BESCHERMING TEGEN DREIGENDE BEURSOVERVAL

door P. M. van der Zanden R.A.

Inleiding

Naar aanleiding van enkele dreigende beursovervallen gedurende de afgelopen jaren ontstond de behoefte een overzicht samen te stellen van de, tot op heden, in de literatuur gesignaleerde beschermingsmaatregelen, welke het Bestuur, de Raad van Commissarissen en eventueel de prioriteitsaandeelhouders van vennootschappen ter beschikking staan.

Onder een beursoverval wordt verstaan een openbaar bod op de aandelen van een vennootschap *tegen de zin* van het Bestuur, de Raad van Commissarissen en de prioriteitsaandeelhouders van de betrokken vennootschap (15).

De mogelijkheden tot bescherming tegen beursovervallen zijn in een aantal groepen te verdelen; te weten:

1 statutaire maatregelen
2 inschakeling van een Administratiekantoor of Gemeenschappelijk Bezit N.V. tussen de vennootschap en de verschaffers van risicodragend vermogen
3 de uitgifte van aandelen
4 overige maatregelen.

Daarnaast dient nog vermeld te worden:

5 de bescherming welke een aantal wettelijke maatregelen biedt.

De vorenstaande mogelijkheden zullen achtereenvolgens worden besproken, waarbij moet worden opgemerkt dat een aantal van de genoemde beschermingsconstructies gezamenlijk kunnen of moeten worden toegepast.

MOGELIJKHEDEN TOT BESCHERMING

1 Statutaire maatregelen

In de statuten van vennootschappen kunnen regelen worden opgenomen welke het een overvaller moeilijk maken de beslissende macht in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (verder aan te duiden als A.V.A.) te verkrijgen.

De hieronder weergegeven maatregelen zullen in het algemeen gecombineerd worden met andere beschermingsmaatregelen (15).

1.1. Regels ten aanzien van het maximaal aandelenbezit respectievelijk het aantal stemmen per aandeelhouder

In de statuten van een vennootschap kan worden bepaald dat per aandeelhouder (binnen de grenzen gesteld in B.W. 2 art. 118 lid 5 en art. 228 lid 5) maximaal x stemmen mogen worden uitgebracht c.q. dat per natuurlijk of rechtspersoon het aandelenbezit is gemaximeerd op y% van het geplaatste aandelenkapitaal.

Deze maatregel maakt het een eventuele overvaller moeilijk een stemmenmeerderheid in de A.V.A. te verkrijgen, immers al bezit hij de meerderheid der aandelen, dan nog verwerft hij niet onmiddellijk de feitelijke macht in de vennootschap.

De geschetste constructie is in het verleden gepaard gegaan met het gebruik

van stromannen. Bescherming hiertegen is zeer moeilijk, omdat degene die zich beroept op het gebruik van stromannen door een tegenpartij, zal moeten aantonen dat bedoelde personen geen feitelijke aandeelhouders zijn (18).

Voorbeelden van bedrijven waar bovenbedoelde bepalingen in de statuten zijn opgenomen zijn:

- Scholten Aardappelmeelfabrieken N.V.: maximaal aantal stemmen per aandeelhouder; conflict tussen aandeelhouder Dr. Scholten en vennootschap wegens gebruik van stromannen door eerstgenoemde (18).
- K.N.S.M.: maximaal 1% van het geplaatste kapitaal per aandeelhouder met behoud van verkregen rechten; beslist op A.V.A. 18 maart 1974 in verband met dreigende overval door Jessel Securities (7).
- Vredestein: indien één aandeelhouder méér dan *f* 100.000,– nominaal aandelenbezit gaat verkrijgen, is dit onderworpen aan de goedkeuring van het bestuur van de onderneming (13).

1.2. Oligarchische clausules

De verscheidenheid in oligarchische clausules is zeer groot, de volgende constructies komen veel voor:

a. goedkeuringseis of bindende voordracht bij bestuursbenoemingen.
b. goedkeuringseis of bindende voordracht bij benoeming van commissarissen.
c. het geven van bindende richtlijnen in de moedermaatschappij ten aanzien van het stemgedrag in of het doen van voorstellen bij dochtermaatschappijen.
d. goedkeuringseis ten aanzien van statutenwijzigingen.
e. recht op vaststelling van de jaarrekening/winstbestemming.

In de meeste gevallen worden de speciale bevoegdheden toegekend aan een bepaalde groep aandeelhouders (houders van prioriteitsaandelen); in sommige gevallen aan een bepaalde categorie personen (bestuurders, commissarissen, oprichters).

Overigens kan aan de bindende voordracht met betrekking tot benoeming van bestuurders en commissarissen bij vennootschappen opgericht nà 1 april 1929 door tweederde van de uitgebrachte stemmen, die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, het bindend karakter worden ontnomen.

De werking van de prioriteit kan versterkt worden door de betreffende aandelen in eigendom dan wel ten titel van beheer over te dragen aan een afzonderlijke juridische eenheid zoals:

a. Gemeenschappelijk Bezit N.V./Nationaal Bezit B.V.
b. Administratiekantoor
c. Stichting.

