R_a = de abnormale relatieve verandering van de koers, idem;
 P_o = de beurskoers van het betrokken aandeel aan het begin van de beschouwde periode;
 P_1 = de (feitelijke) beurskoers van het betrokken aandeel aan het einde van de beschouwde periode;
 β = de beta-coëfficiënt van het betrokken aandeel;
 M_o = de marktindex aan het begin van de beschouwde periode;
 M_1 = de marktindex aan het einde van de beschouwde periode;
 R_i = de rentevoet van risicovrij vermogen, uitgedrukt als fractie per beschouwde periode.

Beschermings-constructies, mede in Europees perspectief

Mr. R. P. Voogd

1 Inleiding

Het onderwerp beschermingsconstructies is nog steeds actueel, niet alleen in Nederland, maar ook in de andere landen van de Europese Gemeenschap, en niet in de laatste plaats bij de Europese Commissie in Brussel zelf.

In Nederland heeft de bescherming van de vennootschap tegen een overval of een onvriendelijke overname tot op zekere hoogte altijd de aandacht gehad van bestuurders en commissarissen van beursvennootschappen en hun professionele adviseurs. Het onderwerp is onder de aandacht van een breder publiek gebracht in 1986 door een artikel van de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) in haar jaarverslag¹, met welk artikel de VvdE een kruistocht inluidde tegen de opeenstapeling van beschermingsmiddelen in statuten van beursvennootschappen. Naar aanleiding van dit artikel en het onvriendelijke bod van Elsevier op Kluwer is al snel een discussie ontstaan aanvankelijk omtrent de toelaatbaarheid van overvallen en onvriendelijke overnemingen en naderhand ook over de wenselijkheid en aanvaardbaarheid van bescherming van vennootschappen tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen. Deze discussie duurt nog voort en het eind daarvan lijkt nog niet in zicht.

Van de andere landen van de Europese Gemeen-

Mr. R. P. Voogd is notaris en advocaat te Rotterdam en lid van de maatschap Nauta Dutilh. In de uitoefening van zijn praktijk houdt hij zich hoofdzakelijk bezig met het ondernemingsrecht. In 1989 is hij gepromoveerd op een proefschrift getiteld 'Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen'.

schap kent een aantal zijn eigen 'cause célèbre' waarmee de onvriendelijke overname en de bescherming van vennootschappen daartegen in het middelpunt van de belangstelling zijn komen te staan, met als mooiste voorbeeld België in de vorm van de overnamepoging door de Benedetti van de Société Générale de Belgique.

Op EG-niveau zijn inmiddels twee regelingen (Richtlijn melding deelnemingen en de Concentratieverordening) vastgesteld die van belang zijn voor de mogelijkheid van het hanteren van beschermingsmaatregelen. Voorts heeft de Europese Commissie een voorstel gedaan voor een 13e EG-Richtlijn, die bij ongewijzigde aanneming direct van invloed zal zijn op de mogelijkheid van het gebruik van bepaalde beschermingsconstructies. De Europese Commissie heeft zich bij aankondiging van een van deze regelingen op het beleidsstandpunt gesteld dat overnemingen over het algemeen kunnen worden beschouwd als een positief verschijnsel, dat tot een selectie op de markt van de meest concurrerende ondernemingen leidt en een herstructurering van de Europese ondernemingen, die onmisbaar is om de internationale concurrentie het hoofd te kunnen bieden. Mede tegen deze achtergrond heeft de Europese Commissie in mei van dit jaar in grote lijnen aangegeven welke verdere voorstellen (de zogenaamde voorstellen Bangemann) zij voornemens is aan de Raad van de Europese Gemeenschappen te doen om de hindernissen die in sommige landen van de Europese Gemeenschap bestaan tegen onvriendelijke overnemingen te verwijderen.

Het doel van deze bijdrage is om in het kort in te gaan op enkele recente ontwikkelingen in Nederland, Engeland en in EG-verband met betrekking tot onvriendelijke overnemingen en bescherming van vennootschappen daartegen en vervolgens na te gaan welke invloed de door de Europese Commissie aangenomen, voorgestelde en voor te stellen regelingen mogelijk kunnen hebben op het gebruik van de hier te lande meest bekende beschermingsmiddelen en -constructies.

2 Ontwikkelingen in Nederland

Het algemene gevoel in Nederland is dat over-

vallen en onvriendelijke overnemingen toelaatbaar zijn.

Over de vraag of het beschermen van vennootschappen wenselijk en aanvaardbaar is, wordt echter verschillend gedacht.² Als bezwaar tegen het hanteren van beschermingsconstructies wordt onder andere aangevoerd dat de invloed van aandeelhouders te gering wordt en dat diensgevolge een machtsconcentratie ontstaat bij het bestuur van de vennootschap. Door sommige economen³ wordt vooral gewezen op het feit dat beschermingsconstructies de koers/winstverhoudingen op de Amsterdamse effectenbeurs drukken, hetgeen de aantrekkelijkheid van het aandeel als beleggingsinstrument zou verminderen en de 'cost of capital' voor ondernemers zou verhogen. Zij zijn voorstander van een aandelenmarkt die niet gehinderd wordt door beschermingsconstructies teneinde een optimale allocatie van de produktiemiddelen mogelijk te maken. In hun visie moet een onvriendelijke overname mogelijk zijn. Anderen⁴ betwijfelen of er wel sprake is van een onderwaardering op de Amsterdamse effectenbeurs, en zo die er al is, dan wordt die volgens hen hoogstwaarschijnlijk niet veroorzaakt door beschermingsconstructies. Door juristen⁵ wordt aan de hand van de ontwikkelingen die de naamloze vennootschap sedert haar ontstaan heeft doorgemaakt meer de nadruk gelegd op de vennootschap als instituut en het daarmee verband houdende vennootschappelijke belang. Dit vennootschappelijke belang omvat behalve het belang van aandeelhouders ook dat van andere bij de vennootschap betrokkenen, zoals de werknemers, leveranciers, afnemers en consumenten. Het bestuur van de vennootschap is het beste in staat om het vennootschappelijke belang te beoordelen. In deze visie past een onvriendelijke overname niet goed.

Uit een door Coopers & Lybrand⁶ gedaan onderzoek blijkt dat 80% van de door hen geïnterviewde ondernemers geen bezwaar heeft tegen een onvriendelijke overname. Van de betreffende ondernemers zou 65% echter zelf nooit een onvriendelijke overname doen en eenzelfde percentage zou zich kwetsbaar voelen voor een onvriendelijke overname indien de mogelijkheid

van het gebruik van beschermingsconstructies zou worden verzwakt.

In de praktijk komen in Nederland onvriendelijke overnemingen tot op heden slechts bij uitzondering voor. Na het mislukte onvriendelijke bod van Elsevier op Kluwer zijn er, voor zover mij bekend, tot het tijdstip van het schrijven van deze bijdrage – september 1990 – slechts drie (pogingen tot) onvriendelijke overnemingen gedaan. Hiervan is er één geslaagd en zijn de andere twee tot dusver halverwege blijven steken.

