

## ZES INTRESTTAFELS

Universitaire Pers Tilburg, 1971.

308 p. f 17.50

Ingeleid door drs. J. J. M. Michels en drs. A. J. van Reeken.

*door Prof. A. B. Frielink*

Dit is een zeer bijzondere intresttafel. Niet zo zeer omdat de berekeningen met een computer zijn geschied (wat de uitgever vol trots op omslag en titelblad vermeldt), maar vooral omdat een groot aantal in de gebruikelijke tafels niet toegepaste hoge percentages zijn opgenomen. Hierdoor is enerzijds toepassingsmogelijkheid verkregen voor de huidige hoge intrestvoeten (nog slechts enkele jaren geleden kon de boekhandel voor intrestvoeten van 10% en hoger slechts een Italiaanse tafel aanbieden), en is anderzijds de toepasbaarheid voor afschrijvingsstelsels vergroot. Ook de intervallen tussen de percentages zijn klein: tot 15% oplopend met 1/8%, daarna tot 25% met 1/4% en daarboven tot 50% oplopend met 1%. Dit geeft de mogelijkheid tot nauwkeuriger interpolatie dan met de tot nu toe gebruikelijke tafels mogelijk is.

Het boek bevat tafels voor:

I  $(1+i)^n$ ; Eindwaarde  $(1+i)^n - 1$

II  $\sum_{t=1}^n (1+i)^t = (1+i) \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}$  ;

Eindwaarde van gefixeerde gelijkblijvende prenumerando periodieke bedragen.

III De reciproke van II; De grootte van gelijkblijvende prenumerando periodieke bedragen bij een gefixeerde eindwaarde.

IV  $(1+i)^{-n}$ ; Contante waarde  $\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$

V  $\sum_{t=1}^n (1+i)^{-t} = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$  ;

Contante waarde van gefixeerde gelijkblijvende postnumerando periodieke bedragen.

VI De reciproke van V; Gelijkblijvende postnumerando annuïteit.

Alle tafels lopen van 1/8% tot 50% en tot 50 perioden (n). De waarden zijn grotendeels in 10 significante cijfers gegeven; het laatste cijfer is naar boven afgerond indien het elfde cijfer 5 of

hoger is. De computerafdruk is fotografisch overgebracht, zodat zetfouten integraal zijn vermeden.

Het doorbladeren van de tafels doet enkele merkwaardige uitkomsten opvallen, die men in de gebruikelijke tafels niet ziet. Zo is de tegen 50% contant gemaakte waarde van n gelijke periodieke bedragen ad fK nooit hoger dan  $2 \times K$ ; deze bovengrens wordt al zeer dicht benaderd voor  $n=14$ !

Anderzijds is de eindwaarde (tegen 50%) daarvan na 14 jaar reeds ca.  $873 \times K$ , na 50 jaar ca.  $2 \times 10^{10} \times K$ !

Voorts blijkt de oude vuistregel: een bedrag op samengestelde intrest à p% per periode verdubbelt ongeveer in 70:p perioden, voor  $p \leq 14$  nog redelijk op te gaan.

Elke tafel wordt voorafgegaan door een inleiding met enkele toepassingsvoorbeelden. Aan het slot zijn nog enkele casus met interpolatie uitgewerkt.

Voor wie geen computer dagelijks bij de hand heeft om de berekeningen ad hoc te maken, van harte aanbevolen.

*Jhr. Mr. O. de Savornin Lohman*

## DE SER-FUSIECODE EN DE BEURSOVERVAL

Kluwer, Deventer 1970. 36 p., f 5,-.

*door G. J. Wolffensperger*

In zijn geschrift, het eerste in de reeks „studiekring Drion”, tracht de Savornin Lohman de vraag te beantwoorden die hij in de inleiding stelt: moet de SER-fusiecode, of een daar op volgende wettelijke code, nadere regels bevatten met betrekking tot de verwerving van de zeggenschap in een NV door aankoop van haar aandelen op de beurs of op de incourante markt. Daartoe bespreekt hij eerst de fusiecode.

