

*Mr. P.M. van der Zanden RA*

## Bescherming tegen dreigende beursoverval

### Inleiding

Onder bovenstaande titel publiceerde ik in het decembernummer 1977 van dit tijdschrift een artikel over beschermingsconstructies. Hoewel de wetgeving aangaande de emissie van aandelen nadien aanzienlijk is gewijzigd, heeft dit slechts op enkele punten tot gevolgen voor de toepasbaarheid van beschermingsconstructies geleid. Ook de jurisprudentie nadien heeft niet tot ingrijpende wijzigingen geleid.

De golf van beursovervallen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk evenals de recente beursoverval door Elsevier op Kluwer en de voornemens van de Vereniging voor de Effectenhandel de beschermingsconstructies aan banden te leggen, heeft de belangstelling voor beschermingsconstructies doen opleven, reden waarom in deze bijdrage op dit onderwerp wordt ingegaan.

Onder beursoverval wordt hier verstaan het verwerven van de zeggenschap in een ter beurse genoteerde vennootschap door een bod, uitgebracht zonder dat het bestuur van de over te nemen vennootschap daarvan van te voren op de hoogte is gesteld of in de gelegenheid is gesteld daaromtrent overleg te voeren.<sup>1</sup>

Er moet onderscheid worden gemaakt tussen:

- Beschermingsmaatregelen door de wet of door gedragscodes.
- Voorkoming van beursovervallen door adequate informatievoorziening.
- Beschermingsconstructies welke zijn te onderscheiden in:
  - prioriteitsaandelen/oligarchische clausules;
  - beperking van het stemrecht c.q. aandelenbezit;
  - uitgifte van aandelen;
  - certificering van aandelen.

Deze beschermingsconstructies kunnen in combinatie worden gebruikt en hebben gemeen dat zij hun (statutaire) regeling moeten hebben verkregen voordat de overval begint. Indien wordt gewacht tot zich een overval aankondigt, zal men in het algemeen niet meer in staat zijn tijdig te reageren.

### Beschermingsmaatregelen door de wet of door gedragscodes

Werkelijke beschermingsmaatregelen tegen beursovervallen kent ons recht (nog) niet.

Wel is op 23 december 1985 door de Europese Commissie bij de Raad van de Europese Gemeenschappen een voorstel voor een richtlijn ingediend betreffende de bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in het kapitaal van een ter beurse genoteerde vennootschap te publiceren gegevens. Wordt deze ontwerprichtlijn ongewijzigd definitief vastgesteld dan zal in de wetgeving van de lidstaten een verplichting voor aandeelhouders van beursvennootschappen moeten worden opgenomen, te weten dat de uitbreiding of inkrimping van hun aandelenpakket boven c.q. onder de grenswaarden: 10%, 20%, 33 $\frac{1}{3}$ %, 50%, 66 $\frac{2}{3}$ %, 90% van het geplaatste kapitaal binnen 7 dagen aan de vennootschap moet worden gemeld. De vennootschap moet vervolgens hiervan binnen 7 dagen aan het publiek mededeling doen. Een echte overval is dan uitgesloten. Het bestuur van de vennootschap, groepen van aandeelhouders en ook concurrenten zullen kunnen reageren met de hierna te noemen constructies.

Verder is door de Europese Commissie in mei van dit jaar een voorontwerp van Richtlijn opgesteld die een betere regeling van overnamebiedingen beoogt. De reacties van de diverse lidstaten op deze voorstellen zijn overigens blijkens persberichten nogal afwijzend.

Binnen welke termijn dit voorstel voor een richtlijn het tot een wet zal brengen is niet te voorspellen, de praktijk leert dat tussen voorstel en uiteindelijke wetgeving een zeer aanzienlijke tijd (soms tot 20 jaar) kan verstrijken.