De geslaagde overname betreft die van Mulder Boskoop door de Gebrs. Van Mook. Dat deze onvriendelijke overname geslaagd is, behoeft geen verwondering te wekken indien bedacht wordt dat de Gebrs. Van Mook, alvorens hun bedoelingen kenbaar te maken, een meerderheidsbelang in Mulder Boskoop hadden opgebouwd en de vennootschap zelf nagenoeg onbeschermd was. De enige bescherming die de statuten van Mulder Boskoop kenden, betrof een bindende voordracht welke kon worden opge maakt door de raad van commissarissen voor de benoeming van directeuren en commissarissen. Aan deze voordracht kon echter overeenkomstig de bepalingen van de wet en de statuten het bindend karakter worden ontnomen bij een besluit van de aandeelhouders, genomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen, die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Gelet op het feit dat de Gebrs. Van Mook over meer dan de helft van het geplaatste kapitaal beschikten, zou alleen een grote opkomst op de algemene vergadering van de overige aandeelhouders het bindend karakter van de voordracht overeind kunnen houden.

De tot dusver mislukte overnemingen betreffen de voorgenomen overname van Volker Stevin door HBG en Ahrend door Bührmann-Tetterode. Zowel HBG als BT bezitten een aanzienlijke deelname in de doelwitvennootschappen, BT zelfs een meerderheidsbelang, doch de statuten van beide vennootschappen bevatten de nodige beschermingsmiddelen. Beide vennootschappen kennen preferente beschermingsaandelen en een zogenaamde 1%-regeling, terwijl Ahrend voorts nog een structuurvennootschap is.

Kortom, beide vennootschappen kennen een cumulatie van beschermingsmiddelen.

Het is vooral deze cumulatie waartegen de VvdE zoveel bezwaar heeft. De hiervoor genoemde in 1986 door de VvdE gestarte discussie omtrent beschermingsmaatregelen, en dan met name ten aanzien van de toelaatbaarheid van cumulatie van beschermingsconstructies, heeft een voorlopig einde gevonden op 5 januari 1989. Op die datum is tussen de ter beurse genoteerde vennootschappen, verenigd in de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), en de VvdE overeenstemming bereikt over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsmiddelen en -constructies. De aanpassingen zijn vastgelegd in de inmiddels zeer bekend geworden bijlage X bij het Fondsenreglement, welke bijlage op 1 november 1989 in werking is getreden. In bijlage X wordt een aantal gedetailleerde regels gegeven. Omdat bijlage X zich niet zo gemakkelijk laat lezen, geef ik hieronder een korte samenvatting van de bijlage, waarbij in het bijzonder aandacht wordt besteed aan de punten die voor de accountantspraktijk van belang kunnen zijn.

2.1 Bijlage X bij het Fondsenreglement

De inhoud van de bijlage X kan worden gesplitst in de volgende onderdelen:

- 1 De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies.
- 2 Invoeringsbepalingen.
- 3 Beperkte geldigheidsduur.

De belangrijkste bepalingen met betrekking tot deze onderdelen zijn:⁷

Ad 1

De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

a Preferente beschermingsaandelen

Een ter beurse genoteerde vennootschap mag geen besluit nemen tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie op deze aandelen) zonder voorafgaande, voor het specifieke geval verleende, medewerking van de algemene vergadering van aandeelhouders, indien daardoor een bedrag aan prefe-

rente beschermingsaandelen zou komen uit te staan dat groter is dan 50% van het bedrag der uitstaande overige aandelen.⁸

Besluiten tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie op deze aandelen) moeten steeds zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen, indien de vennootschap een raad van commissarissen kent.⁹

Wordt tot uitgifte van of optieverlening op preferente beschermingsaandelen besloten tot of beneden de hiervoor genoemde grens van 50%, dan dient – indien het besluit daartoe afkomstig is van een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders – binnen vier weken na zodanige uitgifte of optieverlening een algemene vergadering van aandeelhouders gehouden te worden, waarin de motieven voor de uitgifte of de optieverlening worden toegelicht.¹⁰

Preferente beschermingsaandelen kunnen behalve bij onafhankelijke stichtingen ook geplaatst worden bij (dan wel overgedragen worden aan of optie-overeenkomsten worden gesloten met) verenigingen en andere rechtspersonen, mits voldaan wordt aan de onafhankelijkheid van deze verenigingen en andere rechtspersonen ten opzichte van de vennootschap die de preferente beschermingsaandelen uitgeeft.¹¹

Een stichting, vereniging of andere rechtspersoon wordt geacht onafhankelijk van de vennootschap te zijn, indien minder dan de helft van het aantal stemmen dat kan worden uitgeoefend in vergaderingen van het orgaan c.q. de organen waarin over de uitoefening van het stemrecht op preferente beschermingsaandelen wordt besloten, toekomt aan met de vennootschap verbonden personen.¹² Op het begrip 'met de vennootschap verbonden personen' zal hierna nog worden ingegaan.

In de publikatie bevattende het jaarverslag en/of de jaarrekening van de vennootschap dient vermeld te worden aan wie preferente beschermingsaandelen zijn uitgegeven of overgedragen, respectievelijk met wie overeenkomsten zijn gesloten strekkend tot plaatsing van zodanige aandelen.¹³

b Cumulatie

De bijlage verbiedt een cumulatie van meer dan twee beschermingsmaatregelen. Onder beschermingsmaatregelen wordt in dit verband verstaan:¹⁴

- preferente beschermingsaandelen;
- prioriteitsaandelen;
- certificering van aandelen met beperkte roye-mentsmogelijkheden (X%-regeling);
- stemrechtbeperking;
- gemeenschappelijk bezit-constructies.

c Stichtingen of verenigingen die preferente beschermingsaandelen houden of die fungeren als administratiekantoor bij certificering van aandelen

De doelomschrijving en de uitoefening van het stemrecht door stichtingen of verenigingen die preferente beschermingsaandelen houden of die fungeren als administratiekantoor zullen bepaald moeten worden door het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Een nadere, niet-limitatieve, opsomming van elementen is toegestaan, mits dit niet alleen de elementen 'zelfstandigheid' en/of 'onafhankelijkheid' betreft.¹⁵

De stichting of vereniging dient, zoals hiervoor reeds is opgemerkt, onafhankelijk te zijn van de betreffende vennootschap. Er is onafhankelijkheid indien minder dan de helft van het aantal stemmen dat kan worden uitgeoefend in het bestuur toekomt aan met de betreffende vennootschap verbonden personen. Met andere woorden de meerderheid van het bestuur dient uit onafhankelijke personen te bestaan. Onder 'met de vennootschap verbonden personen' wordt verstaan:¹⁶

- I bestuurders en commissarissen van de vennootschap en/of haar dochtermaatschappijen;
- II echtgenoten en bloed- en aanverwanten tot en met de vierde graad van bestuurders en commissarissen van de vennootschap en/of haar dochtermaatschappijen;
- III werknemers van de vennootschap en/of haar dochtermaatschappijen;
- IV vaste adviseurs van de uitgevende instelling,

waaronder begrepen de deskundige bedoeld in artikel 2:393 BW, de notaris en de advocaat van de uitgevende instelling;

V voormalige bestuurders, commissarissen en werknemers van de vennootschap en/of haar dochtermaatschappijen;

VI voormalige vaste adviseurs van de vennootschap als sub IV bedoeld, doch alleen gedurende de eerste drie jaren na de beëindiging van hun adviseurschap.

