



# UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

## **De bedenktijd bij een vijandig bod**

*Een onderzoek naar de bescherming van beursvennootschappen en de cumulatie van de wettelijke bedenktijd voor besturen van beursvennootschappen met reeds bestaande statutaire beschermingsconstructies in het geval van een vijandig openbaar bod*

Student: mr. M.I. (Ibrahim) Amri

Studentnummer: 10775668

Email: [m.i.amri@uva.nl](mailto:m.i.amri@uva.nl)

Master Privaatrecht: Commerciële rechtspraktijk

Scriptiebegeleider: mr. dr. M.J. (Marleen) van Uchelen

Tweede lezer: prof. dr. J. (Joti) Roest

Universiteit van Amsterdam

Faculteit der Rechtsgeleerdheid

8 januari 2021

## Abstract

In dit onderzoek wordt onderzocht wat de bedenktijd die met het wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap' wordt gecreëerd betekent voor de bescherming van beursvennootschappen. Daarbij lag de focus op uitsluitend het inroepen van de bedenktijd naar aanleiding van een vijandig bod. Er wordt geconcludeerd dat de bedenktijd geen toegevoegde waarde heeft. Daarbij zijn eerst de procedure en de rol van het bestuur en de RvC bij de beoordeling van het openbaar bod onderzocht. Vervolgens zijn enkele vormen van statutaire beschermingsconstructies in Nederland onderzocht en welke beursvennootschappen in Nederland beschermd zijn. Aan de hand hiervan wordt geconcludeerd dat beursvennootschappen in Nederland voldoende beschermd zijn. Wat betreft de onbeschermden beursvennootschappen is gebleken dat zij zich ad-hoc kunnen beschermen of kunnen volstaan met het afwijzen van een vijandig bod als dat in strijd is met het vennootschapsbelang (*just say no defense*). Het wetsvoorstel is ook onderzocht. Daarbij is het wetsvoorstel ten aanzien van cumulatie van de bedenktijd met de bedenktijd geamendeerd. Het beoogde doel van het wetsvoorstel, namelijk het creëren van rust en tijd voor het bestuur, wordt naar mijn mening ook niet bereikt door het aannemen van het amendement. Er wordt immers een afzonderlijke toetsingsnorm gecreëerd om 'onredelijke cumulatie' van beschermingsconstructies tegen te gaan terwijl er reeds een norm in de jurisprudentie is gecreëerd, namelijk de RNA-norm. De conclusie is dan ook dat de bedenktijd bij een vijandig bod geen toegevoegde waarde heeft en waarschijnlijk ook niet zal worden ingeroepen naar aanleiding van een vijandig bod.