In januari 1970 verscheen een advies van de SER, opgesteld door een commissie onder leiding van professor W. C. L. van der Grinten, inzake gedragsregels in acht te nemen bij het voorbereiden en tot stand brengen van fusies van ondernemingen. Omdat men de tijd voor een wettelijke regeling nog niet rijp achtte, werden de regels neergelegd in het „SER-besluit fusiegedragsregels 1970”, de zogenaamde fusiecode, in werking getreden in juni 1970. Tegelijkertijd werd ingesteld een Commissie voor

Fusie-aangelegenheden van de SER, belast met het toezicht op de naleving.

De fusiecode steunt niet op een verordening van de bevoegdheid van de SER, en is dan ook niet bindend in die zin, dat nakoming kan worden afgedwongen. Zij geeft slechts aan, hoe men in geval van een fusie „behoort” te handelen, en bevat daartoe een aantal voorschriften van hoofdzakelijk procedurele aard, zoals de verplichting om bepaalde betrokkenen tijdig te informeren of te raadplegen. Eventuele overtreding van de code kan slechts worden gesanctioneerd door openbaarmaking, terwijl de leden van de Vereeniging voor den Effectenhandel zich krachtens een besluit van die vereniging moeten onthouden van medewerking aan overtreding. Het is dit gebrek aan krachtige sancties dat de Savornin Lohman vrij plotseling, en zonder nadere argumentering, doet concluderen dat een wettelijke regeling noodzakelijk is. Hoè noodzakelijk zal mede afhangen van de mate waarin een derde mogelijke „sanctie” tot ontwikkeling komt: men moet er rekening mee houden, dat rechterlijke colleges geneigd zullen zijn, overtreding van de fusiecode te beschouwen als een onrechtmatige daad. De Savornin Lohman bespreekt dan ook de verhouding tussen deze gedragsregels, en de zorgvuldigheidsnorm, besloten in artikel 1401 BW, en komt tot de conclusie, dat bij algemene toepassing van de fusiecode een nieuwe zorgvuldigheidsnorm zal groeien, inhoudende dat men zich aan deze gedragsregels behoort te houden.

Door de fusiecode worden twee groepen van belanghebbenden beschermd: de aandeelhouders en de werknemers. Daartoe geeft de code twee vrijwel los van elkaar staande regelingen, elk met een eigen toepassingsgebied en begrip- en apparaat, kennelijk opgesteld door verschillende personen met een verschillende benadering. Deze constatering leidt de Savornin Lohman tot de vraag, welke beschermingsregeling nu op welke fusiesituatie van toepassing is.

Het eerste gedeelte van de code, de gedragsregels ter bescherming van de *aandeelhouders*, is slechts van toepassing ingeval van een *openbaar bod* op de aandelen van een NV. Het omvat dus twee fusiesituaties: die van een bod op de aandelen in overleg met de directie van de over te nemen NV, en het „harde” overnamebod, zonder voorafgaand overleg. Dit houdt onder meer de volgende beperkingen in:

1 de regeling strekt zich niet uit over fusies, die niet tot stand komen door overname van aandelen van aandeelhouders. Te denken valt bijvoorbeeld aan het uitgeven

door de directie van de over te nemen NV van een pakket aandelen aan de overnemer, en aan de fusie door verkoop van het bedrijf tegen contanten of aandelen. Het behoeft geen betoog, dat ook bij deze vormen de belangen van de aandeelhouders in het geding zijn.

2 Overname van aandelen van de aandeelhouders kan ook geschieden zonder een openbaar bod: de overnemer kan eenvoudigweg trachten ter beurze of op de incurante markt zoveel aandelen in een NV te verwerven, dat hij daarin de zeggenschap krijgt. Het is deze vorm van overname die de Savornin Lohman aanduidt als beursoverval, en die hij in het tweede gedeelte van het geschrift centraal zal stellen.