De vennootschap dient op een lijst te vermelden de functies die de bestuursleden bekleden of hebben bekleed voor zover deze van belang zijn in verband met de vervulling van hun taak en legt deze lijst te haren kantore ter inzage voor aandeelhouders en certificaathouders neer.¹⁸

In de publikatie bevattende het jaarverslag en/of de jaarrekening van de vennootschap dient een verklaring te worden opgenomen welke inhoudt dat naar het gezamenlijk oordeel van de vennootschap en de bestuurders de stichting of vereniging onafhankelijk is van de vennootschap.¹⁸

d Prioriteitsaandelen

De vennootschap dient er zorg voor te dragen dat niet meer dan de helft van de prioriteitsaandelen wordt gehouden door bestuurders van de vennootschap en dat, indien prioriteitsaandelen worden gehouden door een rechtspersoon, niet meer dan de helft van de stemmen in het bestuur van de rechtspersoon, direct of indirect, toekomt aan personen die tevens bestuurders van de vennootschap zijn.¹⁹

In de publikatie bevattende het jaarverslag en/of de jaarrekening van de vennootschap dienen de namen gepubliceerd te worden van de natuurlijke personen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de wijze waarop van het aan de prioriteitsaandelen toekomende stemrecht gebruik gemaakt wordt. Met de publikatie van de namen dient ook een verklaring gepubliceerd te worden dat naar het gezamenlijk oordeel van de vennootschap en bedoelde natuurlijke personen niet meer dan de helft van het stemrecht met betrekking tot de prioriteitsaandelen, direct of indirect, toekomt aan personen die tevens bestuurders van de vennootschap zijn.²⁰ Voorts dienen op een

lijst de functies die bedoelde natuurlijke personen bekleden of hebben bekleed, voor zover deze van belang zijn in verband met de vervulling van hun taak, vermeld te worden. Deze lijst dient neergelegd te worden ten kantore van de vennootschap ter inzage voor aandeelhouders en certificaathouders.²¹

Ad 2

Invoeringsbepalingen

De voorschriften van de bijlage zullen gelden:

- a voor nieuw tot de notering op de Officiële Markt toe te laten vennootschappen ('nieuwe' vennootschappen),²² en
- b voor vennootschappen waarvan effecten met een aandelenkarakter reeds tot de notering op de Officiële Markt waren toegelaten op de dag van inwerkingtreding van de bijlage, zijnde 1 november 1989, voor zover deze vennootschappen ('oude' vennootschappen) een wijziging in hun bestaande beschermingsmaatregelen zouden aanbrengen, welke zou resulteren in een met de bepalingen van de bijlage strijdige situatie.²³

De bijlage geldt dus niet voor vennootschappen die genoteerd zijn op de Officiële Parallelmarkt en de Incourante Markt (voorheen de Niet-Officiële Parallelmarkt). Deze vennootschappen kunnen net zoveel beschermingsmiddelen en -constructies toepassen als hun geraden voorkomt en het belegend publiek bereid is te accepteren, terwijl ook minder stringente eisen worden gesteld aan de samenstelling van de besturen van de stichtingen of verenigingen die preferente beschermingsaandelen houden of die fungeren als administratiekantoor bij certificering van aandelen. Voor de 'oude' vennootschappen geldt indien zij hun bescherming wensen uit te breiden een drietal bijzondere bepalingen:

- 1 In de statuten kan – binnen de door de wet gestelde grenzen – worden opgenomen dat een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd is om preferente beschermingsaandelen uit te geven tot 100% van het bedrag van de overige geplaatste aandelen, indien er geen

andere bescherming bestaat, of alleen in combinatie met prioriteitsaandelen.²⁴

- 2 Indien bij de mogelijkheid tot uitgifte van 100% preferente beschermingsaandelen, tot invoering van beperkt royeerbare certificaten (X%-regeling) wordt overgegaan, zal de begrenzing tot 50% preferente beschermingsaandelen eerst gaan gelden, indien 70% van de gewone aandelen is gecertificeerd.²⁵
- 3 Wanneer de mogelijkheid van uitgifte van preferente beschermingsaandelen wordt gecombineerd met certificaten van gewone aandelen, waarvan de royeerbaarheid is beperkt, zullen de beperkingen van de royeerbaarheid moeten worden opgeheven bij daadwerkelijke uitgifte van preferente beschermingsaandelen boven de grens van 50%.²⁶

Ad 3

Beperkte geldigheidsduur

Voor de 'nieuwe' vennootschappen gelden de bepalingen van de bijlage tot 1 januari 1992. Ingevolge lid C van de Invoeringsbepalingen worden per 1 januari 1992 voor alsdan nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen de bepalingen van de bijlage weer verruimd tot het niveau dat geldt voor de op het moment van de inwerkingtreding van de bijlage reeds genoteerde vennootschappen. Dit betekent dat de 'nieuwe' vennootschappen (genoteerd na 1 november 1989 of die voor 1 januari 1992 nog notering zullen verkrijgen) hun bescherming na 1 januari 1992 mogen versterken; de vennootschappen die na 1 januari 1992 notering zullen verkrijgen mogen beschermingsmaatregelen invoeren die op hetzelfde niveau liggen als de 'oude' vennootschappen gedurende de periode 1 november 1989 – 1 januari 1992 zouden mogen invoeren, een en ander onder het voorbehoud dat er in tussentijd geen nieuwe regeling van kracht wordt.

De hiervoor verschillende malen genoemde verplichting om bepaalde gegevens met betrekking tot bestuurders en de onafhankelijkheid in de publikatie bevattende het jaarverslag en/of de jaarrekening op te nemen, geldt alleen voor vennootschappen waarop de voorschriften van bij-

lage X bij het Fondsenreglement worden toegepast. Zoals onder ad 2 is opgemerkt, zijn dit:

- a de 'nieuwe' vennootschappen (notering na 1 november 1989), en
- b de 'oude' vennootschappen (reeds genoteerd op 1 november 1989) die een wijziging in hun bestaande beschermingsmaatregelen aanbrengen, welke zou resulteren in een met de bepalingen van de bijlage strijdige situatie.

De onder letter b genoemde mogelijkheid om een bescherming in te voeren die in strijd komt met de voorschriften van de bijlage lijkt niet erg reëel, omdat aangenomen mag worden dat de VvdE zich hiertegen, met alle middelen die haar ten dienste staan, zal verzetten. Met andere woorden de voorschriften – inclusief de hiervoor genoemde publikatieplicht – van de bijlage zullen waarschijnlijk niet toegepast worden op 'oude' vennootschappen. Dit betekent dat genoemde gegevens alleen aangetroffen zullen worden bij 'nieuwe' vennootschappen, tenzij de 'oude' vennootschappen vrijwillig tot publikatie overgaan.

