporategovernance.nl/document/?id=2535&download=1>.

<sup>155</sup> Zie p. 54 van het document, bedoeld in de vorige voetnoot.

<sup>156</sup> De betekenis die in dit onderzoek wordt toegekend aan de term 'naleven' komt overeen met de betekenis die de Monitoring Commissie daaraan toekent. Zie over deze betekenis de opmerking in voetnoot 1 van het Rapport monitoring boekjaar 2013: 'Het begrip 'naleven' omvat zowel (1) het toepassen van een bepaling, maar ook (2) het niet-toepassen met gemotiveerde uitleg. De betekenis die door de Monitoring Commissie wordt toegekend aan de term 'naleven' is hiermee ruimer dan de betekenis die hieraan toegekend wordt in de nota van toelichting op art. 3 behorende bij het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 2004, 747). In die toelichting wordt onder 'naleven' het strikt volgen van een bepaling verstaan en onder 'toepassen' het strikt volgen van een bepaalde *best practice* dan wel het geven van uitleg in geval van afwijking.'

*houders van prioriteits aandelen (de prioriteit) heeft het recht om een niet-bindende voordracht op te stellen voor elke benoeming van een lid van de Raad van Beheer door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.”*

**Figuur 17** en **Figuur 18** (zoals hieronder opgenomen) geven het aantal beurs-NV's met (primaire) notering te Amsterdam weer dat BPB IV.3.11 – al dan niet indirect – naleeft. In totaal leven 86 van de in totaal 95 onderzochte beurs-NV's (**91%**) BPB IV.3.11 van de Code – al dan niet indirect – na. De overige negen onderzochte beurs-NV's (**9%**) gaven daarentegen géén (expliciet) overzicht van het totale aantal inzetbare beschermingsmaatregelen en leefden daarmee BPB IV.3.11 niet na. Vijf van deze negen beurs-NV's zijn niet genoteerd aan één van de indices van Euronext. Een lijst van beurs-NV's die blijkens ons onderzoek BPB IV.3.11 niet (indirect) naleeft is opgenomen in **Bijlage II**.



De verklaring voor niet volledige naleving lijkt er voornamelijk in te zijn gelegen dat beurs-NV's de toepasselijkheid van het structuurregime niet als beschermingsmaatregel ervaren (twee maal), of in het geval de desbetreffende beurs-NV 'onbeschermd' is en (daardoor) mogelijkwijs van mening is dat over die onbeschermd status geen mededeling in het jaarverslag hoeft te worden gedaan op grond van BPB IV.3.11 van de Code (zeven maal). Overigens dient te worden opgemerkt dat enkele van de onderzochte beurs-NV's de toepasselijkheid van het structuurregime juist wél expliciet als beschermingsmaatregel hebben opgenomen en daarvan melding maken in hun jaarverslag. Een voorbeeld daarvan is de volgende passage, ontleend uit het jaarverslag van één van de onderzochte beurs-NV's:

**“Beschermingsmaatregelen**

*Neways is een structuurvennootschap, heeft geen administratiekantoor en past ook geen certificering van aandelen toe.”*



Ook zij opgemerkt dat enkele van de ‘onbeschermden’ beurs-NV’s ervoor hebben gekozen om een passage in het jaarverslag op te nemen over hun onbeschermden status. Een voorbeeld daarvan is de volgende passage, eveneens ontleend aan het jaarverslag van één van de onderzochte beurs-NV’s:

“Other best practice provisions which are not applied relate to the fact that these principles and/or best practice provisions are not applicable to the Company:

(...)

• IV.3.11: HEINEKEN has no anti-takeover measures;

(...)”

De nalevingscijfers van BPB IV.3.11 over boekjaar 2014 kunnen worden vergeleken met nalevingsonderzoek dat in opdracht van de Monitoring Commissie voor eerdere boekjaren is verricht. BPB IV.3.11 werd over boekjaar 2007 voor het laatst opgenomen in het nalevingsonderzoek op basis van de informatie in jaarverslagen. Door de onderzoekers werd geconcludeerd dat de naleving van (toen nog op basis van de Code 2003) BPB IV.3.9 zeer goed was: ‘maar liefst 110 van de 111 vennootschappen waarvoor deze bepaling relevant is, leven deze best practice na’.<sup>157</sup> Deze gunstige nalevingscijfers zijn mogelijk de reden geweest waarom de BPB in de daaropvolgende jaren niet in de nalevingsonderzoek werd betrokken. In het nalevingsonderzoek van Nyenrode over boekjaar 2013 is BPB IV.3.11 wederom in het onderzoek betrokken.<sup>158</sup> De nalevingscijfers van BPB IV.3.11 zijn weergegeven in **Tabel 6**.<sup>159</sup>