De gedragsregels ter bescherming van de belangen van *werknemers* hebben een aanzienlijk ruimer strekking. Volgens het aan de fusiecode voorafgaande SER-advies zij zij van toepassing bij „een samenvoeging van voordien onafhankelijk van elkaar uitgeoefende economische activiteiten (. . .) onder één gemeenschappelijke leiding, welke samenvoeging wordt verkregen door een wijziging in de eigendomsverhoudingen met betrekking tot het risicodragend kapitaal aangewend voor het drijven van de bij de fusie betrokken ondernemingen”. De regeling zal dan ook gelden voor vrijwel alle fusiesituaties, met name voor de hierboven onder 1 genoemde. Ook voor de beursoverval? De Savornin Lohman twijfelt, voornamelijk omdat de gegeven regels niet op het geval zijn toe te passen, en omdat bij het erkennen van de informatieplicht de situatie zou ontstaan, dat de vakbonden van een op handen zijnde overname eerder op de hoogte zouden moeten worden gesteld dan de directie van de betrokken NV.

In het tweede gedeelte van zijn geschrift gaat de Savornin Lohman in op de beursoverval. Hij verstaat daaronder, zoals vermeld, het verwerven van zeggenschap door aankoop van aandelen op de beurs of op de incurante markt. Een dergelijke handelwijze kan voor de overnemer voordelig zijn, omdat hij in het geheim kan optreden: de directie van de betrokken NV kan geen tegenmaatregelen nemen, en een eventuele eerdere gegadigde, die wèl een openbaar bod op de aandelen heeft gedaan, krijgt geen gelegenheid terug te slaan met een nieuw bod. Bovendien is de overnemer vaak goedkoper uit als hij koopt van aandeelhouders, die niet weten, dat het om een overname gaat. Nu komt een beursoverval in Nederland niet vaak voor, het aantal

malen is in de fusiegolf van de afgelopen jaren te tellen op de vingers van één hand. De affaire-Vredenstein is het meest recente voorbeeld. De Savornin Lohman verwacht echter, dat juist door de werking van de fusiecode het aantal beursovervallen zal toenemen. Immers, bij de reeds genoemde komt nu nog het voordeel, dat men niet is gebonden aan de regels die gelden voor een openbaar bod. Zo verbiedt de code bijvoorbeeld een bod op slechts een deel van de aandelen; bij een beursoverval kan men volstaan met het verwerven van de benodigde meerderheid. En de bij een openbaar bod vereiste openheid drijft de prijs op.

De Savornin Lohman pleit voor een wettelijke regeling van de beursoverval. Zijn voornaamste argument daarvoor is, en ik kom daarop terug, dat een eenmaal gegeven bescherming zich moet uitstrekken over alle gevallen waarin dezelfde belangen dezelfde bescherming behoeven. Hij bespreekt dan de bij een beursoverval betrokken belangen. Voor de aandeelhouders maakt het verschil of zij verkopen aan een andere „verspreide” aandeelhouder, of aan een overnemer: in het laatste geval lopen zij het risico òfwel door onderwaardering een te lage prijs te accepteren, òfwel de meerwaarde door grotere winstmogelijkheden ná de samenvoeging mis te lopen. Verkopen ze niet, dan maken ze kans in een minderheidspositie te worden gemanoeuvreed. Ook de werknemersbelangen zijn uiteraard in het geding. Zoals gezegd is het echter de vraag, of die niet reeds bescherming vinden in de huidige fusiecode. Het zwaarst weegt voor de Savornin Lohman echter het belang van de directie, die de kans loopt plotseling voor het fait accompli te worden gesteld, dat een nieuwe koers voor de NV is uitgezet, zonder dat zij daarop invloed heeft kunnen uitoefenen. Hij acht een beursoverval hoe dan ook „een ondergraving van de verantwoordelijkheid van het bestuur van de overgenomen NV”.