Een eventuele overvaller zal zich nu eerst meester moeten maken van deze juridische eenheid alvorens de macht in de A.V.A. te verkrijgen. Zoals uit paragraaf 2 zal blijken is dit ten aanzien van *a* en *b* niet eenvoudig, bovendien wint de bedreigde vennootschap hierdoor tijd.

Bij stichtingen is het in sommige gevallen zelfs geheel onmogelijk zich als overvaller meester te maken van de prioriteitsaandelen.
Voorbeeld:

- Rijn-Schelde: De prioriteitsaandelen zijn ondergebracht in een stichting waarvan de bestuurders slechts personen kunnen zijn, welke op voordracht van de prioriteit tot bestuurder of commissaris bij de holding Rijn-Schelde zijn benoemd.

Aan de goedkeuring van houders van prioriteitsaandelen is onderworpen de uitoefening van het stemrecht op aandelen en participaties in andere vennootschappen en ondernemingen en het bepalen der richting, in welke zal worden gestemd (11, 15).

N.B. Van der Grinten is van mening dat deze constructie bij overname tot een onhoudbare situatie leidt, omdat het stichtingsbestuur de normale gang van zaken kan blijven beïnvloeden. Hij acht deze constructie derhalve niet acceptabel. Dit temeer omdat in dit geval bevoegdheden verbonden met de prioriteitsaandelen afgeleid zijn uit bestuursbevoegdheden, terwijl normaliter deze afgeleid worden uit de bevoegdheden van de A.V.A. Hierdoor ontstaat een ongecontroleerde machtspositie van bestuurders en commissarissen (11).

1.3. Het verlenen aan het bestuur van de vennootschap van de bevoegdheid tot het uitgeven van aandelen zonder voorafgaande toestemming van de A.V.A.

In de laatste 10 jaren hebben vele vennootschappen in hun statuten een wijziging aangebracht, waarbij het aan het bestuur mogelijk wordt gemaakt zonder voorafgaand overleg met de A.V.A. aandelen uit te geven.

Om zich met succes door middel van een emissie tegen overvallen te beschermen is het noodzakelijk dat statutair voor het bestuur deze mogelijkheid tot het uitgeven van aandelen met het oog op eventuele overvallen wordt geopend (zie paragraaf 3). Voor zover dergelijke emissies aan de rechter zijn voorgelegd heeft hij deze statutaire regeling in veel gevallen als toestemming van de A.V.A. tot uitgifte van aandelen geïnterpreteerd. Overigens zij er hier reeds op gewezen dat in het kader van de harmonisatie van het vennootschapsrecht in de E.E.G. deze delegatie is geclausuleerd (zie paragraaf 5).

2 Inschakeling van een administratiekantoor of een gemeenschappelijk bezit n.v. tussen de vennootschap en de verschaffers van risicodragend vermogen

2.1. Administratiekantoor

Het inschakelen van een administratiekantoor gaat gepaard met het uitgeven van al dan niet royeerbare certificaten (1, 14, 15).

Met name niet-royeerbare certificaten bieden een goede bescherming tegen overvallen. Zij hebben echter tevens het bezwaar dat, indien het bestuur van het administratiekantoor een onafhankelijke koers ten opzichte van het bestuur der vennootschap kiest, dit voor dit laatste bestuur dezelfde problemen oplevert als een overval.

Overigens kan in de administratievoorwaarde worden opgenomen dat het bestuur van het administratiekantoor ten aanzien van het stemmen in de A.V.A. van een vennootschap overleg moet plegen met de Raad van Commissarissen van deze vennootschap, zij mag echter de certificaathouders nooit onnodig of onredelijk schaden.

Ten aanzien van royeerbare certificaten kunnen de statuten van de vennootschap waarin aandelen worden gehouden nog bepalen dat royeren aan de goedkeuring van het bestuur van de vennootschap is onderworpen.

Voorbeelden:

- Wilton Feyenoord N.V. in 1956 (9)
- Rupax: administreerde aandelen Vredestein waartegenover zij royeerbare

certificaten uitgaf. Volgens statuten Vredestein was royering aan goedkeuring van bestuur Vredestein onderworpen. Volgens administratievoorwaarden moest bestuur Rupax overleg plegen met Raad van Commissarissen Vredestein (14).

2.2. Gemeenschappelijk Bezit N.V./Nationaal Bezit N.V.

Een Gemeenschappelijk Bezit N.V. (verder aan te duiden als G.B. N.V.) heeft uit een oogpunt van bescherming tegen beursovervallen het voordeel dat de zeggenschap in de A.V.A. van de vennootschap welke bescherming behoeft niet bij ter beurze genoteerde aandelen ligt, doch bij het bestuur van de G.B. N.V., terwijl anderzijds toch een beroep wordt (kan worden) gedaan op de kapitaalmarkt. De verschaffers van risicodragend vermogen kunnen slechts het bestuur van de G.B. N.V. ter verantwoording roepen.

Binnen de G.B. N.V. kunnen wederom alle hiervoor en hierna te noemen beschermingsmaatregelen worden toegepast (15).