**Tabel 6: Nalevingscijfers BPB IV.3.11 in boekjaar 2013**

	Populatie	Respons	Niet-naleven (ondergrens)	Niet-naleven (meest waarschijnlijk)	Niet-naleven (bovengrens)
AEX	21	20	0%	0%	0%
AMX	24	21	0%	0%	4,2%
AScX	23	19	0%	0%	4,4%
Lokaal	27	12	7,4%	16,7%	40,8%

Bij de interpretatie van deze gegevens dient bedacht te worden dat het onderzoek over boekjaar 2013 is uitgevoerd op basis van een andere onderzoeksmethodologie (*self-assessment*).<sup>160</sup> Dat is ook de reden dat in de tabel de respons vermeld staat. Weergegeven zijn de nalevingscijfers voor BPB IV.3.11 op basis van 95% betrouwbaarheid, met een ondergrens, meest waarschijnlijke waarde en bovengrens. Hoewel vanwege de uiteenlopende onderzoeksmethoden voorzichtigheid is geboden bij het vergelijken van de nalevingscijfers over boekjaar 2013 met boekjaar 2014, kan uit **Tabel 6** wel afgeleid worden dat niet-naleving van BPB IV.3.11 vooral voorkomt onder de lokale fondsen. Dat is ook voor boekjaar 2014 het geval. Zoals reeds opgemerkt werd, behoren vijf van de negen vennootschappen die de bepaling in boekjaar 2014 niet hebben nageleefd tot de lokale fondsen.

<sup>157</sup> Zie RUG Nalevingsonderzoek over boekjaar 2007, september 2008, te vinden op <http://mccg.nl/download/?id=768&download=1>, p. 42.

<sup>158</sup> Zie Nyenrode Nalevingsonderzoek over boekjaar 2013, december 2014, te vinden op <http://mccg.nl/download/?id=2541&download=1&download=1>.

<sup>159</sup> Gebaseerd op Nyenrode Nalevingsonderzoek over boekjaar 2013 (zie vorige voetnoot), p. 62 e.v.

<sup>160</sup> Zie over de nieuwe onderzoeksmethodologie ook G. van der Laan in *Het Financieele Dagblad* 30 januari 2015, p. 11 en de reactie van A.A. Bootsma in *MAB* 2015-4, p. 155-157 met naschrift G. van der Laan, *MAB* 2015-4, p. 158-159.

## 2.7 DE SAMENSTELLING VAN DE STICHTINGSBESTUREN

### 2.7.1 STICHTINGSBESTUREN BIJ PREFERENTE BESCHERMINGSAANDELEN

**Tabel 7** en **Tabel 8** bevatten enkele gegevens met betrekking tot de samenstelling van het bestuur van de stichtingen waar de calloptie op preferente aandelen aan verleend is. Op basis van deze gegevens kan – onder meer – worden geconcludeerd dat per ultimo 2014 (per ultimo 2013) de gemiddelde bestuurder in meer dan één bestuur van dergelijke stichtingen zitting heeft, 67 jaar (66 jaar oud) is en bijna zeven jaar (zes jaar) als bestuurder zitting neemt in het bestuur van de betreffende stichting. Dergelijke stichtingen bestaan gemiddeld uit bijna vier leden.

**Tabel 7: Gegevens stichtingen bij preferente aandelen per ultimo 2014**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,32	1,00	0,94	1,00	8,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	67	68	7	45	77
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	7	5	5	0	23
Aantal leden per stichting	3,67	4,00	0,76	2,00	5,00

**Tabel 8: Gegevens stichtingen bij preferente aandelen per ultimo 2013**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,25	1,00	0,90	1,00	9,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	66	68	7	44	78
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	6	6	5	0	22
Aantal leden per stichting	3,85	4,00	0,81	3,00	5,00

### 2.7.2 STICHTINGSBESTUREN BIJ PRIORITEITSAANDELEN

**Tabel 9** en **Tabel 10** bevatten enkele gegevens met betrekking tot de samenstelling van het bestuur van de stichtingen die in het bezit zijn van het prioriteitsaandeel (de prioriteitsaandelen) van de beurs-NV. Op basis van deze gegevens kan – onder meer – worden geconcludeerd dat per ultimo 2014 (per ultimo 2013) de gemiddelde bestuurder in meer dan één bestuur van dergelijke stichtingen zitting heeft, 57 jaar (58 jaar) oud is en bijna vier jaar (vijf jaar) als bestuurder zitting neemt in het bestuur van de desbetreffende stichting. Dergelijke stichtingen bestaan per ultimo 2014 (per ultimo 2013) uit ongeveer vijf leden.