2.2 Toepassing van bescherming in de praktijk

De VvdE heeft met het aanzwengelen van de discussie omtrent beschermingsmaatregelen mede beoogd dat het gebruik ervan zou worden teruggedrongen. De indruk bestaat echter dat vele beursvennootschappen – mede naar aanleiding van deze discussie – hun beveiliging hebben nagekeken en binnen de bestaande mogelijkheden hebben versterkt. Op grond van door mij gedaan statutenonderzoek van beursvennootschappen per 1 januari 1988 en per 10 november 1989 wordt deze indruk bevestigd. Het gebruik van beschermingsmiddelen en -constructies in die tussenliggende periode is eerder toegenomen dan afgenomen, hetgeen moge blijken uit het volgende overzicht.

Op de beurs van Amsterdam (zowel op de Officiële Markt als op de Parallelmarkt) zijn genoteerd (zie tabel 1).

De toename van het aantal genoteerde vennootschappen sedert 1 januari 1988 (268 tegenover 237) komt geheel voor rekening van beleggings-

Tabel 1

	01-01-1988	10-11-1989
a vennootschappen naar Nederlands recht waarvan aandelen en/of certificaten zijn genoteerd	206	204
b beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk)	31	64
	237	268

maatschappijen met veranderlijk kapitaal (64 tegenover 31).

Bij deze beursvennootschappen werden de volgende beschermingsmiddelen en -constructies aangetroffen, uitgedrukt in aantallen en percentages²⁷ (zie tabel 2).

van de uitkomsten van deze discussie, die een open karakter zal dragen, zal nader overleg plaatsvinden tussen de besturen van de VvdE en VEUO over een eventuele herziening van de regelgeving. Verwacht wordt dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, dit overleg voor 1 januari 1992 kan worden afgerond'.

De afgelopen anderhalf jaar is over deze discussie weinig vernomen. Naar ik heb begrepen is de discussie onlangs van start gegaan. Inmiddels zijn echter ook door de Europese Commissie voorstellen gedaan om het gebruik van beschermingsmaatregelen aan banden te leggen. Deze voorstellen – waarop hieronder zal worden ingegaan – gaan in sommige opzichten verder dan de oorspronkelijke voorstellen van de VvdE. Het ziet er thans naar uit dat de voorstellen van de EG-

Tabel 2

	01-01-1988	10-11-1989
I Prioriteitsaandelen (inclusief bmvk)	126 (53,2%)	146 (54,5%)
II Bindende voordracht (inclusief bmvk)		
a benoeming bestuurders	116 (48,9%)	138 (51,5%)
b benoeming commissarissen	100 (42,2%)	113 (42,2%)
III Preferente beschermingsaandelen ²⁸ (inclusief bmvk)	99 (48,1%)	111 (54,4%)
IV Stemrechtbeperking	13	11
	5,5% (incl. bmvk)	4,1% (incl. bmvk)
	6,3% (excl. bmvk)	5,4% (excl. bmvk)
V Certificering (exclusief bmvk)		
a alle soorten certificaten gezamenlijk	76 (36,9%)	81 (39,7%)
b 1%-regeling	59 (28,6%)	61 (29,9%)
VI Structuurregeling (exclusief bmvk)		
a volledige structuur	101 (49,0%)	101 (49,5%)
b beperkte structuur	3 (1,5%)	5 (2,5%)
c geen structuur	102 (49,5%)	98 (48,0%)

Of het gebruik van beschermingsmaatregelen afneemt, nu bijlage X bij het Fondsenreglement op 1 november 1989 in werking is getreden, zal uit nieuw onderzoek moeten blijken.

Bij het bereiken van de hiervoor genoemde overeenstemming tussen de VEUO en de VvdE zijn beide overeengekomen: 'dat zij een uitvoerige en diepgaande discussie zullen voeren over bescherming in het licht van de nationale en internationale situatie en ontwikkelingen. Op basis

Commissie een belangrijke rol zullen spelen bij de discussie tussen de VEUO en de VvdE.

Ook in het buitenland hebben de ontwikkelingen op het gebied van onvriendelijke overnemingen en beschermingen daartegen niet stilgestaan. In vrijwel alle landen van de Europese Gemeenschap is deze materie in beweging. Het is aantrekkelijk om op de ontwikkelingen in de diverse landen in te gaan, doch gelet op de beschikbare ruimte zal een keus gemaakt moeten worden. Het

zal geen verbazing wekken dat de keus daarbij valt op Engeland waar onvriendelijke overnemingen tot dusver regelmatig voorkomen en waar ten opzichte van ons een afwijkend standpunt wordt ingenomen ten aanzien van de mogelijkheid van het hanteren van beschermingsconstructies.

3 Ontwikkelingen in Engeland

De belangrijkste regels met betrekking tot overnamebiedingen en de toepasbaarheid van beschermingsconstructies staan vermeld in de 'City Code on Take-overs and Mergers' ('City Code'). De City Code is in hoofdzaak gebaseerd op de volgende vier uitgangspunten:

- 1 Alle aandeelhouders van de over te nemen vennootschap moeten over dezelfde en voldoende feitelijke informatie kunnen beschikken om het bod te kunnen beoordelen en voldoende tijd krijgen om een verantwoorde beslissing te kunnen nemen;
- 2 Alle aandeelhouders met dezelfde soorten aandelen moeten op dezelfde wijze worden behandeld;
- 3 Er moet een geordende en goed geïnformeerde markt zijn;
- 4 Het bestuur van de over te nemen vennootschap mag geen maatregelen nemen om een bod te belemmeren zonder goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Het laatstgenoemde uitgangspunt wordt in de City Code nader uitgewerkt in Rule 21, waarin wordt bepaald dat tijdens de looptijd van een bod, maar ook voordat een bod is uitgebracht indien het vermoeden bestaat dat een bod op handen is, het onder andere niet is toegestaan aandelen uit te geven, opties toe te kennen, in aandelen converteerbare stukken uit te geven, belangrijke activa te kopen of verkopen of overeenkomsten anders dan in de normale bedrijfsuitoefening aan te gaan. Op grond van deze bepaling is het in genoemde periode niet meer mogelijk vele van de in de Verenigde Staten en hier te lande gehanteerde beschermingsmiddelen en -constructies toe te passen. Het gevolg hiervan is dat een bestuur dat zich niet kan vereni-

gen met een bepaald overnamebod slechts een beperkt aantal middelen tot zijn beschikking heeft om zich tegen het ongewenste bod te verdedigen.