Aandelen van G.B. N.V.'s zijn vaak in kleinere coupures verkrijgbaar, hetgeen leidt tot een grotere spreiding van het aandelenbezit. Voor een overvaller zal het hierdoor moeilijker zijn een meerderheid van de aandelen te verkrijgen. Anderzijds wordt de A.V.A. van de vennootschappen met een gespreid aandelenbezit nogal eens gekenmerkt door absenteïsme, waardoor een eigenaar van een groot minderheidspakket in feite de macht in de A.V.A. kan uitoefenen (voorbeeld A.V.A. Westertoren 16, 17).

Voorbeeld van bescherming via o.m. bovenstaande constructies:

– K.N.S.M. (15)

a. Beheerstichting Preferente Aandelen K.N.S.M. - Nationaal Bezit K.N.S.M.;
doel: beheren en administreren van preferente aandelen K.N.S.M. en preferente aandelen Nationaal Bezit (zie d)

b. Stichting Administratiekantoor K.N.S.M.;
doel: beheren en administreren van aandelen K.N.S.M., aandelen Nationaal Bezit (zie d) en aandelen Administratiekantoor (zie c)

c. N.V. Administratiekantoor K.N.S.M.;
doel: beheren en administreren van aandelen K.N.S.M. en aandelen Nationaal Bezit (zie d)
hiertegenover zijn royeerbare certificaten uitgegeven.

d. N.V. Nationaal Bezit K.N.S.M.;
doel: beheren en administreren van – aandelen K.N.S.M. op naam
hiertegenover uitgegeven preferente aandelen op naam en gewone aandelen op naam of aan toonder.
In de besturen van de stichtingen is een soortgelijke constructie gevolgd als bij Rijn-Schelde (zie paragraaf 1.2).
Ter beurze worden uiteindelijk genoteerd: gewone aandelen Nationaal Bezit en royeerbare certificaten uitgegeven door het Administratiekantoor.

N.B. Noldus veroordeelt dergelijke constructies. Hij meent dat het bestuur op deze wijze de vrije verhandelbaarheid van aandelen en certificaten beperkt, derhalve acht hij deze denaturering van de aandelen door het bestuur verwerpelijk (détournement de pouvoir) (1).

3 Uitgifte van aandelen

De uitgifte van aandelen is tot nu toe de meest op de voorgrond tredende mogelijkheid tot bescherming tegen beursovervallen.

In de literatuur wordt door de rechtsgeleerde schrijvers de betrouwbaarheid van deze beschermingsmaatregel zeer verschillend beoordeeld. Aangezien dit voor de beoordeling van de maatregel van belang is worden onderstaand in het kort de opvattingen van een aantal rechtsgeleerde schrijvers ten aanzien van de uitgifte van aandelen, anders dan om te voorzien in de behoefte aan risicodragend vermogen, weergegeven:

Standpunt Slagter (5, 7)

De uitgifte is altijd gerechtvaardigd mits

a. een essentieel vennootschappelijk belang hiermede is gediend (derhalve een belang van *allen* die bij de vennootschap betrokken zijn en niet alleen van de aandeelhouders)

b. de uitgiftekoers zodanig is dat voor de oude aandeelhouders het vermogensverlies beperkt blijft.

Dit standpunt is gebaseerd op de opvatting dat een aandeel twee aspecten in zich verenigt, namelijk de financiering en het stemrecht. Daarom is het gebruik maken van alleen dit laatste aspect legitiem.

Standpunt Van der Grinten/Heyning (6, 8, 9, 11, 16):

De uitgifte is ongeoorloofd tenzij er een rechtvaardigingsgrond aanwezig is. Een rechtvaardigingsgrond kan zijn het feit dat het van levensbelang is voor de vennootschap dat de overname van de macht verhinderd wordt.

Van der Grinten motiveert zijn standpunt als volgt: De rechten van de oude aandeelhouders moeten zoveel mogelijk gerespecteerd worden, slechts bij dreigend ernstig nadeel voor de vennootschap mogen zij geschaad worden (uit jurisprudentie blijkt dat schade welke ontstaat door het enkele feit dat door de emissie de meerderheid waarover aandeelhouders beschikken verloren gaat geen nietigheid van het besluit tot gevolg heeft. Wel echter indien sprake is van strijd met de goede trouw of billijkheid.

Ook vanuit de bevoegdheid van het bestuur de problematiek benaderend, komt Van der Grinten tot het bovengenoemde standpunt.

Hij stelt: art. 47 W.v.K. (thans art. 129, 130, 239 en 240 B.W.2) regelt de bevoegdheden en de taak van het bestuur; hierin is de emissiebevoegdheid niet opgenomen. Derhalve komt dit krachtens art. 43 W.v.K. (thans art. 107 en 218 B.W.2) aan de A.V.A. toe. Indien de A.V.A. de bevoegdheid delegeert aan het bestuur, dan moet de bevoegdheid wel in die zin geclausuleerd worden verstaan dat het bestuur deze slechts voor de gewone bestuurstaak, dit is het belang van de vennootschap, mag uitoefenen. Normaliter dient het aantrekken van vermogen niet voor het breken van de macht van de aandeelhouders, derhalve is in een dergelijk geval sprake van machtsmisbruik tenzij eerderbedoelde rechtvaardigingsgrond aanwezig is (9).

Standpunt Hellema/Noldus (1, 10):

De uitgifte is ongeoorloofd.