**Tabel 9: Gegevens stichtingen bij prioriteitsaandelen per ultimo 2014**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,13	1,00	0,34	1,00	2,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	57	58	11	33	73
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	4	4	5	0	33
Aantal leden per stichting	5,17	4,00	4,45	2,00	19,00

**Tabel 10: Gegevens stichtingen bij prioriteitsaandelen per ultimo 2013**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,09	1,00	0,38	0,00	2,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	58	61	11	32	73
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	5	4	6	0	32
Aantal leden per stichting	4,92	3,00	4,65	2,00	20,00

### 2.7.3 STICHTINGSBESTUREN BIJ CERTIFICERING VAN AANDELEN

**Tabel 11** en **Tabel 12** bevatten enkele gegevens met betrekking tot de samenstelling van het bestuur van de stichtingen administratiekantoor. Op basis van deze gegevens kan – onder meer – worden geconcludeerd dat per ultimo 2014 (per ultimo 2013) de gemiddelde bestuurder in ongeveer één bestuur van een stichting administratiekantoor zitting heeft, ruim 68 jaar oud is en bijna zeven jaar als bestuurder zitting neemt in het desbetreffende bestuur. Dergelijke stichtingen bestaan gemiddeld uit bijna vier leden.

**Tabel 11: Gegevens stichtingen bij certificering van aandelen per ultimo 2014**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,04	1,00	0,20	1,00	2,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	68	69	6	45	80
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	7	8	4	0	17
Aantal leden per stichting	3,50	4,00	1,05	1,00	5,00

**Tabel 12: Gegevens stichtingen bij certificering van aandelen per ultimo 2013**

	Gemiddeld	Mediaan	Standaard deviatie	Min.	Max.
Aantal posities per stichtingsbestuurder	1,04	1,00	0,20	1,00	2,00
Leeftijd per stichtingsbestuurder	68	69	4	55	79
Zittingsperiode per stichtingsbestuurder	7	8	4	0	20
Aantal leden per stichting	3,71	4,00	0,80	2,00	5,00

## **DEEL 3: CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN**

## CONCLUDERENDE OPMERKINGEN EN BELEIDSMATIGE AANBEVELINGEN

In dit onderzoeksrapport zijn de resultaten opgenomen van een studie, verricht in opdracht van de Monitoring Commissie, op het terrein van beschermingsmogelijkheden voor Nederlandse beurs-NV's. De onderzoeksvraag die daarbij centraal stond, luidt als volgt: op welke wijze wordt door Nederlandse beurs-NV's in de praktijk invulling gegeven aan de mogelijkheden tot bescherming die de Nederlandse wet- en regelgeving biedt en welke informatie wordt daarover verstrekt op grond van de Code? De nadruk ligt daarbij, zoals ook uit de onderzoeksvraag blijkt, op de juridische mogelijkheden tot bescherming.

Alwaar uit eerder onderzoek uit 2007 en op grond van de literatuur nog kon worden geconcludeerd dat een duidelijke trend waarneembaar is dat het aantal beschermingsmaatregelen, evenals de cumulatie van het aantal beschermingsmaatregelen, lijkt af te nemen, lijkt die afnemende trend vanaf 2009 enigszins af te vlakken. Voorts kan worden geconcludeerd dat het aantal beurs-NV's dat ten minste één beschermingsmaatregel heeft uitstaan c.q. inzetbaar heeft, nog steeds afneemt, maar tegelijkertijd kan ter nuancering te worden opgemerkt dat het tempo waarin dat gebeurt ook lijkt af te nemen. Wel is er sprake van een sterke afname indien toepassing van de structuurregeling niet als beschermingsmaatregel wordt aangemerkt. Verder wordt bij veertien beurs-NV's die ultimo 2014 certificering van aandelen toepassen, in meerderheid (acht keer) certificering niet als beschermingsmaatregel gebruikt.