Het geschrift eindigt met een suggestie omtrent hetgeen een regeling van de beursoverval zou moeten inhouden, en het merkwaardige is, dat die suggestie anders uitpakt dan men op grond van de vraagstelling in het begin zou vermoeden. Want wat de Savornin Lohman voorstelt is niet om de reikwijdte van de fusiecode uit te breiden, zodat zij de overval omvat, maar om de overval wettelijk onmogelijk te maken, zodat een overname nog slechts kan geschieden op een wèl geregelde wijze. „In wezen komt een

regeling van de beursoverval neer op het onmogelijk maken ervan,, zegt hij op p. 23. De suggestie die hij doet houdt in een aanmeldingsplicht voor aandelenpakketten boven de 10%, met vrijlating van de verwerving tot 33%, en daarboven limitering van de verwerving door een plafond van steeds 5% boven het laatst openbaar gemaakte percentage. De te geven regeling kan niet anders zijn dan gedetailleerd, vrij arbitrair en dwingend. Een probleem vormt ook hier weer de sanctie; verschillende mogelijkheden in het civielrechtelijke vlak worden besproken, zoals nietigheid van de aankoop, een rechterlijk bevel tot afstoten van de aandelen, en onthouding van het stemrecht op de aandelen.

Men moet, dacht ik, wanneer men een dergelijke vèrgaande regeling voorstelt op een beperkt gebied, met sterkere argumenten komen dan zijn te onlenen aan de fusiecode. Het belangrijkste argument van de Savornin Lohman, dat een eenmaal gegeven bescherming moet worden uitgebreid over alle gevallen, waarin dezelfde belangen dezelfde bescherming behoeven, geldt in feite alleen voor de *aandeelhouders*, en daar nog met de restrictie dat er andere, in de praktijk vaker voorkomende fusiemethoden zijn, waarin die bescherming evenmin wordt verleend.

Bescherming van de *werknemers* is naar mijn mening, en ik meen dat ook de Savornin Lohman tot die opvatting neigt (p. 22), mogelijk onder de huidige fusiecode. Het argument gaat in het geheel niet op voor de *directie* die aan een regeling als de voorgestelde de grootste bescherming van haar positie ontleent. Haar belang komt immers in de fusiecode niet ter sprake!

Het lijkt mij dan ook te simplistisch om een regeling die de beursoverval onmogelijk moet maken voor te stellen als een logisch uitvloeisel van de fusiecode. Men zou met andere argumenten moeten komen. Men zou zich om te beginnen moeten afvragen of het primair beschermde belang, dat van de directie, of, zo men wil, dat van de continuïteit van de onderneming, een zo hoog goed is, dat inbreuk erop door een dergelijke „zware” wettelijke regeling moet worden tegengegaan. En dat is een vraag waarop de Savornin Lohman helaas niet ingaat. Hij beperkt zich tot de juridische aspecten, maar, zegt hij aan het einde van zijn betoog, „uiteindelijk is dit een politieke keuze”.

PRIORITEITSAANDELEN

Kluwer-Deventer, 1971, 201 blz., f 24,50

door Prof. Mr. G. H. A. Schut

In Nijmegen bloeit de studie van het rechtsper-sonen- en vennootschapsrecht. Als centrum fun-geert het in 1966 opgerichte Van der Heijden-instituut, dat onder leiding staat van de hoog-leraren Van der Grinten en Maeijer. Onder aus-piciën van dit instituut verscheen in nog geen twee jaar tijds een vijftal monografieën, waar-van het proefschrift van Cremers de meest recente is. De auteur studeerde rechten te Nijmegen en Poitiers en is sinds 1965 werkzaam als rechterlijk ambtenaar in opleiding te Roermond.

Een afzonderlijke, enigszins omvangrijke studie gewijd aan prioriteits aandelen ontbrak tot nu toe. Daarmee is niet gezegd dat dit onderwerp in de literatuur nog maar weinig aan-dacht heeft gehad, zodat sprake was van een leemte die nodig moest worden opgevuld. Onder een andere vlag - oligarchische clausules, machtsverhoudingen, beschermingsconstructies e.d. - is de materie herhaaldelijk en soms vrij uitvoerig aan de orde geweest. Dit neemt niet weg dat het prettig is de beschikking te hebben over een boek waarin deze stof nu ook eens onder de optiek van het prioriteitsaandeel be-handeld wordt.