Noldus baseert zijn mening op het feit dat een N.V. een kapitaalsassociatie is. Een emissie raakt derhalve de grondslagen van het samenwerkingsverband. Hieruit concludeert hij dat de „oude" aandeelhouders (weliswaar geen wettelijk) recht van voorkeur hebben bij uitgifte. Zij hebben als het ware een eigendomsrecht dat ge-

respecteerd dient te worden en zeker niet door het bestuur met voeten mag worden getreden teneinde de A.V.A. naar haar hand te zetten.
Overigens zij opgemerkt dat in de „Tweede Richtlijn van de E.E.G." d.d. 13 december 1976, in art. 29 een dergelijk voorkeursrecht aan de oude aandeelhouders wordt toegekend. Dit voorkeursrecht kan slechts bij besluit van de A.V.A. worden beperkt of opgeheven.

Ten aanzien van eventuele procedures hebben de opvattingen de volgende gevolgen:
Slagter: Degene die de emissie bestrijdt, zal moeten bewijzen dat er een wan-verhouding bestaat tussen het nadeel van de emissie en het daardoor gediende vennootschappelijke belang. De rechter zal de feiten marginaal moeten toetsen.
Van der Grinten: Degene die de emissie bestrijdt zal moeten aantonen dat geen rechtvaardigingsgrond aanwezig was c.q. de rechter kan de tegenpartij opdragen te bewijzen dat deze er wél was.
Heyning: Overeenkomstig de algemene regel, dat degene die een rechtvaardigingsgrond inroept voor een in beginsel ongeoorloofde gedraging, de aanwezigheid van de uitzonderingstoestand dient aan te tonen, rust de bewijslast op de directie en commissarissen. Aangezien er vanuit moet worden gegaan dat de directie in beginsel niet bevoegd is, moet de rechter de feiten materieel toetsen.
Noldus: De klager zal moeten bewijzen dat er geen financieringsbehoefte bestond.

De rechterlijke uitspraken neigen tot op heden in de richting van de opvattingen van Van der Grinten.
Voorbeelden:
Hof Amsterdam, 1 april 1971 inzake Immaform tegen N.V. Handelsvereniging v/h Reiss en Co. (materiële toetsing der feiten) (6).
Hof Amsterdam, 15 november 1973 inzake Westertoren/H.V.A. (Socfin S.A.) (5):
Pres. Rechtbank Den Haag, 13 mei en 26 juni 1970 inzake Vredestein (13, 14).
Hof Den Haag, 15 april 1971 inzake Vredestein (marginale toetsing van de feiten) (6).
Hof Amsterdam, 14 augustus 1973 inzake C.S.M.-Suiker Unie.

Een uitspraak welke het standpunt van Slagter volgt:
Rechtbank Amsterdam, 18 maart 1974 inzake Jessel Securities tegen K.N.S.M. (7).

Bij de verdere bespreking van de uitgifte van aandelen als beschermingsmaatregel kunnen drie aspecten worden onderscheiden, te weten: de soort (aandeel)bewijzen, de stortingsverplichting en de categorie waartoe de nieuwe aandeelhouders behoren. Deze aspecten hebben zoals uit het vervolg zal blijken een zekere samenhang, omdat niet alle daarin te onderscheiden groepen gecombineerd kunnen worden.

3.1. Soort aandeelbewijzen
3.1.1. Gewone aandelen
Hierover zijn buiten hetgeen omtrent de juridische aanvaardbaarheid van de maatregel is gesteld, geen bijzonderheden te vermelden.

3.1.2. Preferente aandelen
Preferente aandelen worden enerzijds vaak uitgegeven omdat de nieuwe aandeelhouder weinig risico wil lopen en derhalve een zo vast mogelijke vergoeding over zijn vermogen wil ontvangen en anderzijds om aantasting van de winst per aandeel te voorkomen.
Voorbeeld:
– K.N.S.M. tegen overval door Jessel Securities.

3.1.3. Prioriteitsaandelen
Prioriteitsaandelen worden zelden uitgegeven in geval van directe bedreiging. Voor bespreking wordt verwezen naar paragraaf 1.2.

3.1.4. Optie op aandelen
Het meest bekende en tevens het eerste geval van het verlenen van optie op aandelen is de „affaire V.M.F.", later is ook door Van Nievelt Goudriaan deze constructie gevolgd.

De optie was door V.M.F. verleend aan een bevriende relatie. De Raad van Bestuur (R.v.B.) deelde de aandeelhouders mee, dat, indien een gegadigde voor overname niet eerst in overleg trad met de R.v.B., hij de bevriende relatie zou verzoeken gebruik te maken van haar optie. De voorwaarden van de emissie werden in dezelfde circulaire meegedeeld, dit was o.m.: uitgifte tegen een koers 100, hetgeen gerechtvaardigd zou worden door lagere dividendrechten; V.M.F. had het recht van terugkoop; het stemrecht zou worden uitgeoefend door een trustee, bij gebrek aan overeenstemming tussen deze laatste en de bevriende groep zou niet worden gestemd.