Bij zowel beurs-NV's te Amsterdam (per ultimo 2014) als bij beurs-NV's in den vreemde (per ultimo 2013) blijkt bescherming door middel van de uitgifte van beschermingspreferente aandelen de meest voorkomende beschermingsmaatregel. Ook blijkt dat beurs-NV's in den vreemde – in zowel relatieve als absolute aantallen – minder vaak dan beurs-NV's te Amsterdam gebruikmaken van de 'traditionele' beschermingsmaatregelen (beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen en toepassing van de structuurregeling). Zo wordt door de beurs-NV's in den vreemde helemaal geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid tot certificering van aandelen en ook worden prioriteitsaandelen relatief weinig (een maal) gebruikt. Ook past geen van de onderzochte beurs-NV's in den vreemde de structuurregeling toe. Wel kennen negen beurs-NV's in den vreemde beschermingspreferente aandelen en wordt op andere terreinen gebruik gemaakt van de flexibiliteit die het Nederlandse vennootschapsrecht biedt.

Met name de meer recente beursnoteringen laten een ontwikkeling zien waarbij het overgrote deel van deze (nieuwe) beurs-NV's onbeschermd – dat wil zeggen: zonder toepassing van de in dit onderzoeksrapport onderzochte 'traditionele' archetypen beschermingsmaatregelen – naar de beurs gaan. Wel is in deze gevallen vaak sprake van een of meer bestaande – doorgaans het kapitaalbelang afbouwende – (groot)aandeelhouder(s) die ter bescherming van hun positie gebruik maken van andere mogelijkheden binnen het Nederlandse vennootschapsrecht die hun positie beschermen. Zo hebben op voordracht van de verkopende aandeelhouder(s) benoemde commissarissen bij enkele recente beursgangen bijzondere goedkeuringsrechten. Dit kan de vraag oproepen of, en op welke wijze, het Nederlandse vennootschapsrecht (voldoende) voorschriften bevat die de positie van minderheidsaandeelhouders (kunnen) waarborgen. Op dat punt dient naar onze mening nader onderzoek worden verricht.

Verder is een recente ontwikkeling dat concentratie van stemrechtbezit plaatsvindt doordat gebruik gemaakt wordt van *dual-class* aandelen (*high-* en *low voting stock*), loyaliteitsstemrecht en andere bijzondere stemrechtregelingen. Zo is bij de omzetting van Altice S.A. in Altice N.V. onder meer *high/low voting stock* ingevoerd. Bij enkele (nieuwe) beurs-NV's in den vreemde, zoals CNH Industrial N.V., Fiat Chrysler Automobiles N.V. en Cnova N.V., bestaan vormen van meervoudig (dubbel) stemrecht. Hoewel dergelijke bijzondere stemrechtregelingen niet tot de 'traditionele' beschermingsmaatregelen worden gerekend, kan hiervan wel een beschermend effect uitgaan.

Als gevolg van de betrokkenheid van de ECB bij de afgifte van een verklaring van geen bezwaar, is voorts een nieuwe dimensie in de discussie over beschermingsmaatregelen ontstaan voor banken die onder toezicht staan van de ECB. Zo is bij de discussie met betrekking tot het al dan niet invoeren van beschermingsmaatregelen bij ABN AMRO – certificering van aandelen, met een beschermend karakter 'in oorlogstijd' – opgemerkt dat uitgifte van beschermingspreferente aandelen in dat geval een minder geschikte beschermingsmaatregel is geworden, omdat de verklaring van geen bezwaar pas kan worden afgegeven in 'oorlogstijd', op het moment dat het voornemen bestaat om de beschermingspreferente aandelen uit te geven. Bij certificering van aandelen kan wel vooraf zekerheid van de ECB worden verkregen over de afgifte van de verklaring van geen bezwaar.

Uit empirische studies volgen geen eenduidige conclusies over de economische wenselijkheid van bescherming(smaatregelen), uitgedrukt in waardevermeerdering of waardevermindering van een beurs-NV. De in de wat oudere economische literatuur genoemde *discount* op de beurskoers wordt (door recentere) economische literatuur niet altijd bevestigd. Wel lijkt het erop dat in de praktijk – onder andere door stemadviesbureaus – de aanwezigheid van uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen als negatief wordt gepercipieerd en gewaardeerd. Als gevolg daarvan kan de aanwezigheid van beschermingsmaatregelen mogelijk een (negatief) effect hebben op de beurskoers.

De vraag of de mogelijkheid tot het gebruikmaken van beschermingsmaatregelen een (positief) concurrentieaspect is voor het Nederlandse vennootschapsrecht, of veeleer een (negatief) aspect is voor het investeringsklimaat, valt niet eenduidig of met zekerheid te beantwoorden. De uiteenlopende zienswijzen die daarover recent zijn geuit in de financiële pers lijken op dit moment nog niet afdoende onderbouwd of met feiten gestaafd.