De in onze wet opgenomen structuurregeling kan voor grote vennootschappen (vennootschappen waarvan het aandelenkapitaal verhoogd met reserves ten minste 22,5 miljoen gulden belooft, die ten minste 100 werknemers hebben en over een krachtens de wet ingestelde ondernemingsraad beschikken) bescherming tegen een beursoverval bieden, in zoverre dat aan de algemene vergadering van aandeelhouders bepaalde voor beïnvloeding van het beleid essentiële bevoegdheden, zoals benoeming van de leden van de raad van commissarissen en het bestuur, zijn ontnomen. Indien, in aansluiting op de wettelijke regeling ter zake van de structuurvennootschappen in de statuten vrijwel alle bevoegdheden aan de algemene vergadering van aandeelhouders worden onttrokken, met uitzondering van die welke de wet voorbehoudt aan deze vergadering (te weten goedkeuring van de jaarrekening) en daarbij met name wordt bepaald dat statutenwijzigingen slechts mogelijk zijn op voorstel van het bestuur of de raad van commissarissen is de bescherming volledig. Zelfs indien een andere structuurvennootschap meer dan 50% van de aandelen verwerft en een vrijstelling van het structuurregime op grond van de wet te realiseren is, kan dit laatste worden belet omdat hiervoor steeds een statutenwijziging nodig is.

Een weg die de overvallers dan nog openstaat is de samenstelling van de raad van commissarissen te doen wijzigen met behulp van een beroep op de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam. Zij zullen dan stellen dat zich 'een ingrijpende wijziging der omstandigheden (verkrijging van een meerderheidspakket) voordoet op grond waarvan handhaving als commissaris redelijkerwijs niet van de vennootschap kan worden verlangd'

(artikel 161 lid 2 Boek 2 BW). In hoeverre de Ondernemingskamer een zodanig beroep zal honoreren, is niet vooraf te voorspellen.

Overigens zij hier opgemerkt dat ook voor niet-structuurvennootschappen het mogelijk is bepaalde besluiten aan een unanimité te binden. Indien het bestuur of de leden van de raad van commissarissen ervoor zorgen over enige aandelen te beschikken kunnen zij een overvaller eveneens verhinderen de macht geheel aan zich te trekken.

Als gedragscode ter zake van overnames van vennootschappen hebben de SER-fusiegedragsregels in Nederland het nodige gezag. Deze verbieden een openbaar bod zonder dat uitgebreide, in deze gedragsregels vastgelegde, procedures van overleg en informatieverstrekking tussen de besturen van de betrokken vennootschappen heeft plaatsgevonden.<sup>2</sup> De SER-fusiegedragsregels zijn echter geen wet in formele zin, zodat tegen een vennootschap die zich daaraan niet houdt geen werkelijke sancties openstaan.

### **Voorkoming van beursovervallen door adequate informatievoorziening**

Indien men de beursovervallen van de afgelopen decennia in Nederland en ook in het buitenland analyseert, dan blijkt dat er in een aantal gevallen een discrepantie heeft bestaan tussen de beurswaarde en de werkelijke waarde van de vennootschap. Dit is mogelijk doordat bepaalde patenten of procédés niet worden gewaardeerd, dan wel dat het rendement laag is en de intrinsieke waarde hoog. Hierdoor kan het voor een overvaller interessant zijn ten behoeve van 'asset-stripping' of ten behoeve van een verbetering van zijn rentabiliteit de vennootschap in haar macht te krijgen.<sup>3</sup>

Door goede informatieverstrekking kan, althans tot op zekere hoogte, de hierbedoelde discrepantie tussen de verschillende waarden worden vermeden, zodat ook de aantrekkelijkheid als slachtoffer afneemt, doordat de beurswaarde de werkelijke waarde beter benadert.

### **Beschermingsconstructies**

De beschermingsconstructies behelzen steeds een samenstel van maatregelen welke veelal op voorstel van het bestuur van een vennootschap worden genomen en die gebaseerd zijn op statutaire bepalingen die macht concentreren bij het bestuur of bij een - de zittende aandeelhouders van de vennootschap welgezinde - groep of instelling, dan wel maatregelen die zodanige besluiten mogelijk maken dat de macht bij een dreigende overval daar kan worden geconcentreerd. Omdat voor het wijzigen van statutaire bepalingen steeds een al dan niet gekwalificeerde meerderheid der aandeelhouders nodig is, dienen de hiervoor bedoelde statutaire bepalingen aanwezig te zijn voordat een eventuele overvaller actief wordt. Indien deze in staat is via de beurs een substantieel deel van de aandelen onderhands te verwerven dan zal door het absentisme van grote aantallen aandeelhouders, dat veel aandeelhoudersvergaderingen van beursvennootschappen kenmerkt, een statutenwijziging onmogelijk blijken.<sup>4</sup>

Thans worden de verschillende vormen waarin de beschermingsconstructies voorkomen besproken.