Wel toegestaan zijn een (leveraged) management buy-out, het zoeken van een white-knight die bereid is een hoger bod uit te brengen of door het opsplitsen van het concern – waarvoor de Engelsen het woord 'unbundling' hebben bedacht – trachten de ongewenste overnemer van zich af te schudden, dan wel te proberen de bestaande aandeelhouders ervan te overtuigen dat acceptatie van het bod niet in hun belang is. Dit laatste gebeurt op allerlei manieren, zoals het recente onvriendelijke bod van het driemanschap Goldsmith, Rothschild en Packer, verenigd in Hoylake, op BAT Industries Plc ons nog eens heeft laten zien. Een groot aantal circulaire aan aandeelhouders, regelmatige advertenties in de pers, periodieke persconferenties, een apart telefoonnummer met het laatste nieuws ten aanzien van BAT, enzovoort. De circulaire worden rechtstreeks aan de aandeelhouders van de doelwitvennootschap toegezonden, zowel door de doelwitvennootschap zelf als de vennootschap die het bod heeft uitgebracht. Deze rechtstreekse toezending aan aandeelhouders is mogelijk omdat de aandelen, anders dan in Nederland, niet aan toonder luiden, doch op naam staan, met als gevolg dat de namen van alle aandeelhouders bekend zijn. De aan de publiciteitscampagnes verbonden kosten zijn zeer aanzienlijk, terwijl er daarnaast nog de kosten zijn van de merchant bankers, accountants, advocaten en andere adviseurs. Door aandeelhouders, zowel van de doelwitvennootschap als van de biedende vennootschap, wordt meer en meer de vraag gesteld of het gebruik van middelen van de vennootschap voor al deze niet direct aan de produktiviteit van de vennootschap ten goede komende activiteiten wel verantwoord kan worden.

Bij de strijd om de gunst van de aandeelhouders spelen in Engeland de institutionele beleggers een belangrijke rol. Dit komt omdat anders dan in de Verenigde Staten Engelse aandeelhouders bij een bieding hun stukken doorgaans vasthouden en niet aan arbitrageurs verkopen. Zo beschikten bij BAT de institutionele beleggers over 70% van

het geplaatste kapitaal van BAT. Daarmede zou het lot van BAT in handen hebben gelegen van de institutionele beleggers, ware het niet dat het bod van Hoylake om andere redenen geen doorgang heeft gevonden. Deze redenen hadden in hoofdzaak betrekking op de mogelijkheden van financiering van het bod en de benodigde vergunningen in de Verenigde Staten van Amerika vanwege de verkrijging en voorgenomen doorverkoop van de verzekeringsbelangen van BAT aldaar. Door de ineenstorting van de junk-bond markt bleken de banken zich aanzienlijk terughoudender op te stellen ten aanzien van de financiering van de overname, terwijl de gevraagde vergunning in de Verenigde Staten in eerste instantie werd geweigerd.

Eerder heb ik geschreven²⁹ dat het algemene gevoel – van politici en economen – in Engeland is dat het in het belang van aandeelhouders is dat overnemingen, ook onvriendelijke, mogelijk moeten zijn. Daarnaast is men van oordeel dat overnemingen tot op zekere hoogte de handel en nijverheid bevorderen, met name omdat besturen van beursvennootschappen er zich steeds van bewust zijn dat er een openbaar bod op hun vennootschap gedaan kan worden. Deze dreiging bevordert de inzet van besturen, en een overname zelf is een effectief instrument om een niet goed functionerend bestuur te vervangen. Mede onder invloed van de Guinness-affaire (de strijd om Distillers) waren en zijn er tekenen die erop wijzen dat het politieke klimaat rond onvriendelijke overnemingen aan het wijzigen is, en wel in deze zin dat men niet langer zonder meer bereid is te aanvaarden dat overnamebiedingen altijd in het belang van de economie zijn. Het overnamegevecht rond BAT heeft genoemde tekenen versterkt. Uit recent onderzoek, onder andere door het 'Department of Trade and Industry' (DTI), is gebleken dat er onder de Engelse ondernemers een wijd verspreid ongenoegen bestaat over de wijze waarop de financiële instituten bereid zijn onvriendelijke overnemingen te financieren. De mogelijkheden om ondernemingen verder te ontwikkelen door meer aandacht te besteden aan 'research and development' worden gefrustreerd door het feit dat het nodig blijkt te zijn de prijs van

de aandelen constant op peil te houden teneinde niet verrast te worden door een onvriendelijke overname. Om het prijspeil van de aandelen te handhaven voeren veel ondernemingen een beleid dat vooral gericht is op het behalen van resultaten op de korte termijn ('short-termism'). Voor een voorspoedige ontwikkeling van ondernemingen zijn echter lange termijn-strategieën onontbeerlijk, reden waarom er van verschillende zijden steeds meer verzet rijst tegen het 'short-termism'. In een door het 'Institute for Public Policy Research' gepubliceerd rapport onder de titel 'Takeovers and short-termism' wordt onder meer voorgesteld alle openbare biedingen die een bepaalde omvang te boven gaan te verwijzen naar de 'Monopolies and Mergers Commission', strakkere regels op te stellen met betrekking tot de financiële verslaggeving en als algemene gedragslijn te hanteren: het strooien van zand in de machine van een onvriendelijke overnemer. Voorts is door een ander onderzoeksbureau gesignaleerd³⁰ dat Engeland – gelet op het feit dat ondernemingen aldaar anders dan ondernemingen in de andere landen van de EG nauwelijks beschermd zijn tegen onvriendelijke overnemingen – het gevaar loopt het jachtterrein van Europa te worden voor internationale ondernemers die een bruggehoofd in Europa willen vestigen. Door ambtenaren van de DTI wordt thans onderzocht of het mogelijk is onvriendelijke overnemingen in Engeland moeilijker te maken en de doelwitvennootschappen meer tijd te gunnen om hun verdediging voor te bereiden. Hierbij wordt onder andere gedacht aan het invoeren van een termijn alvorens nieuw verworven aandelen stemrecht krijgen en aan het verlagen van de drempel waarbij een verplicht bod op de overige aandelen moet worden uitgebracht. Door anderen in Engeland is de vraag gesteld of Europa wel op de goede weg is om bij het vaststellen van regels ten aanzien van overnemingen uit te gaan van de Engelse regels op dat gebied. Deze vraag is vooral daarom zo interessant omdat – zoals wij hieronder nog zullen zien – de door de Europese Commissie voorgestelde en nog voor te stellen richtlijnen waarin onderwerpen als (onvriendelijke) overnemingen en bescherming daartegen mede aan de orde komen, grotendeels geïnspireerd lijken te zijn op

de Engelse City Code en tot dusver vooral van Engelse zijde aandrang op de Europese Commissie wordt uitgeoefend om een snelle invoering van die richtlijnen te bevorderen.

4 Regelgeving in EG-verband

Op EG-niveau zijn, zoals in de inleiding reeds is opgemerkt, twee regelingen vastgesteld die van belang zijn voor de mogelijkheid van het hanteren van beschermingsmaatregelen.