Over de reikwijdte van het begrip 'beschermingsmaatregel' als bedoeld in BPB IV.3.11 van de Code blijkt in de praktijk enige onduidelijkheid te bestaan. Deze bepaling is in de Code ook niet nader toegelicht. De Code bepaalt dat het bestuur in het jaarverslag een overzicht geeft van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de beurs-NV. Ook wordt van het bestuur verwacht dat wordt aangegeven onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen kunnen worden ingezet. Ondanks de in het onderzoek geconstateerde onduidelijkheid, blijkt dat deze bepaling door de onderzochte beurs-NV's te Amsterdam in boekjaar 2014 behoorlijk wordt nageleefd. 91% van het totaal aantal onderzochte beurs-NV's te Amsterdam leeft namelijk BPB IV.3.11 (al dan niet indirect) na. Voor de resterende beurs-NV's die de bepaling niet (volledig) naleven, lijkt de oorzaak daarvan met name te zijn gelegen in de veronderstelling dat de toepasselijkheid van het structuurregime niet als bescherming(smaatregel) in de zin van BPB IV.3.11 wordt ervaren (twee maal) of vanwege de omstandigheid dat de desbetreffende beurs-NV onbeschermd is en om die reden van mening is dat daarover geen mededeling in het jaarverslag hoeft te worden gedaan (zeven maal).

De Monitoring Commissie wordt in overweging gegeven BPB IV.3.11 van de Code aan te passen. Deze aanpassing zou kunnen bestaan uit een verduidelijking van wat moet worden verstaan onder het begrip 'bescherming' in de zin van de BPB. Gegeven de in dit onderzoek gesignaleerde ontwikkeling van een afnemend gebruik van 'traditionele' beschermingsmaatregelen (zoals beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen en de toepassing van de structuurregeling) en een toenemend gebruik van andere vennootschapsrechtelijke mogelijkheden waarvan een beschermend effect kan uitgaan (zoals bijzondere stemrechtregelingen in de vorm van *dual-class* aandelen, loyaliteitsstemrecht of anderszins) wordt in overweging gegeven om te onderzoeken of ook het (potentiële) gebruik van dergelijke vennootschapsrechtelijke mogelijkheden onder de reikwijdte van de BPB zou moeten vallen, opdat daarover transparantie wordt betracht in het jaarverslag. Daarbij dient tevens nader onderzocht te worden hoe deze informatievoorschriften zich verhouden tot reeds bestaande voorschriften voor de inhoud van het jaarverslag, zoals bijvoorbeeld opgenomen in het Besluit artikel 10 Overnamerichtlijn.

De reeds in 2003 door de Commissie Corporate Governance in haar 'Verantwoording van het werk van de Commissie' uiteengezette argumenten op grond waarvan de Code niet het geschikte instrument blijkt te zijn om het gebruik van beschermingsmaatregelen te reguleren, hebben naar onze mening ook in 2015 nog onverkort geldingskracht. Voor regulering van gebruik van beschermingsmaatregelen blijft een wettelijke regeling de aangewezen weg.