### **Prioriteits aandelen / oligarchische clausules**

De statuten kunnen aan bepaalde groepen aandeelhouders (houders van prioriteits aandelen) of aan bepaalde categorieën personen (veelal bestuurders, commissarissen of oprichters) speciale bevoegdheden ter zake van besluitvorming toekennen. De verscheidenheid aan regelingen is zeer groot. Enkele veel voorkomende regelingen zijn:

- goedkeuringseis en/of bindende voordracht bij het besluit tot benoeming van bestuurders of commissarissen;
- goedkeuringseis bij statutenwijziging;
- recht op vaststelling van de winstbestemming;
- recht tot het geven van bindende aanwijzingen met betrekking tot het stemrecht door de moedervenootschap in de algemene vergadering van aandeelhouders van de dochtervenootschap.

Met betrekking tot de goedkeuringseis en/of bindende voordracht bij benoeming van bestuurders en commissarissen moet nog worden opgemerkt dat bij vennootschappen, opgericht ná 1 april 1929, met 2/3 van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, het bindend karakter aan de voordracht kan worden ontnomen c.q. de goedkeuringseis terzijde kan worden gesteld (artikel 133 Boek 2 BW). Een overvaller zal in een dergelijke situatie, wil hij een zekere macht in de vennootschap kunnen uitoefenen, zich van meer dan 2/3 van de aandelen meester moeten maken dan wel van de prioriteits aandelen en meer dan 1/3 van de aandelen (behoudens lichtere statutaire eisen).

### **Beperking van het stemrecht**

De wet opent in de artikelen 118 en 228 Boek 2 BW - die als hoofdregel aangeven dat iedere aandeelhouder ten minste één stem heeft en dat verder het stemrecht evenredig is aan het gezamenlijk bedrag der aandelen dat ieder bezit - de mogelijkheid het stemrecht per aandeelhouder te beperken. Hierbij moeten overigens aandeelhouders die een gelijk bedrag aan aandelen bezitten, gelijk stemrecht hebben. Deze beperking mag verder voor hun die een groter bedrag aan aandelen bezitten niet gunstiger - dus wèl ongunstiger - zijn dan voor hun die een kleiner bedrag bezitten. Men kan ook op andere wijze dan volgens de hiervoor gegeven regels het stemrecht beperken doch dan mag men bij een maatschappelijk kapitaal dat in meer dan honderd aandelen is verdeeld aan éénzelfde aandeelhouder niet meer dan zes stemmen toekennen. Bij een maatschappelijk kapitaal dat in minder dan honderd aandelen is verdeeld, is dit aantal drie stemmen.

Een verdergaande maatregel is de statutaire bepaling waarbij het aandelenbezit per natuurlijke persoon of rechtspersoon wordt beperkt tot x% van het geplaatste kapitaal. Beperking tot 1% komt in de praktijk voor.<sup>5</sup>

Bij deze constructie kan een overvaller in beginsel nooit de macht in de

vennootschap verkrijgen. In de praktijk ziet men dat een overvaller in die situatie gebruik tracht te maken van stromannen. Indien de overvaller dit doet komt de zich teweerstellende vennootschap in de moeilijke positie dat zij moet kunnen bewijzen dat van stromannen gebruik wordt gemaakt en dat bedoelde personen geen aandeelhouders zijn. De problematiek rond stromannen heeft in het verleden reeds tot uitgebreide procedures geleid.<sup>6</sup>

### **Uitgifte van aandelen**

De uitgifte van aandelen aan een 'bevriende relatie' op het moment dat een overval dreigt, is een zeer frequent toegepaste beschermingsmethode. Bij deze methode worden de zittende aandeelhouders in een minderheidspositie gebracht, althans er wordt een zodanig aantal aandelen geplaatst dat het onwaarschijnlijk is dat de overvaller een pakket van een omvang kan verwerven die de macht in de overvallen vennootschap geeft. Het bezwaar van deze methode - zoals dat ook door de Vereniging voor de Effectenhandel tot uitdrukking is gebracht<sup>7</sup> - is dat de zittende aandeelhouders de facto niet gezamenlijk meer over de zeggenschap in de vennootschap kunnen beschikken. Zij worden afhankelijk gemaakt van de nieuwe aandeelhouder die weliswaar - zoals uit het navolgende zal blijken - onafhankelijk moet zijn van de bestuurders van de vennootschap doch nog altijd een bevriende relatie van het bestuur van de vennootschap is en die de beschikking krijgt over het aandelenpakket, juist in het licht van de dreigende overval. Deze nieuwe aandeelhouder kan het soms financieel zeer aantrekkelijke bod van de overvaller frustreren.