4.1 Richtlijn melding deelnemingen

De eerste regeling betreft de op 12 december 1988 door de Raad van de Europese Gemeenschappen vastgestelde Richtlijn melding deelnemingen. Op grond van deze richtlijn zijn de Lid-staten verplicht in hun nationale wet een regeling op te nemen om aan die personen die een belangrijke deelneming verwerven of overdragen in het kapitaal van een beursvennootschap en die verwerving of overdracht een belangrijke wijziging met zich meebrengt in de verdeling van de stemrechten in die vennootschap, dit mede te delen. In de considerans van de richtlijn zegt de Raad dat met de richtlijn wordt beoogd de belegger door passende informatie – zijnde het openbaar maken van belangrijke deelnemingen en van wijzigingen in die deelnemingen – beter te beschermen en een groter vertrouwen in de effectenmarkt te geven, waardoor de goede werking van deze markt – ook als werkelijk Europese kapitaalmarkt – wordt bevorderd. Door de Raad wordt niet gesproken over de bescherming die van de meldingsplicht uitgaat voor de beursvennootschappen zelf, alhoewel deze bepaald wel aanwezig is. De meldingsplicht heeft immers tot gevolg dat het bestuur van een vennootschap tijdig wordt geïnformeerd omtrent eventuele concentraties van belangrijke pakketten aandelen (certificaten) bij ongewenste partijen. Het bestuur krijgt hierdoor tijd om indien mogelijk passende maatregelen te nemen. Het is vooral vanwege dit beschermings-element dat de richtlijn de aandacht heeft getrokken bij de discussie omtrent de beschermingsconstructies. De richtlijn schrijft voor dat de wetgeving in de Lid-staten op 1 januari 1991 aangepast dient te zijn.

Ter uitvoering van de Richtlijn melding deelnemingen is op 27 maart 1990 bij de Tweede Kamer een voorstel ingediend voor de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen. In de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt dat de doorzichtigheid van de effectenmarkten welke door de passende informatie ontstaat ook kan bijdragen aan een afnemering van de wens tot het opnemen van beschermingsconstructies in de statuten van ter beurze genoteerde vennootschappen c.q. ertoe bijdragen dat overnames van deze vennootschappen zich meer in de openbaarheid zullen gaan afspelen. De opmerking omtrent de openbaarheid lijkt juist, vooral in het geval van geleidelijke aankopen van aandelen ter beurze, de zogenaamde beursoverval. De in paragraaf 2 van deze bijdrage vermelde geruisloze verkrijging door de Gebrs. Van Mook van een meerderheidsbelang in Mulder Boskoop zou niet mogelijk zijn geweest indien toendertijd de thans voorgestelde wettelijke regeling van kracht geweest zou zijn. Het is echter de vraag of de wettelijke regeling ook zal bijdragen aan een afnemering van het aantal beschermingsconstructies in statuten. Ik plaats hier een vraagteken bij. Mij is niet geheel duidelijk waarop deze veronderstelling in de Memorie van Toelichting is gebaseerd. Het voorstel voorziet in een meldingsplicht door degene die aandelen verkrijgt of overdraagt en door die verkrijging in bovenwaartse richting, respectievelijk door die overdracht in neerwaartse richting, bepaalde drempels bereikt of overschrijdt. Die drempels zijn 10, 25, 50 of 66 2/3% en betreffen zowel het aantal stemmen dat in totaal in de vennootschap kan worden uitgebracht als het belang (de deelneming) in het kapitaal. De laatstgenoemde regeling omtrent het belang heeft betrekking op vennootschappen die een stemrechtbeperking kennen of waarvan de aandelen gecertificeerd zijn. In dat geval lopen immers de zeggenschap en de kapitaaldeelname niet parallel.

De melding dient te geschieden aan de betreffende vennootschap en de minister van Financiën, van wie laatstgenoemde zijn bevoegdheden terzake kan overdragen. Het is de bedoeling dat de minister zijn bevoegdheden overdraagt aan de

in juli 1988 opgerichte Stichting Toezicht Effectenverkeer. De vennootschap die een melding heeft ontvangen is verplicht de inhoud daarvan openbaar te maken door bekendmaking in een landelijk verspreid nieuwsblad en door nederlegging bij het handelsregister. Niet nakoming van de meldingsplicht is strafbaar (een economisch delict); het heeft geen civielrechtelijke consequenties in de vorm dat bijvoorbeeld het stemrecht op de niet gemelde aandelen niet kan worden uitgeoefend. In de overgangsbepalingen wordt bepaald dat een ieder die op het tijdstip van inwerkingtreding van de wet ten minste 10% van de stemmen heeft of een 10% belang in het kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap bezit binnen 30 dagen een mededeling moet doen. Dit betekent dat binnen afzienbare tijd – de door de Raad opgelegde datum van 1 januari 1991 voor de inwerkingtreding van de wet zal hoogst waarschijnlijk wel niet gehaald worden – bekend zal worden welke belangrijke deelnemingen in Nederlandse beursvennootschappen bestaan, voor zover deze nog niet bekend zijn op grond van het jaarlijks door het Financieele Dagblad gepubliceerde overzicht. Dit kan voor een aantal vennootschappen een einde maken aan een mogelijk reeds jaren bestaande onzekerheid omtrent het al dan niet gespreid zijn van het aandelenbezit van de vennootschap, doch mogelijk ook voor sommige vennootschappen onverwachte verrassingen opleveren, die het noodzakelijk maken dat nog eens kritisch naar de bestaande beschermingsmaatregelen wordt gekeken.

4.2 Concentratieverordening

De tweede regeling die van belang is voor de mogelijkheid van het hanteren van beschermingsmaatregelen is de op 21 december 1989 door de Raad vastgestelde Concentratieverordening, ook wel genoemd Fusieverordening, welke op 21 september 1990 in werking is getreden. De verordening is van toepassing op fusies die van 'communautaire betekenis' zijn, dat wil zeggen fusies tussen ondernemingen met een omzet boven de drempels zoals deze in de verordening zijn omschreven. Deze drempels zijn een gezamenlijke wereldomzet van de betrokken onderne-

mingen van meer dan 5 miljard ECU ($\pm$ 11,5 miljard gulden), en een gemeenschapsomzet van ten minste twee van de betrokken ondernemingen, elk afzonderlijk van meer dan 250 miljoen ECU ($\pm$ 575 miljoen gulden), tenzij elk van de betrokken ondernemingen meer dan tweederde van haar totale omzet binnen de gemeenschap in een zelfde lid-staat behaalt. Dergelijke fusies dienen te worden aangemeld bij de Europese Commissie. De aanmelding kan tot tijdelijk uitstel leiden of tot onzekerheid of de fusie op bezwaren van de Europese Commissie zal stuiten. De Concentratieverordening kan als een bescherming werken voor grote ondernemingen. Immers, indien een dergelijke concentratie van 'communautaire betekenis' zou zijn, dient zij te worden aangemeld. De onderneming die dreigt te worden overgenomen kan het uitstel of de onzekerheid die het uitstel met zich brengt, aangrijpen om een andere partner ('white knight') te zoeken, waarmee een concentratie tot stand wordt gebracht die niet onder het toepassingsbereik van de verordening valt. De potentiële overnemer kan hier niets tegen doen.