## **BIJLAGEN**

## BIJLAGE I: OVERZICHT VAN DE ONDERZOCHE BEURS-NV'S

1. Overzicht van beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2014:

	Beschermd <sup>a</sup>	Strikte naleving	Indirecte naleving	Niet naleving
AEGON	0	1	-	-
AHOLD KON.	1	1	-	-
AKZO NOBEL	1	1	-	-
ASML HOLDING	1	1	-	-
BOSKALIS WESTMINSTER	1	-	1	-
<b>CORIO</b> <sup>b</sup>	0	-	-	1
DELTA LLOYD GROUP	1	1	-	-
DSM KONINKLIJKE	1	-	1	-
FUGRO	1	1	-	-
GEMALTO	0	-	1	-
HEINEKEN	0	1	-	-
ING GROEP	1	1	-	-
KPN KON	1	1	-	-
OCI	0	-	1	-
PHILIPS KON.	1	1	-	-
RANDSTAD HOLDING	0	1	-	-
REED ELSEVIER	0	-	1	-
SBM OFFSHORE	1	-	1	-
TNT EXPRESS	1	1	-	-
UNILEVER	1	1	-	-
WOLTERS KLUWER	1	1	-	-
REESINK KON. <sup>c</sup>	1	1	-	-
AALBERTS INDUSTRIES	1	1	-	-
ARCADIS	1	1	-	-
ASM INTERNATIONAL	1	1	-	-
BAM GROEP KON.	1	1	-	-
BINCKBANK	1	1	-	-
BRUNEL INTL.	1	-	1	-
CORBION	0	-	1	-
EUROCOMMERCIAL	1	1	-	-
<b>EXACT</b> <sup>b</sup>	0	-	-	1
NIEUWE STEEN INV.	0	-	1	-
<b>NN GROUP</b> <sup>b</sup>	1	1	-	-
<b>NUTRECO</b> <sup>b</sup>	1	1	-	-
POSTNL	1	1	-	-
ROYAL IMTECH	1	1	-	-
SLIGRO FOOD GROUP	1	1	-	-
TEN CATE	1	-	-	1
TKH GROUP	1	1	-	-
TOM TOM	1	1	-	-
USG PEOPLE	1	1	-	-
VASTNED RETAIL	0	1	-	-
VOPAK	1	1	-	-
WERELDHAVE	1	1	-	-
ACCELL GROUP	1	1	-	-
AMG ADV.D.MET.GROUP	1	1	-	-
AMSTERDAM COMMODITIES	0	1	-	-
BALLAST NEDAM	1	1	-	-
BE SEMICONDUCTOR	1	1	-	-
BETER BED HOLDING	0	1	-	-
BRILL	1	1	-	-
<b>CROWN VAN GELDER</b> <sup>b</sup>	1	1	-	-
DOCDATA	0	-	1	-
DPA GROUP	0	1	-	-
ESPERITE	0	1	-	-
GRONTMIJ	1	1	-	-
GROOTHANDELSGEB.	1	-	1	-



HEIJMANS	1	1	-	-
ICT AUTOMATISERING	1	1	-	-
KAS BANK	1	-	1	-
KENDRION	0	-	-	1
NEDAP	1	-	1	-
NEWAYS ELEC.INTL.	1	1	-	-
ORDINA	1	1	-	-
STERN GROEP	1	1	-	-
TELEGRAAF MEDIA GROEP	1	1	-	-
VALUE8	0	-	1	-
WESSANEN KON.CERTS.	0	-	1	-
AFC AJAX	1	1	-	-
AND INTL.PUBLISHERS	0	-	1	-
BATENBURG TECHNIEK	1	-	1	-
BEVER HOLDING	0	-	1	-
CTAC	1	1	-	-
DICO INTL.	0	-	1	-
HEINEKEN HOLDING	1	-	1	-
HOLLAND COLOURS	0	-	-	1
HYDRATEC INDUSTRIES	1	-	-	1
<b>IMCD</b> <sup>b</sup>	0	-	-	1
INVERKO	0	-	1	-
KARDAN	0	-	1	-
LAVIDE HOLDING	1	-	1	-
MACINTOSH RETAIL	1	1	-	-
MTY HOLDINGS	1	-	1	-
NEDSENSE ENTERPRISES	0	-	1	-
NEW SOURCES ENERGY	1	1	-	-
NOVISOURCE	0	1	-	-
ORANJEWOUD	0	-	-	1
PHARMING GROUP	0	-	-	1
PORCELEYNE FLES	0	1	-	-
ROODMICROTEC	0	1	-	-
ROTO SMEETS	1	-	1	-
SNOWWORLD	1	-	1	-
TIE KINETIX	0	1	-	-
VAN LANSCHOT	1	-	1	-
<b>MOTA-ENGIL AFRICA</b> <sup>b</sup>	0	-	1	-

<sup>a</sup> 'Beschermd' houdt in deze tabel kort gezegd in dat de desbetreffende beurs-NV één of meer van de onderzochte beschermingsmaatregelen – *i.e.*, beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen (waaraan meer rechten zijn verbonden dan gewone aandelen) dan wel (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling – kent. Dat wil niet zeggen dat de desbetreffende beurs-NV niet (ook nog) een (andere) maatregel kent waar een beschermend effect van uit kan gaan. Zie over andere vormen van bescherming(smaatregelen) – onder meer – **Paragraaf 1.4.2** van het rapport.

<sup>b</sup> De in groen weergegeven beurs-NV's zijn de nieuwkomers per ultimo 2014 ten opzichte van ultimo 2013. De in rood weergegeven beurs-NV's zijn de vertrekkers vanaf ultimo 2014 tot medio 2015.

<sup>c</sup> De certificaten van aandelen van Koninklijke Reesink N.V. worden verhandeld aan Alternext Amsterdam.