Juridisch-technisch kunnen bij de emissie van deze aandelen de volgende opmerkingen worden gemaakt.

Met betrekking tot naamloze vennootschappen kon tot september 1981 de bevoegdheid tot de uitgifte van aandelen statutair worden gedelegeerd aan het bestuur of de raad van commissarissen.

Bij invoering van de aanpassingswet Tweede EEG-richtlijn, die betrekking heeft op de kapitaalbescherming van de naamloze vennootschap, is de bevoegdheid met betrekking tot een emissiebesluit bij de algemene vergadering van aandeelhouders gelegd. Deze kan haar bevoegdheid voor een termijn van ten hoogste vijf jaren delegeren aan een ander vennootschapsorgaan dat daartoe bij het besluit van de algemene vergadering of bij de statuten is aangewezen. Wil het bestuur adequaat kunnen reageren dan zal het over de bevoegdheid tot emissie moeten kunnen beschikken. Men ziet dan ook tegenwoordig op vele agenda's van algemene vergaderingen als vast punt de bedoelde machtiging voorkomen.

De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen op zich zou echter niet voldoende zijn; artikel 96a Boek 2 BW geeft namelijk in beginsel aan de bestaande aandeelhouders een voorkeursrecht bij emissie naar evenredigheid van het gehouden belang. Bij emissies van aandelen in verband met een dreigende beursoverval wordt echter meestal gebruik gemaakt van preferente aandelen, dit zijn aandelen die slechts tot een bepaald percentage van het

nominale bedrag delen in de winst. Deze aandelen zijn van het genoemde voorkeursrecht uitgezonderd.

Het gebruik van preferente aandelen wordt verder ingegeven door het feit dat de emissie primair gericht is op het stemrecht van deze aandelen en niet op het ter beschikking krijgen van gelden. De winstgerechtigdheid van preferente aandelen heeft veelal een relatie met de kosten verbonden aan het aantrekken van middelen door de 'bevriende relatie' ten behoeve van de financiering van het te verwerven pakket. Daarbij komt nog dat deze aandelen à pari geplaatst kunnen worden en veelal ook weer à pari kunnen worden ingekocht (zie hierna).

Het feit dat een dergelijke emissie niet gericht is op het verwerven van risicodragend vermogen doch op het verwerven van stemrecht leidt er ook toe dat veelal wordt volstaan met de minimale stortingsplicht op aandelen ten belope van 25% van het nominale bedrag van de aandelen. Over de vraag of het het bestuur is toegestaan te besluiten tot een emissie, die niet dient om te voorzien in de behoefte aan risicodragend vermogen doch primair of uitsluitend gericht is op het verkrijgen van zeggenschap, is in de rechtsgeleerde literatuur in het verleden veel geschreven.

Als heersende leer<sup>8</sup> mag thans worden aangenomen dat het gebruik van de verkregen emissiebevoegdheid om de zelfstandigheid van de vennootschap te handhaven bij een beursoverval toelaatbaar is. De motivering hiervoor is dat een bod op aandelen van een zelfstandige vennootschap zonder instemming van het bestuur van deze vennootschap in beginsel maatschappelijk niet als passend wordt gezien behoudens het geval dat het bestuur, door instemming met het bod van een ander, kenbaar heeft gemaakt de zelfstandigheid niet te willen handhaven. Ook kan gesteld worden dat een essentieel vennootschappelijk belang gediend wordt en daarmee een rechtvaardigingsgrond wordt gevonden voor de in beginsel ongeoorloofde inbreuk op de rechten van de aandeelhouders.