# Inhoudsopgave

|   |    |
|---|----|
| <b>Lijst van gebruikte afkortingen</b> .....  | 5  |
| <b>1. Inleiding</b> .....   | 6  |
| 1.1 Achtergrond .....   | 6  |
| 1.2 Onderzoeksvraag en deelvragen .....   | 8  |
| 1.3 Methodologische verantwoording .....  | 9  |
| 1.4 Plan van behandeling .....  | 10 |
| <b>2. Begrip en de rol van het bestuur en de RvC bij vijandige overnames in Nederland</b><br>11   |    |
| 2.1 Inleiding .....   | 11 |
| 2.2 Begrip en procedurele aspecten vijandige overname .....   | 11 |
| 2.2.1 Begrip vijandige overname .....   | 11 |
| 2.2.2 Procedurele aspecten vijandige overname: vijandig openbaar bod.....   | 12 |
| 2.3 Rol bestuur en RvC bij beoordeling vijandig openbaar bod .....  | 13 |
| 2.3.1 Strategie en vennootschapsbelang.....   | 13 |
| 2.4 Conclusie .....   | 14 |
| <b>3 Beschermingsconstructies in Nederland</b> .....  | 16 |
| 3.1 Inleiding .....   | 16 |
| 3.2 Beschermingsconstructies .....  | 16 |
| 3.2.1 Uitgifte preferente aandelen (beschermingsprefs) .....  | 17 |
| 3.2.2 Prioriteitsaandelen .....   | 19 |
| 3.2.3 Certificering van aandelen .....  | 19 |
| 3.3 Motieven voor inzet beschermingsconstructies.....   | 21 |
| 3.4 Normering beschermingsconstructies.....   | 22 |
| 3.4.1 RNA-norm.....   | 22 |
| 3.4.2 Algemene uitgangspunten bij toelaatbaarheid van beschermingsconstructies ..   | 23 |
| 3.5 Statutaire beperkingen beschermingsconstructies .....   | 25 |
| 3.6 Conclusie .....   | 27 |
| <b>Overzicht beschermingsmaatregelen beursvennootschappen in Nederland<br/>        genoteerd aan de AEX- en AMX-index (situatie per 01 december 2020)</b> ..... | 28 |
| <b>4. Het wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap</b><br>30   |    |
| 4.1 Inleiding .....   | 30 |
| 4.2 Wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap .....   | 30 |
| 4.2.1 Wat houdt de bedenktijd in en welke voorwaarden zijn daaraan verbonden? ...   | 30 |
| 4.2.2 Wat is het doel van de bedenktijd?.....   | 31 |

|           |   |           |
|-----------|---|-----------|
| 4.2.3     | Wie roept de bedenktijd in en wat is het gevolg van het inroepen van de bedenktijd? ..... | 32        |
| 4.2.4     | Waarborgen .....  | 32        |
| 4.3       | De bedenktijd ten opzichte van beschermingsmaatregelen bij een vijandig bod .....         | 33        |
| 4.4       | Conclusie .....   | 34        |
| <b>5.</b> | <b>Cumulatie van beschermingsmaatregelen .....</b>  | <b>36</b> |
| 5.1       | Inleiding .....   | 36        |
| 5.2       | Cumulatie met beschermingsmaatregelen .....   | 36        |
| 5.2.1     | Cumulatie in de memorie van toelichting bij het oorspronkelijke wetsvoorstel .....        | 36        |
| 5.2.2     | Het amendement Van Gent .....   | 37        |
| 5.3       | Hoe zal de OK een verzoek tot beëindiging van de bedenktijd moeten toetsen? .....         | 38        |
| 5.3.1     | Welke maatstaf geldt er en hoe dient de rechter het te toetsen? .....                     | 38        |
| 5.4       | Enkele gedachten over de gevolgen van het wetsvoorstel en het amendement .....            | 42        |
| 5.4.1     | Beschermde beursvennootschappen .....   | 42        |
| 5.4.1     | Onbeschermde beursvennootschappen .....   | 43        |
| 5.5       | Conclusie .....   | 44        |
| <b>6.</b> | <b>Conclusie .....</b>  | <b>45</b> |
|           | <b>Literatuurlijst .....</b>  | <b>47</b> |
|           | <b>Literatuur (boeken en tijdschriftartikelen) .....</b>                                  | <b>47</b> |
|           | Boeken en tijdschriftartikelen .....  | 47        |
|           | <b>Krantartikelen .....</b>   | <b>49</b> |
|           | <b>Parlementaire stukken .....</b>  | <b>50</b> |
|           | <b>Jurisprudentie .....</b>   | <b>51</b> |
|           | Hoge Raad .....   | 51        |
|           | Gerechtshof .....   | 51        |
|           | Rechtbank .....   | 51        |