Het besluit heeft van verschillende zijden kritiek ontmoet, o.m. de Vereniging voor den Effectenhandel en Hellema (10). Deze laatste acht, evenals Noldus, de constructie ontoelaatbaar (Noldus: Détournement de pouvoir (1)) immers enerzijds bestaat de door het bestuur geclaimde verantwoordelijkheid voor de belangen van de aandeelhouders (i.c. beoordeling van het bod op de aandelen) niet, anderzijds zijn door deze constructie de aandeelhouders niet vrij te beslissen of zij al dan niet op een bod zullen ingaan. Hellema vraagt zich bij de onderhavige kwestie nog af wat voor aandelen men zal uitgeven, omdat de statuten van V.M.F. geen aandelen vermelden die voldoen aan de in de circulaire voorkomende voorwaarden, zodat dit slechts bereikt kan worden door op een of andere wijze het geld naar de vennootschap te doen terugvloeien (zie hieromtrent paragraaf 3.2.3.) (1, 3, 5, 10).

3.2. Stortingsverplichting
3.2.1. Volstorten van aandelen
Het volstorten van aandelen tot de nominale waarde c.q. de koerswaarde geeft geen aanleiding tot bijzondere opmerkingen. Ten aanzien van de koerswaarde bepaling wordt verwezen naar hetgeen in de aanvang van deze paragraaf is gesteld.

3.2.2. Met storting tot x% van de waarde kan worden volstaan
Vaak wordt volstaan met het storten van slechts 10% van het nominale bedrag c.q. de koerswaarde omdat op deze wijze met zo weinig mogelijk middelen zoveel

mogelijk stemmen worden verkregen, bovendien blijft de verwatering van de winst per aandeel op deze wijze zo gering mogelijk.

Slagter is een voorstander van dit systeem (2). Noldus ziet het niet volstorten van aandelen als een bewijs dat het kapitaal niet nodig is en de emissie slechts ten doel heeft de rechten van de oude aandeelhouders aan te tasten. Bloemsma (3) vult dit aan met de opmerking dat het twijfelachtig is of bij toetsing door de rechter deze constructie staande blijft, immers de houders van „zware" aandelen kunnen nu door de „lichte" worden overstemd.

3.2.3. Het gestorte kapitaal komt niet ter vrije beschikking van de vennootschap

Het niet ter vrije beschikking komen van het gestorte kapitaal is bijvoorbeeld mogelijk door verrekening van de te storten gelden met een aan de aandeelhouder te verstrekken lening, waardoor deze laatste in feite geen vermogen verstrekt. Het verrekenen van het uit hoofde van geplaatst aandelenkapitaal verkregen vermogen via een lening met de nieuwe aandeelhouder, is in het verleden verscheidene malen voorgekomen.

De tegenprestatie hierbij varieerde van een vaste vergoeding over de transactie tot een met de winst variërend bedrag. Verschillende gevallen zijn ter beoordeling aan de rechter voorgelegd, waarbij de verrekening in enige gevallen mede tot gevolg had dat de rechter oordeelde dat geen sprake was van een feitelijke emissie, het deelnemen in het risicodragend vermogen was een fictie, zodat tot een schijnhandeling werd geconcludeerd en de emissie nietig was.

Ook in de literatuur wordt deze opvatting gevolgd; Van der Grinten (16): „Een uitgifte van aandelen die gepaard gaat met een overeenkomst waarbij de vennootschap het kapitaalrisico - d.m.v. inkoopverplichting tegen uitgiftekoers, door dividendgaranties - op zich neemt, is m.i. niet geldig."

Voorbeelden:

- H.V.A. plaatste i.v.m. bedreiging door Administratiekantoor Westertoren aandelen bij Investeringsbank Amsterdam N.V., met verrekening van gestorte bedrag via lening en met recht/plicht van terugkoop van aandelen. Rentevergoeding op de lening was gelijk aan het dividend. Voor de gehele transactie werd aan I.B.A. een bedrag ad *f* 200.000,– vergoed.

  Bij vonnis van het Hof te Amsterdam d.d. 30 maart 1973 (5, 16) werd besluit van de plaatsing nietig verklaard, in verband met de strijdigheid van bovengenoemde feiten met de statuten van H.V.A., welke volstorting eisten.

  N.B. Overigens is Van der Grinten (16) van mening dat de overwegingen van het Hof, waarin het betoogt dat de emissie op zichzelf geen schijnhandeling is, niet decisief zijn. Naar zijn mening ontbrak een rechtsgeldige titel aan de levering en derhalve zou de emissie nietig zijn. Dorhout Mees (17) bestrijdt de opvatting van Van der Grinten.
- Gist, Meneba en C.S.M. tegen Suiker Unie respectievelijk Scholten-Honig. Drie eerstgenoemde gingen een fusie aan teneinde overname door een van de laatstgenoemden te voorkomen. Hierbij werden de aandelenkapitalen vergroot en zodanig over en weer geplaatst dat verrekening kon plaatsvinden (6).