Dit betekent tevens dat een plaatsing in het kader van een overval bij een andere vennootschap die beoogt een duurzame band te creëren - een fusie derhalve - niet toegelaten is, omdat door de aandeelhouders de emissiebevoegdheid slechts uit handen is gegeven ter bescherming van de vennootschap tegen ongewild samengaan. Aangenomen mag worden dat de aandeelhouders over het aangaan van een duurzame band zelf wensen te beslissen.

In deze opvattingen wordt duidelijk dat ook de persoon van de nieuwe aandeelhouder van belang is. Is de nemer van de aandelen bijvoorbeeld een stichting of vennootschap 'Continuïteit X NV' dan wordt dit in het algemeen aanvaardbaar geacht, indien het bestuur van de stichting qua samenstelling in voldoende mate onafhankelijk is van het bestuur van de te beschermen vennootschap. Het bestuur van de stichting moet, gelet op het doel, zelf tot zijn besluitvorming komen, waarbij hij oog moet hebben voor alle bij de vennootschap betrokken belangen. In het algemeen is de plaatsing bij een dergelijke stichting als tijdelijk bedoeld. Overigens zijn in het verleden ook bankrelaties als verwervers van aandelen opgetreden. Ook dan kan de onafhankelijkheid gewaarborgd zijn.

Plaatst men de aandelen bij een bevriende relatie die een eigen belang kan hebben - zoals in het verleden een aantal malen is gebeurd - dan wordt in het algemeen die handelwijze minder of niet aanvaardbaar geacht.

Ten aanzien van de financiering van het nemen van de aandelen is nog van belang te wijzen op artikel 98c Boek 2 BW waarin is bepaald dat ten behoeve van het verkrijgen door een derde van aandelen in het kapitaal, de vennootschap geen leningen of koersgaranties mag verstrekken noch zekerheid mag stellen. Reeds onder de oude wetgeving werd dit door de meeste rechtsgeleerde schrijvers aangenomen.<sup>9</sup> Deze regel bemoeilijkt in het algemeen het plaatsen van gewone aandelen die vaak boven pari noteren. Bij cumulatief preferente aandelen, die gewoonlijk à pari blijven noteren, zullen op onderpand van de aandelen in het algemeen wel financieringsmiddelen te verkrijgen zijn.

Ook moet nog worden gewezen op de mogelijkheid dat het bestuur van de vennootschap zich onafhankelijk maakt van de hiervoor beschreven machtiging door de algemene vergadering van aandeelhouders tot het emitteren van aandelen. Dit kan door het - overigens na machtiging door de algemene vergadering van aandeelhouders - verlenen van een voorwaardelijke optie op (preferente) aandelen aan een stichting 'Continuïteit'. De voorwaarde zal dan gelegen zijn in de dreiging van een beursoverval, hetgeen geconstateerd zal moeten worden door het bestuur van de bedreigde vennootschap.

Duidelijk moge zijn dat de beschermingsconstructie, gelegen in het kunnen plaatsen van aandelen, vooral bestaat uit het feit dat het bestuur van de bedreigde vennootschap kan wijzen op zijn beschermingsmogelijkheden. Indien effectief tot plaatsing van de (preferente) aandelen moet worden overgegaan, kunnen nieuwe complicaties optreden. Het ligt vrijwel steeds in de bedoeling om, nadat de dreiging is geweken, de aandelen weer in te kopen. Inkoop van eigen aandelen door de vennootschap is echter sinds de invoering van het kapitaalbeschermingsrecht in 1981 aan sterk beperkende bepalingen onderworpen. De belangrijkste hiervan zijn:

- Het bestuur moet gemachtigd zijn door de algemene vergadering van aandeelhouders deze aandelen in te kopen. Voor de nemer van de aandelen bestaat derhalve geen zekerheid of de aandelen tegen de afgesproken condities kunnen worden teruggekocht. Wellicht is dit door het verlenen van een optie tot verkoop op het moment van plaatsing te ondervangen<sup>10</sup>, doch het is niet geheel zeker of een dergelijke optie de termijn van 18 maanden, genoemd in artikel 98 lid 3 Boek 2 BW met betrekking tot een machtiging van het bestuur door de algemene vergadering van aandeelhouders tot inkoop, kan overschrijden.
- De vennootschap kan slechts volgestorte eigen aandelen verkrijgen, zodat, indien aanvankelijk slechts het minimale bedrag van 25% van het nominale bedrag is gestort, alsnog tot volstorting moet worden overgegaan.
- De vennootschap kan slechts 10% van haar geplaatste aandelenkapitaal inkopen. Veelal zal het bij beschermingsconstructies om hogere bedragen