## Lijst van gebruikte afkortingen

|        |  |
|--------|--|
| AEX    | Amsterdam Exchange Index   |
| AMX    | Amsterdam Mid Cap Index  |
| AScX   | Amsterdam Small Cap Index  |
| AK     | Administratiekantoor   |
| art.   | Artikel  |
| AVA    | Algemene vergadering van aandeelhouders                                  |
| Bob    | Besluit openbare biedingen Wft   |
| Bpb    | Best practice bepaling uit de Corporate Governance Code                  |
| BV     | Besloten Vennootschap  |
| BW     | Burgerlijk Wetboek   |
| CGC    | Corporate Governance Code  |
| DNB    | De Nederlandsche Bank  |
| ECB    | Europese Centrale Bank   |
| FD     | Het Financieele Dagblad  |
| HR     | Hoge Raad der Nederlanden  |
| JOR    | Jurisprudentie Onderneming & Recht                                       |
| m.nt   | Met noot van   |
| NASDAQ | National Association of Securities Dealers Automated Quotations          |
| NJ     | Nederlandse Jurisprudentie   |
| NV     | Naamloze Vennootschap  |
| OK     | Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam                          |
| RN     | Rechtspraak Notariaat  |
| r.o.   | Rechtsoverweging   |
| RvC    | Raad van Commissarissen  |
| STAK   | Stichting Administratiekantoor   |
| Vvgb   | Verklaring van geen bezwaar van DNB of de ECB op grond van art. 3:95 Wft |
| Wft    | Wet op het financieel toezicht   |

# 1. Inleiding

## 1.1 Achtergrond

Op 8 september 2020 is het wetsvoorstel Inroepen bedenktijd door bestuur van beursvennootschap aangenomen door de Tweede Kamer.<sup>1</sup> Op het moment van het schrijven van deze scriptie ligt het wetsvoorstel ter behandeling bij de Eerste Kamer. Op 1 december 2020 heeft de minister zijn voornemen uitgesproken dat de verwachte datum van inwerkingtreding zal liggen op 1 maart 2021.<sup>2</sup> Met dit wetsvoorstel krijgt het bestuur van een beursvennootschap een bedenktijd van maximaal 250 dagen. Het bestuur kan daarbij in de volgende twee gevallen de bedenktijd inroepen: in het geval een of meer aandeelhouders de vennootschap verzoekt om behandeling van een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, of een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen,<sup>3</sup> of indien een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de vennootschap zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap (een “vijandig bod”).<sup>4</sup> De bedoeling is dat door het inroepen van de bedenktijd het bestuur rust en tijd krijgt voor inventarisatie en weging van de belangen van de onderneming en de stakeholders bij de bepaling van beleid. Het gevolg van het inroepen van de bedenktijd is dat enkele bevoegdheden van aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering (AVA), waaronder het stemrecht, in beginsel worden opgeschort.<sup>5</sup> Het wetsvoorstel volgt na een oproep van verschillende beursvennootschappen om hen beter te beschermen tegen vijandige overnames als gevolg van een reeks (inmiddels mislukte) vijandige overnamepogingen van bijvoorbeeld AkzoNobel, Unilever in 2017 en iets eerder PostNL, die grotendeels te danken waren aan de lage rente in Europa waardoor Europese bedrijven voor (met name Amerikaanse) ondernemingen relatief goedkoop waren.<sup>6</sup> Ook vanuit de politiek

---

<sup>1</sup> Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap (*Kamerstukken II* 2019-20, 35 367).

<sup>2</sup> *Kamerstukken I* 2020/21, 35 367, C, p. 2.

<sup>3</sup> Voorgestelde art. 2:114b lid 2, onder a BW.

<sup>4</sup> Voorgestelde art. 2:114b lid 2, onder b BW.

<sup>5</sup> Voorgestelde art. 2:114b lid 6 BW.