Tot zover de reeds vastgestelde regelingen. Thans de voorgestelde regelingen.

4.3 Voorstel 13e EG-Richtlijn

Door de Europese Commissie is op 19 januari 1989 een voorstel ingediend voor een 13e richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil. Op 14 september 1990 is door de Europese Commissie een gewijzigd voorstel ingediend.³¹ In dit gewijzigd voorstel is onder meer rekening gehouden met de opmerkingen die het Europese Parlement heeft gemaakt ten aanzien van het oorspronkelijke voorstel, terwijl voorts wijzigingen werden aangebracht in verband met de hierna nog aan de orde komende voorstellen van Europees Commissaris Bangemann. Doel van het voorstel voor de 13e richtlijn is regels te stellen die een gelijke behandeling van aandeelhouders waarborgen in geval van een openbaar bod tot aankoop of ruil van aandelen van een naamloze vennootschap. Het ontwerp bevat gedetailleerde voorschriften voor het verloop van de procedure bij een openbaar bod. Op dit moment wordt deze

materie in Nederland geregeld in hoofdstuk I van het SER-besluit fusiegedragsregels 1975. De richtlijn schrijft voor dat de lid-staten de nodige wettelijke en bestuurlijke bepalingen moeten maken om aan de richtlijn te voldoen.

In de ontwerp-richtlijn komt een bepaling voor die het hanteren van een aantal tot dusver in Nederland gebruikte beschermingsmaatregelen aanzienlijk zal bemoeilijken, zo niet onmogelijk maken. Dit betreft artikel 8 van het ontwerp, waarin wordt bepaald dat het bestuur van de vennootschap – kort samengevat – vanaf de aankondiging totdat het resultaat van het bod openbaar is gemaakt, zonder goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders niet bevoegd is te besluiten:

- a tot het uitgeven van effecten (aandelen) waarvan stemrechten in een vennootschap zijn verbonden of waarmee effecten (aandelen) kunnen worden verkregen waaraan deze stemrechten zijn verbonden, en
- b tot het aangaan van transacties die ten gevolge zouden hebben dat de activa of de passiva van de vennootschap een aanzienlijke wijziging ondergaan of dat de vennootschap verplichtingen zonder tegenprestatie aangaat.

In de nieuwe bijlage X bij het Fondsenreglement worden de onder b vermelde transacties 'Pandora-constructies' (waaronder begrepen de zogenaamde 'poison pill' en 'crown jewel-constructies') genoemd.

Inmiddels zijn door Bangemann verdere voorstellen gedaan om belemmeringen die kunnen bestaan bij openbare biedingen weg te nemen.

4.4 Voorstellen Bangemann

De voorstellen Bangemann betreffen het aanpassen van een drietal richtlijnen, waaronder de hiervoor genoemde 13e Richtlijn, op de volgende onderdelen:

- 1 In de reeds aangenomen en in de Nederlandse wetgeving verwerkte 2e Richtlijn (inzake kapitaalbescherming) wordt voorgesteld alsnog de mogelijkheden voor een vennootschap om eigen aandelen in te kopen te beperken. Deze aanpassing is voor ons niet van belang omdat deze reeds in onze wet is opgenomen.

- 2 In het ontwerp van de 5e Richtlijn (inzake de structuur van vennootschappen) wordt voorgesteld de volgende wijzigingen aan te brengen:

- a de uitgifte van aandelen zonder stemrecht ('non-voting preference shares') wordt beperkt tot 50% van het geplaatste kapitaal. Ook deze aanpassing is voor ons minder interessant omdat onze wetgeving tot dusver geen aandelen zonder stemrecht kent;
- b een beperking van het aantal stemmen dat één en dezelfde aandeelhouder kan uitbrengen komt te vervallen;
- c het is niet toegestaan aan bepaalde aandeelhouders (bijvoorbeeld van prioriteitsaandelen) exclusieve rechten toe te kennen met betrekking tot het doen van voorstellen tot benoeming van bestuurders;
- d bestuurders moeten kunnen worden benoemd en ontslagen bij volgestrekte meerderheid van stemmen (51%).

- 3 In het ontwerp voor de 13e Richtlijn wordt voorgesteld artikel 8 zodanig te wijzigen of te verduidelijken dat ook het inkopen door de vennootschap van eigen aandelen tijdens de biedingsperiode niet is toegestaan. Een gewijzigd voorstel voor de 13e Richtlijn met deze strekking is, zoals opgemerkt, ingediend op 10 september 1990.

De voorgestelde regelingen in de 13e Richtlijn en de voorstellen Bangemann lijken te zijn geënt op de Engelse overnamepraktijk, zoals deze gecodificeerd is in de City Code. Zo vertoont bijvoorbeeld het voorgestelde artikel 8 van het ontwerp grote overeenkomst met de hiervoor genoemde Rule 21 van de City Code. Voorts valt op dat alle voorstellen betrekking hebben op het wegnemen van juridische belemmeringen tegen overnemingen. Uit verschillende onderzoeken³² is gebleken dat behalve in Engeland in nagenoeg alle andere landen van de EG hoofdzakelijk feitelijke, culturele en wettelijke belemmeringen tegen overnemingen bestaan en alleen in Nederland hoofdzakelijk alleen juridische belemmeringen. Zo hebben bijvoorbeeld in Duitsland de banken een grote invloed op de beursvennootschappen, zowel door rechtstreekse deelneming in het kapi-

taal als het vervullen van commissariaten. Daarnaast oefenen de banken het stemrecht uit op de bij hen in bewaring gegeven effecten, tenzij zij anders worden geïnstrueerd. In Frankrijk kennen vele beursvennootschappen harde kernen van trouwe groot-aandeelhouders ('noyaux durs'), terwijl de Franse overheid via een vergunningen-beleid dikwijls een beslissende stem heeft bij overnemingen.

Onverkorte invoering van de thans ter tafel liggende voorstellen zal dus in hoofdzaak ondernemingen in Nederland treffen en in mindere mate die in andere EG-landen. Zo zal op grond van het bepaalde in artikel 8 van de 13e Richtlijn de uitgifte van preferente aandelen – die, zoals uit het hiervoor afgedrukte overzicht blijkt, bij ruim 50% van de beursvennootschappen aanwezig zijn – en het optuigen van Pandora constructies aanzienlijk bemoeilijkt worden. Op grond van de voorstellen Bangemann zullen stemrechtbeperkingen, zoals een aantal oude beursvennootschappen die nog kennen, niet meer mogelijk zijn. Ook de bindende voordracht voor de benoeming van directeuren en commissarissen (aanwezig bij ongeveer 50% van de beursvennootschappen) zal niet langer mogelijk zijn. Het vereiste dat bestuurders moeten kunnen worden benoemd en ontslagen bij volstreekte meerderheid van stemmen staat op gespannen voet met onze structuurregeling (coöptatie van commissarissen), op grond waarvan bestuurders worden benoemd door de raad van commissarissen.