3.3. Categorie waartoe nieuwe aandeelhouders behoren

3.3.1. Bankrelaties

Bankrelaties zullen in het algemeen weinig genegen zijn deel te nemen in het risicodragend vermogen van vennootschappen. Bij overvallen is in het verleden evenwel gebleken dat de vaste bankrelaties bereid zijn hulp te bieden. Vaak wordt in deze gevallen evenwel, mede gezien de gesignaleerde houding van de Nederlandse banken, het gestorte kapitaal niet feitelijk ter beschikking van de vennootschap gesteld (zie paragraaf 3.2.3.). Dit benadrukt de bezwaren van de constructie en geeft aan de argumenten van de tegenstanders, dat van „schijnaandeelhouders" (Van der Grinten, 16) sprake is, nog meer reliëf.

Slagter (2) ziet hier voor de banken een nieuw werkterrein, welk in het buitenland reeds is betreden (bijvoorbeeld: België: banques d'affaires).

Voorbeelden:

- H.V.A./I.B.A. (zie par. 3.2.3.)
- N.V. Veneta/Amro bij bedreiging door Vermögensverwaltung A.G. (plaatsing van *f* 3 miljoen) (2).

3.3.2. Een voor het opnemen van de geëmitteerde aandelen opgerichte vennootschap

Om het probleem van het optreden van schijnaandeelhouders te ondervangen zijn enkele vennootschappen, al dan niet met bevriende relaties, ertoe overgegaan voor dit doel speciale vennootschappen op te richten. De voordelen zijn:

a. het karakter van risicodragend vermogen kan beter tot uitdrukking worden gebracht;

b. de constructie is goedkoper.

De bezwaren zijn:

a. het bestuur van deze speciale vennootschap kan een onafhankelijke koers varen, immers een zekere mate van onafhankelijkheid in het bestuur van de dochtermaatschappij is geboden wil men voorkomen dat tegenstanders bij een stemming de bestuurders van de vennootschap kunnen tegenwerpen, dat zij als gemachtigden voor ingekochte eigen aandelen optreden;

b. de in paragraaf 3.2.3. bedoelde verrekening blijft direct of indirect toch bestaan en de rechter zal in een voorkomend geval door de constructie heen kunnen zien (7).

Voorbeeld:

- K.N.S.M. en de Amsterdamsche Droogdok Maatschappij hebben gezamenlijk Amstinmij B.V. opgericht, welke B.V. ten doel heeft preferente aandelen in de beide moeders te verwerven als bescherming tegen overvallen waarbij de continuïteit in gevaar komt.

3.3.3. Een voor het opnemen van de geëmitteerde aandelen opgerichte stichting

Stichtingen hebben in het kader van bescherming tegen overvallen het voordeel dat ten aanzien van de benoeming van bestuurders derden geen invloed kunnen uitoefenen. In de statuten kan worden opgenomen welke groep van personen tot bestuurder mag worden benoemd (bijvoorbeeld commissarissen van de vennootschap), waardoor een extra-bescherming kan worden verkregen. Door deze constructie zouden de eerdergenoemde bezwaren in par. 3.2.3., 3.3.1. en 3.3.2. ondervangen kunnen worden; blijft echter het bezwaar dat het bestuur van de stich-

ting een onafhankelijke koers kan varen, hoewel het gevaar aanmerkelijk geringer is dan bij de constructie beschreven in paragraaf 3.3.2.

Overigens wordt verwezen naar hetgeen in paragraaf 1.2. inzake stichtingen als aandeelhouders is vermeld en naar de notities van Van der Grinten hieromtrent.

Voorbeelden:

- Rijn-Schelde - zie paragraaf 1.2.
- K.N.S.M. - zie paragraaf 2
- Bols: In de affaire Bols is overwogen de in verband met de bedreiging door Heineken uit te geven aandelen, onder te brengen in een stichting waarvan het bestuur onafhankelijk was van het bestuur van Bols en waarin waarschijnlijk het geld dat gestort moest worden uit andere bronnen dan een lening met Bols zou komen.

3.3.4. Administratiekantoor

Teneinde het bezwaar van verrekening te voorkomen is men er wel toe overgegaan de aandelen bij een administratiekantoor te plaatsen welk hiervoor op haar beurt certificaten uitgeeft. Ten aanzien van de voor- en nadelen zij verwezen naar paragraaf 2.

3.3.5. Bevriende zakenrelatie

Hiervoor geldt in principe hetzelfde als voor de categorie in paragraaf 3.3.1. genoemd, hoewel in minder sterke mate. In de praktijk is de zakenrelatie de meest voorkomende partner geweest.

Voorbeelden (5):

- C.S.M., Gist en Meneba: (zie paragraaf 3.2.3.) overeengekomen werd dat het stemrecht uitgeoefend zou worden conform het door de directies voorgestelde beleid. (Hierover is geprocedeerd voor Hof Amsterdam 14 augustus 1973).
- Van Nievelt Goudriaan, V.M.F., Wilton Feyenoord, Arnhemse Scheepsbouw Mij., Rijn-Schelde, Houthandel William Pont, Lindeteves Jacobsberg, Porceleyne Fles, Heybroek, Beers, Amfasgroep.