2. Beurs-NV's te Amsterdam per ultimo 2013:

	Beschermd <sup>a</sup>
AEGON	0
AHOLD KON.	1
AKZO NOBEL	1
ASML HOLDING	1
CORIO	0
DSM KON	1
FUGRO	1
GEMALTO	0
HEINEKEN	0
ING GROEP	1
KPN KON	1
PHILIPS KON.	1
POSTNL NV	1
RANDSTAD HOLDING	0
REED ELSEVIER	0
ROYAL IMTECH	1
SBM OFFSHORE	1
TNT EXPRESS	1
UNILEVER	1
WOLTERS KLUWER	1
<b>ZIGGO</b> <sup>b</sup>	1
AALBERTS INDUSTRIES	1
AMG A.M. GROUP	1
ARCADIS	1
ASM INTERNATIONAL	1
BAM GROEP KON.	1
BINCKBANK	1
BOSKALIS WESTMINSTER	1
BRUNEL INTL.	1
CORBION	0
DELTA LLOYD	1
EUROCOMMERCIAL	1
HEIJMANS	1
NIEUWE STEEN INV.	0
NUTRECO	1
OCI	0
PHARMING GROUP	0
TEN CATE KON.	1
TKH GROUP	1
TOM TOM	1
<b>UNIT4</b> <sup>b</sup>	1
USG PEOPLE	1
VASTNED RETAIL	0
VOPAK KON.	1
WERELDHAVE	1
ACCELL GROUP	1
AMSTERDAM COMM.	0
AND INTL. PUBLISHERS	0
BALLAST NEDAM	1
BE SEMICONDUCTOR	1
BETER BED HOLDING	0
BRILL KON.	1
CROWN VAN GELDER	1
CRYO-SAVE GROUP	0
DOCDATA	0
EXACT	0
GRONTMIJ	1
HOLLAND COLOURS	0
ICT AUTOMATISERING	1
KARDAN	0
KAS BANK	1
KENDRION	0
NEDAP	1
ORDINA	1

SLIGRO FOOD	1
TELEGRAAF MEDIA GROEP	1
VALUE8	0
WESSANEN KON.	0
<b>XEIKON</b> <sup>b</sup>	0
1NOMIJ	0
AFC AJAX NV	1
BATENBURG TECHNIEK	1
BEVER HOLDING	0
CTAC	1
DICO INTNL.	0
DPA GROUP	0
GROOTHANDELSGEB.	1
HEINEKEN HOLDING	1
<b>HES BEHEER</b> <sup>b</sup>	1
HYDRATEC INDUSTRIES	1
INVERKO	0
LAVIDE HOLDING	1
MACINTOSH RETAIL	1
MTY HOLDINGS	1
NEDSENSE ENTERPRISES	0
NEW SOURCES ENERGY	1
NEWAYS ELEC. INTL.	1
ORANJEWOUD	0
PORCELEYNE FLES	0
ROODMICROTEC NV	0
ROTO SMEETS	1
<b>SIMAC TECHNIEK</b> <sup>b</sup>	1
SNOWWORLD	1
STERN GROEP	1
TIE KINETIX	0
VAN LANSCHOT	1
REESINK KON. <sup>c</sup>	1

<sup>a</sup> 'Beschermd' houdt in deze tabel kort gezegd in dat de desbetreffende beurs-NV één of meer van de onderzochte beschermingsmaatregelen – *i.e.*, beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen (waaraan meer rechten zijn verbonden dan gewone aandelen) dan wel (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling – kent. Dat wil niet zeggen dat de desbetreffende beurs-NV niet (ook nog) een (andere) maatregel kent waar een beschermend effect van uit kan gaan. Zie over andere vormen van bescherming(smaatregelen) – onder meer – **Paragraaf 1.4.2** van het rapport.

<sup>b</sup> De in rood weergegeven beurs-NV's zijn de vertrekkers vanaf ultimo 2013 tot ultimo 2014.

<sup>c</sup> De certificaten van aandelen van Koninklijke Reesink N.V. worden verhandeld aan Alternext Amsterdam.