gaan, zodat steeds na inkoop overgegaan moet worden tot intrekking van aandelen alvorens wederom 10% kan worden ingekocht, waarvoor alsdan weer een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig is. Van der Grinten<sup>11</sup> suggereert dat het mogelijk is een besluit tot intrekking te nemen onder de voorwaardelijke tijdsbepaling dat de houder van de preferente aandelen de wens tot intrekking te kennen geeft. Hij meent dat zelfs een statutaire bepaling in die zin opgenomen kan worden.

Om het probleem van de inkoop van aandelen te voorkomen kan een oplossing zijn het statutair creëren van aflosbare preferente aandelen (de statuten bepalen dat deze aandelen kunnen worden ingetrokken met terugbetaling; zie art. 99 Boek 2 BW). Wel zal bij intrekking de in art. 99 Boek 2 BW e.v. voorgeschreven uitgebreide procedure moeten worden gevolgd.

### **Certificering van aandelen**

Een voor de hand liggende methode om tot een eerste bescherming te komen is het certificeren van de aandelen, omdat daarmee het financiële belang en het stemrecht gescheiden worden. Het stemrecht wordt geconcentreerd bij het administratiekantoor dat de aandelen houdt (een stichting of naamloze vennootschap). Met name indien gebruik wordt gemaakt van niet-royeerbare certificaten en een administratiekantoor waarop het bestuur of de raad van commissarissen van de te beschermen vennootschap invloed heeft, kan de bescherming zeer effectief zijn. Dit laatste is mogelijk door in de administratievoorwaarden op te nemen dat het bestuur van het administratiekantoor met betrekking tot het stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap overleg met het bestuur of de raad van commissarissen van de te beschermen vennootschap moet plegen. Verder kan door bepalingen in de statuten of door het uitgeven van prioriteitsaandelen in het administratiekantoor het bestuur c.q. de raad van commissarissen van de te beschermen vennootschap invloed uitoefenen. Het een en ander laat overigens onverlet de verantwoordelijkheid van het bestuur van het administratiekantoor de belangen van de certificaathouders in het oog te houden.

Overigens kunnen ook royeerbare certificaten de gewenste bescherming bieden indien in de statuten wordt bepaald dat royement slechts mogelijk is met goedkeuring van het bestuur van de te beschermen vennootschap.

Een soortgelijke bescherming kan worden verkregen door het 'tussenschakelen' van een 'Gemeenschappelijk Bezit NV' (Nationaal Bezit NV). Meestal zijn coupures van de aandelen van een 'Gemeenschappelijk Bezit NV' kleiner en daarom over een breder publiek gespreid. Hierdoor is het voor een overvaller moeilijker de meerderheid te verwerven. Indien de te beschermen vennootschap waarvan de aandelen worden gehouden door de 'Gemeenschappelijk Bezit NV' daarnaast nog enige beschermingsconstructies heeft aangebracht, zal het voor een overvaller vrijwel onmogelijk zijn tot deze vennootschap door te dringen.



## Tot slot

De hiervoor weergegeven beschermingsmaatregelen kunnen en zullen veelal in combinatie worden gehanteerd.

Zo zal bij gebruikmaking van een 'Gemeenschappelijk Bezit NV' veelal tevens gebruik worden gemaakt van prioriteitsaandelen in de te beschermen vennootschap c.q. in de 'Gemeenschappelijk Bezit NV'. Een voorbeeld van een combinatie van beschermingsconstructies gaf in het verleden de KNSM te zien. Deze vennootschap kende de volgende maatregelen.

- a Beheerstichting Preferente Aandelen KNSM Nationaal Bezit KNSM;  
doel: beheren en administreren van preferente aandelen KNSM en preferente aandelen Nationaal Bezit (zie d).
- b Stichting Administratiekantoor KNSM;  
doel: beheren en administreren van aandelen KNSM, aandelen Nationaal Bezit (zie d) en aandelen Administratiekantoor (zie c).
- c NV Administratiekantoor KNSM;  
doel: beheren en administreren van aandelen KNSM en aandelen Nationaal Bezit (zie d).  
Hiertegenover waren royeerbare certificaten uitgegeven.
- d NV Nationaal Bezit KNSM;  
doel: beheren en administreren van - aandelen KNSM op naam hiertegenover uitgegeven preferente aandelen op naam en gewone aandelen op naam of aan toonder.