N.B. Algemeen (3)

In veel recente statutenwijzigingen wordt de volgende constructie gevolgd: Geen toestemming is nodig van de A.V.A. indien ten minste 10% wordt gestort en de uitgifte een bedrag betreft gelijk aan of lager dan de helft van het totaalbedrag der geplaatste gewone aandelen. Deze aandelen zijn in zoverre preferent dat daarop uit de winst bij voorrang dividend wordt betaald gelijk aan het promessedisconto verhoogd met een percentage. Dit percentage varieert per bedrijf, voorbeeld: Kluwer, Bührmann-Tetterode, Kwatta, Van Reeuwijk + 1½%; Nijverdal-Ten Cate, Rijn-Schelde Verolme + 2%; Nederhorst, Desseaux, Wijers + 2½%. (Zie overigens ook opmerking in par. 5 inzake E.E.G.).

4 Overige maatregelen

Onder overige maatregelen kan onder meer gerangschikt worden het manipuleren met gegevens door de directie van de bedreigde vennootschap teneinde te bereiken dat de oude aandeelhouders hun aandelen niet van de hand zullen doen.

Gedacht wordt bijvoorbeeld aan overtrokken winstverwachtingen.

Dit soort manipulaties heeft zich in het verleden kennelijk in het buitenland reeds enkele malen voorgedaan, af te leiden uit de volgende alinea uit het artikel over het Panel on Take-overs and Mergers (4). „And what about the directors of the offeree company in the pre-Panel area? They where by no means defenceless when their company received what to them was an unwelcome bid. Often their first line of defence was an extravagant profit-forecast, unvetted and uncorroborated by independent accountants".

Deze manipulaties worden unaniem van de hand gewezen. In het buitenland zijn hiertegen reeds maatregelen getroffen, zoals een verklaring van de accountant ten aanzien van de redelijkheid van de winstprognose (4, 12).

Een mogelijkheid welke in de literatuur slechts terzijde wordt aangeraakt is een stemrecht-overeenkomst.

Als afzonderlijke groep binnen de beschermingsmogelijkheden kunnen de wettelijke maatregelen worden genoemd. Hoewel in tegenstelling tot de hiervoor genoemde maatregelen, waarbij van het bestuur een actieve rol wordt verwacht, de onderstaande maatregelen slechts een passieve rol aan hen toebedelen, is een vermelding volledigheidshalve op zijn plaats. Men zal er bij dreigend gevaar een beroep op kunnen doen.

5 Wettelijke maatregelen

De beschouwingen hieromtrent kunnen worden onderscheiden in:
t.a.v. het huidig recht:
5.1. de regeling inzake de „Structuur Vennootschappen" Burgerlijk Wetboek 2
5.2. de S.E.R. fusiecode
t.a.v. het komend recht:
5.3. de richtlijnen van de E.E.G. inzake het vennootschapsrecht in de lidstaten

5.1. De regeling inzake de „Structuur Vennootschappen" (afdeling 6, B.W.2)

De „Structuur Vennootschap" geniet krachtens de wet in zoverre bescherming dat een binnenlandse overvaller niet zonder meer commissarissen en bestuurders kan vervangen door hem „welgezinde" personen. Indien een overvaller echter per se deze personen wil vervangen dan biedt de wet hem daartoe een mogelijkheid: hij kan zich voor de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam beroepen op een „ingrijpende wijziging der omstandigheden, op grond waarvan handhaving als commissaris redelijkerwijs niet van de vennootschap kan worden verlangd" (art. 271 lid 2 B.W.2).

Een andere mogelijkheid die de overvaller openstaat is het wachten tot de vierjarige zittingsperiode van de commissarissen om is, zodat hij als aandeelhouder voorstellen tot benoeming kan doen. Indien deze voorstellen worden afgewezen door de zittende Commissarissen kan hij tegen deze beslissing bij de S.E.R. bezwaar maken. De nieuwe raad, bestaande uit de overvaller welgezinde personen, kan het bestuur vervangen.

Een voorbeeld uit de praktijk, waarbij een overvaller zich beriep op deze bescherming, teneinde aan te tonen, dat zijn overval geen bedreiging voor het bedrijf vormde is Jessel Securities contra K.N.S.M. (7).

5.2. S.E.R.-fusiecode

Mogelijk kan de S.E.R.-fusiecode als een maatregel met een „wettelijk" karakter worden gezien. Hoewel artikel 4 van de Fusiegedragsregels een verbod van „overval" inhoudt (zie Toelichting bij S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels) is de betekenis welke hieraan moet worden gehecht gering, aangezien op het niet naleven van de gedragsregels geen ingrijpende sancties staan.

5.3. E.E.G.-richtlijnen

Er zijn nog vrijwel geen richtlijnen uitgegeven inzake gedragsregels bij overname. Voor zover uit de literatuur blijkt (4) beschikken slechts Engeland, Nederland en België over gedragscodes, die bovendien onderling zeer sterk verschillen en voor wat betreft de twee laatste landen zeker niet lijken geschreven voor beursovervallen.

In de Tweede Richtlijn van de raad, op 13 december 1976 vastgesteld, is vastgelegd dat in principe de bevoegdheid tot kapitaalsverhoging ligt bij de A.V.A., wel is de mogelijkheid geopend aan het bestuur de bevoegdheid te delegeren doch maximaal voor een termijn van 5 jaar en met het vaststellen van een maximum bedrag (art. 25).