3. Beurs-NV's in den vreemde per ultimo 2013:

	Beschermd <sup>a</sup>
AD PEPPER MEDIA INTERNATIONAL NV	0
AERCAP HOLDINGS NV	0
EADS NV	0
ASTARTA HOLDING NV	0
AVG TECHNOLOGIES NV	1
BRACK CAPITAL PROPERTIES NV	0
CATALIS SE	0
CHICAGO BRIDGE & IRON COMPANY NV	0
CIMPRESS NV	1
CNH INDUSTRIAL NV	0
CONSTELLIUM NV	0
CORE LABORATORIES NV	0
ENVIPCO HOLDING NV	0
FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP NV	0
FRANK'S INTERNATIONAL NV	1
FUNCOM NV	0
CINEMA CITY INTERNATIONAL NV	0
HEAD NV	1
INTERXION HOLDING NV	0
JUBII EUROPE NV	0
LYONDELLBASELL INDUSTRIES NV	0
MILKILAND NV	0
MOPOLI NV	0
NIELSEN HOLDINGS NV	0
NORD GOLD NV	0
NXP SEMICONDUCTORS NV	1
OVOSTAR UNION NV	0
PEIXIN INTERNATIONAL GROUP NV	0
PLAZA CENTERS NV	0
PROSENSA HOLDING NV	1
QIAGEN NV	1
RONSON EUROPE NV	0
SENSATA TECHNOLOGIES HOLDING NV	0
STMICROELECTRONICS NV	1
TORNIER NV	0
VIMETCO NV	0
X5 RETAIL GROUP NV	0
YANDEX NV	1

<sup>a</sup> 'Beschermd' houdt in deze tabel kort gezegd in dat de desbetreffende beurs-NV één of meer van de onderzochte beschermingsmaatregelen – *i.e.*, beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen (waaraan meer rechten zijn verbonden dan gewone aandelen) dan wel (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling – kent. Dat wil niet zeggen dat de desbetreffende beurs-NV niet (ook nog) een (andere) maatregel kent waar een beschermend effect van uit kan gaan. Zie over andere vormen van bescherming(smaatregelen) – onder meer – **Paragraaf 1.4.2** van het rapport.

**BIJLAGE II: OVERZICHT VAN DE NIET NALEVENDE BEURS-NV'S**

Blijkens het onderhavige onderzoek wordt BPB IV.3.11 van de Code door de navolgende beurs-NV's op geen enkele wijze – *i.e.*, direct noch indirect – nageleefd per ultimo 2014.

CORIO	Geen beschermingsmaatregel
EXACT	Geen beschermingsmaatregel
TEN CATE	Structuurregime
KENDRION	Geen beschermingsmaatregel
HOLLAND COLOURS	Geen beschermingsmaatregel
HYDRATEC INDUSTRIES	Structuurregime
IMCD	Geen beschermingsmaatregel
ORANJEWOUD	Geen beschermingsmaatregel
PHARMING GROUP	Geen beschermingsmaatregel

**BIJLAGE III: OVERZICHT VAN MUTATIES VAN BEURS-NV'S**

## 1. Mutatie 2013/2014:

	Beschermd	Preferente aandelen	Certificering	Prioriteitsaandelen	Structuurregime
<b>ZIGGO</b>	-1	0	0	0	-1
<b>UNIT4</b>	-1	-1	0	0	0
<b>XEIKON</b>	0	0	0	0	0
<b>HES BEHEER</b>	-1	-1	0	0	-1
<b>SIMAC TECHNIEK</b>	-1	0	0	-1	-1
<b>NN GROUP</b>	1	1	0	0	1
<b>IMCD</b>	0	0	0	0	0
<b>MOTA-ENGIL AFRICA</b>	0	0	0	0	0
Nieuwkomers/vertrekkers	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
Overige mutaties	0	-1	0	-1	0
<b>Totaal mutatie 2013/2014</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>

2. Voorlopige mutatie 2014/2015 <sup>a</sup>:

	Beschermd	Preferente aandelen	Certificering	Prioriteitsaandelen	Structuurregime
<b>CORIO</b>	0	0	0	0	0
<b>EXACT</b>	0	0	0	0	0
<b>NUTRECO</b>	-1	-1	0	0	0
<b>CROWN VAN GELDER</b>	-1	0	-1	0	-1
<b>LUCAS BOLS</b>	0	0	0	0	0
<b>GRANDVISION</b>	0	0	0	0	0
<b>REFRESCO GERBER</b>	0	0	0	0	0
<b>KIADIS PHARMA</b>	0	0	0	0	0
<b>FLOW TRADERS</b>	0	0	0	0	0
<b>ALTICE</b>	0	0	0	0	0
<b>Voorlopige mutatie 2014/2015</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>

<sup>a</sup> De voorlopige mutatie is bijgewerkt tot en met 31 augustus 2015. Wijzigingen na deze datum zijn niet langer meegenomen.