Bij een cumulatie van beschermingsconstructies spreekt men wel van een vennootschap met een 'dubbel slot'.

Uit een recent jaarverslag van de Vereniging voor de Effectenhandel<sup>12</sup> blijkt dat bij het bestuur van deze vereniging twijfel bestaat over de toelaatbaarheid van dergelijke dubbele sloten, omdat dit de rechten van de aandeelhouders te zeer aantast. Men heeft dan ook een commissie ingesteld onder voorzitterschap van Prof. Mr. W.C.L. van der Grinten om een studie van deze problematiek te maken. Uit de perspublicaties rond de recente beursoverval van Elsevier op Kluwer wordt duidelijk dat de Vereniging voor de Effectenhandel ook wil gaan optreden tegen dergelijke cumulaties van beschermingsconstructies. Zij heeft daartoe de mogelijkheid omdat zij voorwaarden kan stellen voor de notering van een beursfonds op de officiële markt, met name vraagt zij ook inzage in de statuten van vennootschappen die notering aanvragen en wenst zij geïnformeerd te worden omtrent statutenwijzigingen.

Van deze bevoegdheden heeft de Vereniging reeds gebruik gemaakt om te eisen dat het bestuur van de stichting waarbij aandelen worden geplaatst in het kader van een beursoverval in meerderheid bestaat uit leden die onafhankelijk zijn van het bestuur van de te beschermen vennootschap. Ook stelt zij een dergelijke eis ten aanzien van het bestuur van de administratiekantoren die beperkt royeerbare certificaten uitgeven. Niet-royeerbare certificaten laat de vereniging al geruime tijd niet meer toe omdat zij het aandeel als zeggenschapspapier denatureert.

Een opmerkelijk fenomeen in het kader van de beschermingsconstructies die Kluwer hanteerde bij de afweer tegen de beursoverval door Elsevier (welke maatregel overigens niet is doorgezet), was het in de Nederlandse praktijk niet eerder gehanteerde uit de Verenigde Staten afkomstig middel de 'Poison-pill'. Deze op de tactiek van de verschroeiende aarde gelijkende methode houdt in dat het meest renderende onderdeel van de overvallen vennootschap te elfder ure buiten de vennootschap wordt gebracht. Een andere in de Verenigde Staten toegepaste methode is de aankoop kort na de overval van een zeer slecht renderende onderneming. Het is de vraag of dergelijke methoden in Nederland als aanvaardbaar beschouwd gaan worden.

#### Noten

1 Zie ook de toelichting op de SER-fusiegedragsregels.

2 Zie met name artikel 4, hoofdstuk 1 van de SER-fusiegedragsregels.

3 R.E. de Rooy, *Hoe ver kan men gaan met beschermingsconstructies in vennootschapsland*, Bank en Effectenbedrijf, nummer 4/1987.

4 Een voorbeeld van deze problematiek is de rechtsstrijd rond de statutenwijziging van N.V. Tilburgsche Waterleidingsmaatschappij te Tilburg (N.J. 1981, 220).

5 Zie het in noot 3 genoemde artikel van De Rooy.

6 Zie arrest Scholten/Aardappelfabriek NV, HR 4 januari 1963 N.J. 1964/438.

7 De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, uitgave van de Vereniging voor de Effectenhandel.

8 Zie onder meer: W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en Besloten vennootschap*, no. 164.2 en P. van Schilfgaarde, *Handboek voor de Naamloze en Besloten vennootschap*, blz. 81.

9 W.C.L. van der Grinten, *De HVA-affaire*, De Naamloze Vennootschap, juli/augustus 1973.

10 W.C.L. van der Grinten, *De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap*, De Naamloze Vennootschap, 60/2.

11 W.C.L. van der Grinten, *De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap*, De Naamloze Vennootschap, 60/2.

12 De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, uitgave van de Vereniging voor de Effectenhandel.