In art. 29 van deze richtlijn is vastgelegd dat de „oude" aandeelhouders een claimrecht hebben bij uitgifte van nieuwe aandelen. Dit recht kan echter bij besluit van de A.V.A. worden beperkt of opgeheven (lid 4). Ook kan door middel van bepalingen in de statuten of bij besluit van de A.V.A. de bevoegdheid dit recht te beperken of op te heffen voor maximaal 5 jaar worden overgedragen aan het tot verhoging van het geplaatste aandelenkapitaal bevoegde orgaan. Mogelijk werkt deze maatregel privatief (18, 19, 3).

In het ontwerp zesde richtlijn is sprake van het binden van wederkerig aandelenbezit aan zeer bepaalde voorwaarden (6). Hierdoor kunnen constructies genoemd onder 3, onmogelijk worden.

Conclusie

Uit het bovenstaande overzicht blijkt dat de beste methode van bescherming tegen overvallen wordt gevormd door oligarchische clausules gekoppeld aan een juridische structuur, waarbij de aandeelhouders niet rechtstreeks in de A.V.A. van de vennootschap stemrecht uit kunnen oefenen. Het realiseren van een dergelijke beschermingsconstructie vergt echter veel tijd, zodat daarmee tijdig aangevangen moet worden.

Bij een acute bedreiging blijft in de meeste gevallen slechts het plaatsen van aandelen als beschermingsmogelijkheid over. Hierbij zal, wil men bij rechterlijke toetsing niet te licht bevonden worden, gelet moeten worden op de aspecten:

1 de hoogte van de uitgiftekoers en de overige voorwaarden moet zodanig zijn dat de oude aandeelhouders niet worden benadeeld
2 het karakter van de deelname moet risicodragend zijn
3 de nieuwe aandeelhouder moet een zekere onafhankelijkheid ten opzichte van de Raad van Bestuur hebben
4 het verkregen vermogen moet bij voorkeur niet direct of indirect terugvloeien naar de nieuwe aandeelhouder
5 de nieuwe aandeelhouder moet betrouwbaar zijn.

Literatuurverwijzing

1. W. J. M. Noldus: „Emissie van aandelen", T.V.V.S., 1970, 13e jaargang, nr. 5.
2. Prof. mr. W. J. Slagter: „Korte notitie: Bescherming tegen overval bij N.V. Veneta, en de positie van banken", T.V.V.S., 1973, 16e jaargang, nr. 1.
3. M. P. Bloemsma: „Beschermingsconstructies", T.V.V.S., 1973, 16e jaargang, nr. 9.
4. J. Hull: „The Panel on Take-overs and Mergers", T.V.V.S., 1974, 17e jaargang, nr. 7/8.
5. Prof. mr. W. J. Slagter: „Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval", T.V.V.S., 1974, 17e jaargang, nr. 11.
6. Mr. F. Heyning: „Plaatsing van aandelen bij bevriende relaties", T.V.V.S., 1974, 17e jaargang, nr. 11.
7. Prof. mr. W. J. Slagter: „Uitgifte van aandelen bij de K.N.S.M.-Group N.V.", T.V.V.S., 1974, 17e jaargang, nr. 12.
8. Prof. mr. W. C. L. van der Grinten: „Rechtspraak: President Rechtbank Arnhem 22 september 1967 inzake aandelenemissie", met noot, De Naamloze Vennootschap, okt. 1967, 45e jaargang blz. 125.
9. Prof. mr. W. C. L. van der Grinten: „Plaatsing van aandelen als strijdmiddel", De Naamloze Vennootschap, nov. 1968, 46e jaargang blz. 121.
10. Prof. mr. H. J. Hellema: „V.M.F. Verweer tegen dreigende overval", De Naamloze Vennootschap, mei 1969, 47e jaargang blz. 21.
11. Prof. mr.W. C. L. van der Grinten: „De Beschermingsconstructie Rijn-Schelde", De Naamloze Vennootschap, mei 1969, 47e jaargang blz. 25.
12. Dr. F. W. C. Blom: „Britse Take-over Ervaringen", De Naamloze Vennootschap, febr. 1970, 48e jaargang.
13. Vonnis van den President van de Arrondissements-Rechtbank te 's-Gravenhage, rechtdoende in kort geding, d.d. 22 mei 1970 (inzake Goodrich Vredestein), De Naamloze Vennootschap, juni 1970, 48e jaargang blz. 51.
14. Vonnis van den President van de Arrondissements-Rechtbank te 's-Gravenhage (d.d. 26 juni 1970 inzake Goodrich contra Goodyear en Vredestein), De Naamloze Vennootschap, juli/aug. 1970, 48e jaargang blz. 83.
15. Prof. mr. C. A. E. Uniken Venema: „Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V.", De Naamloze Vennootschap, okt./nov. 1970, 48e jaargang blz. 130.
16. Prof. mr. W. C. L. van der Grinten: „De H.V.A.-affaire", De Naamloze Vennootschap, juli/aug. 1973, 51e jaargang blz. 58.
17. Prof. mr. T. J. Dorhout-Mees: „Nogmaals de H.V.A.-affaire", De Naamloze Vennootschap, okt. 1973, 51e jaargang blz. 111.
18. Prof. mr. W. J. Slagter, Compendium van het Ondernemingsrecht, 1973, blz. 65, blz. 163 t/m 169, blz. 182 t/m 189.