Prioriteits aandelen zijn volgens de gangbare omschrijving aandelen waaraan bijzondere zeg-genschapsrechten (zgn. prioriteitsrechten) ver-bonden zijn. Als zodanig vormen ze een klasse apart, een bepaald soort aandelen, te vergelijken met andere soorten zoals gewone of preferente aandelen. In wezen zijn het echter nauwelijks aandelen maar „heerlijke rechten” die - zonder dat dit per se nodig is - vastgekoppeld worden aan (soms minieme) gedeelten van het kapitaal. Dezelfde rechten kan men ook rechtstreeks toe-kennen aan de personen die daarvoor in aan-merking komen, dus zonder de omweg van het aandeelhouderschap. Zo kunnen de statuten be-palen dat de bevoegdheid tot het maken van een bindende voordracht (het prioriteitsrecht bij uitstek) toekomt aan een bepaald vennoot-schapsorgaan (bijv. de raad van commissarissen) of aan een buiten de vennootschap staande stichting. In de praktijk is in de laatste jaren deze directe weg in toenemende mate gevolgd. De schrijver betoogt dat prioriteitsrechten

alleen in het belang van de n.v. mogen worden toegekend en dat de uitoefening van deze rech-ten onderworpen behoort te zijn aan een ver-antwoordingsplicht. Dit zijn heel belangrijke stellingen die ik graag zou willen onderschrij-ven. In de moderne visie op de n.v. past niet meer de gedachte dat deze met publieke be-voegdheden vergelijkbare rechten worden uitge-oefend door privé-aandeelhouders terwille van particuliere belangen. Het proefschrift zou dunkt mij aan waarde hebben gewonnen indien de auteur vanuit deze grondgedachte het boek had opgezet en indien hij niet „prioriteitsaandelen” maar „prioriteitsrechten” als onderwerp gekozen had.

Sterke nadruk legt de schrijver op het gelijk-heidsbeginsel: aan alle aandelen zijn in verhou-ding tot hun nominaal bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden, voor zover de statu-ten niet anders bepalen (art. 39d WvK). Een inbreuk op dit beginsel is alleen gerechtvaardigd indien zij geschiedt in het belang van de n.v. Vandaar dat hij het prioriteitsaandeel om-schrijft als „een aandeel, waaraan door de statu-ten in afwijking van het voor aandelen geldende gelijkheidsbeginsel extra zeggenschap wordt toegekend”. Dit uitgangspunt spreekt mij minder aan. In de praktijk *zijn* niet alle aandelen gelijk. Op het gebied van de winstrechten kennen we gewone en preferente aandelen; in de toekenning van een extra winstrecht schuilt niets abnormaals, ook al gaat het om dezelfde nominale bedragen. Op het terrein van de zeg-genschapsrechten zien we soms verschillen in de regeling van het stemrecht; de wetgever erkent die verschillen (art. 44b WvK). Het is dus niet zo dat de prioriteits aandelen vanuit *dit* gezichts-punt bezien zulk een aparte plaats innemen. Maar ik geef toe dat men hierover ook anders kan denken.

Een voor accountants belangrijk onderwerp stipt de schrijver aan waar hij spreekt over de financiële waardering van het prioriteitsaandeel (blz. 93 e.v.). Behoort aan zo'n aandeel extra waarde te worden toegekend vanwege de daar-aan verbonden extra zeggenschap? Het ant-woord luidt: neen. Prioriteitsrechten worden toegekend in het belang van de n.v.; een extra beloning voor de daardoor verkregen machtspos-itie is principieel onjuist. Deze motivering is dunkt mij voldoende. De auteur beroept zich echter ook nog op de SER-fusiecode. Dit be-roep lijkt mij misplaatst. De regel dat aan alle houders van dezelfde soort aandelen hetzelfde bod behoort te worden gedaan, kan moeilijk van toepassing zijn op houders van verschillende

soorten aandelen (bijv. gewone en prioriteitsaandelen).