Van Nederlandse zijde zijn van verschillende kanten kritische opmerkingen gemaakt, zowel ten aanzien van het ontwerp voor de 13e Richtlijn als de voorstellen Bangemann. Alhoewel de voorstellen aansluiten bij de bestaande regelgeving in Engeland zijn zij daar mede om de hiervoor genoemde redenen eveneens kritisch ontvangen. Het is de bedoeling dat de discussie omtrent de voorstellen binnen de diverse gremia van de Europese Gemeenschap in het najaar van 1990 zal plaatsvinden. Voor de Nederlandse delegatie ligt er een taak om op de hiervoor aangeduide onevenwichtigheden in de voorstellen te wijzen. De uiteindelijke uitkomst van de discussie zal afhangen van de opstelling van de andere EG-landen, waarbij met name Engeland als belang-

rijkste initiatiefnemer ten aanzien van de voorstellen een belangrijke rol speelt. Mochten de voorstellen ondanks de aangevoerde bezwaren toch ongewijzigd worden aangenomen, dan zullen de beursvennootschappen die een adequate bescherming willen handhaven, moeten uitzien naar feitelijke vormen van bescherming, zoals deze in nagenoeg alle andere EG-landen, met uitzondering van Engeland, bestaan. Hier ligt een werkterrein braak voor de professionele adviseurs. Eén bank heeft dit gat in de markt kennelijk al ontdekt getuige de recente publikatie omtrent de oprichting van een internationaal netwerk naar Frans model.³³

Noten

- 1 De aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs in De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, p. 25 e.v., ook afzonderlijk uitgegeven als tweede publikatie in de zgn. 'coupure reeks'.
- 2 Zie hiervoor meer uitgebreid mijn proefschrift Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen, hoofdstuk IX, paragraaf 2.2.
- 3 Zoals door Rietkerk, G., Beschermingsconstructies en aandeelhouders, voordracht op themamiddag VEB 14 maart 1989.
- 4 Zoals Traas, L., in een interview in Het Financieele Dagblad van 3 juli 1990. Zie ook Kreiken, J., Beschermingsconstructies vooralsnog niet afzwakken, FEM 13/18 juni 1988, p. 39 e.v.
- 5 Zie hierover Maeijer, J. M. M., Het belangenconflict in de naamloze vennootschap, inaugurele rede Nijmegen 1964, Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB 1988, p. 517 e.v., 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap, NV 67, p. 1 e.v. en Mendel, M. M., Het vennootschappelijk belang, inaugurele rede Leiden 1989.
- 6 Coopers & Lybrand Associates, A survey of Dutch executives regarding hostile takeovers.
- 7 Zie voor een meer uitgebreid overzicht met toelichting Van Solinge, A. G., Aanpassing van het fondsenreglement met betrekking tot beschermingsconstructies, Maandblad NV 67, pp. 60 e.v. en 263.
- 8 Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 8.
- 9 Idem, art. 3.
- 10 Idem, art. 4.
- 11 Idem, art. 2.1 (2.a).
- 12 Idem, art. 2.2.a (2.b.1).
- 13 Idem, art. 2.4 (2.d).
- 14 Idem, art. 13.
- 15 Idem, art. 2.3 en 6 (2.c).
- 16 Idem, art. 2.2.b (2.b II) en 7.
- 17 Idem, art. 2.4 (2.d) en 8.
- 18 Idem, art. 2.4 (2.d) en 8.

- 19 Idem, art. 10.
- 20 Idem, art. 11.
- 21 Idem, art. 9.
- 22 Idem, Invoeringsbepalingen A.
- 23 idem, Invoeringsbepalingen B(i).
- 24 Idem, Invoeringsbepalingen B(ii).
- 25 idem, Invoeringsbepalingen B(iii).
- 26 idem, Invoeringsbepalingen B(iv).
- 27 Voor een uitsplitsing naar vennootschap zie het overzicht dat als bijlage is opgenomen in Beschermingsconstructies, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 34.
- 28 De achter preferente beschermingsaandelen vermelde cijfers en percentages hebben uitsluitend betrekking op het aantal vennootschappen dat in zijn kapitaalstructuur preferente beschermingsaandelen heeft opgenomen. Een aantal van deze vennootschappen heeft de preferente beschermingsaandelen daadwerkelijk uitgegeven in het kader van een (dreigende) onvriendelijke overneming. Andere vennootschappen hebben als onderdeel van hun beschermingsmaatregelen aan speciaal daarvoor opgerichte stichtingen rechten verleend (optie) tot het nemen van preferente beschermingsaandelen. Het aantal vennootschappen dat is overgegaan tot het verlenen van optierechten is de laatste drie jaar aanzienlijk toegenomen.
- 29 Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen, p. 347.
- 30 Takeovers: Britain the only one in step?, Prima Europe policy research.
- 31 Publikatieblad van de Europese Gemeenschappen C240/7 van 26 september 1990.
- 32 Zoals Booz-Allan Acquisition Services, Study on obstacles to takeover bids in the European Community, December 1989.
- 33 Zie hierover NRC-Handelsblad 12 september 1990.

Resultaten van expansie- strategieën

**Prof. Dr. H. G. Barkema
en Prof. Dr. S. W. Douma**

1 Inleiding¹

In dit artikel presenteren wij de resultaten van een onderzoek naar het relatieve succes van verschillende expansiestrategieën. Daaronder verstaan wij de verschillende richtingen, waarin ondernemingen hun scope kunnen uitbreiden: horizontale expansie, verticale integratie, verwante diversificatie en niet-verwante diversificatie. Wij zijn niet de eersten die onderzoek doen naar het relatieve succes van verschillende expansiestrategieën. De klassieke studie op dit terrein is Rumelt (1974). Deze studie heeft vele navolgers gekregen. Echter, deze onderzoekers meten in navolging van Rumelt succes op het niveau van de gehele onderneming, niet op het niveau van de individuele venture. Daardoor kunnen deze studies lijden aan een verkeerde specificatie, omdat zowel het succes van de onderneming als de richting waarin de onderneming expandeert gecorreleerd kunnen zijn met andere variabelen, zoals de bedrijfstakstructuur.

Wij vermijden dit probleem door succes te meten op het niveau van de individuele venture.

Prof. Dr. H. G. Barkema bezet de Wim Bogers-leerstoel in de Bedrijfseconomie aan de KUB. Hij heeft gestudeerd en gewerkt aan de RU Groningen, laatstelijk als UHD financiering in de faculteit der Bedrijfskunde. Daarnaast heeft hij wetenschappelijk werk verricht aan de TH Stockholm en Rochester University (USA). Hij is in 1988 gepromoveerd op een proefschrift over economische organisatietheorie.

Prof. Dr. S. W. Douma is hoogleraar Bedrijfseconomie in het bijzonder Organisatie van de Onderneming aan de Katholieke Universiteit Brabant.