Gelijk gezegd bevat het proefschrift veel materiaal dat reeds bekend is maar dat nu op overzichtelijke wijze bij elkaar is gezet. Daartoe blijft echter de betekenis van dit boek niet beperkt. Men vindt er ook *nieuwe* gegevens in, waardoor het geheel een bepaalde meerwaarde krijgt. Op blz. 67 e.v. worden de resultaten weergegeven van een eigen onderzoek dat is ingesteld naar oligarchische clausules in de statuten van alle n.v.'s met ter beurze genoteerde aandelen (346 n.v.'s). Dit onderzoek kan worden gezien als een vervolg op de onderzoekingen die de huidige president-directeur van de KLM, dr. G. van der Wal, in 1947 en 1960 heeft verricht. Zijn conclusie was dat het treffen van oligarchische voorzieningen bij deze n.v.'s eerder regel dan uitzondering is. Tot dezelfde slotsom komt de schrijver: meer dan 98% van het totale ter beurze genoteerde aandelenkapitaal is via de statuten oligarchisch beschermd. Ook de resultaten van een door dr. P. H. van Gorkum gehouden onderzoek ten behoeve van een op 19 januari 1969 uitgezonden radiodocumentaire over economische macht werden in zijn boek verwerkt (blz. 89 e.v.). Belangwekkend en voor de praktijk nuttig is tenslotte de opsomming die de auteur geeft van de wensen die bij de Vereniging voor den Effectenhandel ten aanzien van prioriteitsaandelen bestaan (blz. 98 e.v.). Deze gegevens zijn geput uit gesprekken met functionarissen van genoemde vereniging; officiële voorschriften dienaangaande ontbreken.

Zoals bekend is de wetgeving op het gebied van het vennootschapsrecht in een stroomversnelling geraakt. Hierdoor is deze studie gedoemd sneller te verouderen dan anders het geval zou zijn geweest. Het is daarom toe te juichen dat de schrijver in het laatste hoofdstuk

de blik op de (inmiddels nabij gekomen) toekomst richt. Daarin stelt hij de vraag of ook onder de nieuwe wetgeving prioriteitsaandelen mogelijk of wenselijk zijn. Het antwoord luidt ontkennend voor wat betreft de belangrijke categorie van grote naamloze en besloten vennootschappen waarop de structuurwet van toepassing is; in deze grote vennootschappen hebben prioriteitsaandelen zijns inziens geen bestaansgrond meer (blz. 155). Voor een verbod van prioriteitsaandelen bestaat geen reden ten aanzien van de grote n.v.'s en b.v.'s waarop de structuurwet slechts gedeeltelijk van toepassing is (Nederlandse dochters van buitenlandse moedermaatschappijen; Nederlandse moeders van merendeels buitenlandse dochtermaatschappijen); in de praktijk zullen prioriteitsaandelen hier echter niet veel betekenis hebben (blz. 163). Rest nog de categorie van kleine n.v.'s en b.v.'s die niet aan de criteria van de structuurwet voldoen. Hier zullen prioriteitsaandelen hun oude positie blijven behouden en dus in beginsel geoorloofd zijn (blz. 169).

Instructief is het hoofdstuk dat gewijd is aan het buitenland en ontwikkelingen in E.E.G.-verband. Het blijkt dat in België, Frankrijk en Duitsland dezelfde doeleinden met andere middelen worden nagestreefd, dat de Vierde Richtlijn waarschijnlijk het in Nederland gebruikelijke bindende voordrachtsrecht onmogelijk zal maken en dat in de Europese n.v. prioriteitsaandelen niet zijn toegestaan.

Wie zich over prioriteitsaandelen nader wil oriënteren, doet er verstandig aan het boek van Cremers te raadplegen. Het geeft gedegen informatie op een in het algemeen verantwoorde wijze. Ook voor niet-juristen is het gemakkelijk leesbaar. Voor een wetenschappelijk werk is dat zeker geen gering compliment.