<sup>6</sup> Zie bijvoorbeeld de oproep van Jan Hommen, Jeroen van der Veer en Peter Wakkie in *NRC* (30 mei 2017), te raadplegen via <https://www.nrc.nl/nieuws/2017/05/30/bescherming-bedrijven-is-in-ieders-belang-10719042-a1561007> en H. Jessayan, ‘Hommen: ‘Ontdoe een overname van alle hijgerigheid’, *FD* 28 maart 2017.

waren er zorgen over ongewenste overnames van Nederlandse beursvennootschappen.<sup>7</sup> Het behoud van de zelfstandigheid van Nederlandse beursvennootschappen en de daarmee gepaarde werkgelegenheid en onderzoek waren daarbij de voornaamste argumenten. In eerste instantie is daarom gepleit voor een bedenktijd van maximaal een jaar. Uiteindelijk is dit beperkt tot een periode van maximaal 250 dagen in het regeerakkoord van het kabinet Rutte-III en bovengenoemd wetsvoorstel.

De voorgestelde bedenktijd bleef echter niet zonder kritiek.<sup>8</sup> Een van de kritiekpunten in de literatuur en de consultatiereacties is de weinig toegevoegde waarde van de bedenktijd vanwege het bestaan van de responstijd in de *Corporate Governance Code (CGC)*<sup>9</sup>, de jurisprudentie met betrekking tot de strategiebepaling en de mogelijkheid om beschermingsconstructies op te tuigen, welke door de rechter in een aantal gevallen ook toelaatbaar is geacht.<sup>10</sup> Wat betreft beschermingsconstructies is het grootste gedeelte van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven enigszins ‘beschermd’. Er zijn verschillende motieven voor het optuigen van beschermingsconstructies, zoals het verstevigen van de positie van de vennootschapsleiding en het beveiligen tegen ongewenst geachte invloeden van buitenaf.<sup>11</sup> De meeste beursvennootschappen in Nederland hebben bijvoorbeeld gebruik gemaakt van de mogelijkheid om preferente aandelen (zogenaamde “beschermingsprefs”) uit te geven aan een stichting continuïteit. Hiermee zien zij zich voldoende beschermd tegen vijandige overnames.

In Nederland geldt bovendien het beginsel dat het bestuur van een vennootschap zich richt op de continuïteit en langetermijnwaardecreatie en dat de strategie van de vennootschap door het

---

<sup>7</sup> Zie bijvoorbeeld het debat over de overname chemietak van AkzoNobel in de Tweede Kamer, de brief van minister Kamp (*Kamerstukken II* 2016/17, 29826, 83) en de daaropvolgende Kamermotie (*Kamerstukken II* 2016/17, 29826, 85).

<sup>8</sup> Zie onder meer de verscheidene reacties bij de internetconsultatie op het voorontwerp, te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/wetsvoorstelbedenktijd/reacties/datum> en in de media: P. Couwenberg, ‘Wettelijke bedenktijd is een overbodige regel’ *FD* 11 januari 2018; G. van Solinge, ‘Wettelijke bedenktijd voegt weinig toe aan bescherming van beursvennootschappen’ *FD* 23 december 2018; M. Tamminga, ‘Meer overnameregels? Onnodig. Schijnheilig’ *NRC* 17 december 2018; A. de Mol van Otterloo, ‘Gooi het bedenktijdvoorstel in de prullenbak’ *NRC* 7 juli 2017; Verder ook noemenswaardig is de brief aan de Eerste Kamer van Eumedion, de belangenbehartiger van institutionele beleggers en bij monde van diens directeur Riens Abma toch wel een van de meest vocale tegenstanders van de bedenktijd, “Eumedion houdt bedenkingen bij wetsvoorstel bedenktijd voor beursondernemingen”, te raadplegen via: <https://www.eumedion.nl/actueel/nieuws/eumedion-houdt-bedenkingen-bij-wetsvoorstel-bedenktijd-voor-beursondernemingen.html>.

<sup>9</sup> De responstijd bedraagt maximaal 180 dagen, zie bpb 4.1.7 CGC. Vermeldenswaardig is dat de responstijd in de context van een vijandig openbaar bod minder relevant is. De responstijd zal verder buiten beschouwing blijven.

<sup>10</sup> Zie HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 86, m.nt. Maijer (*RNA/Westfield*) waarin de Hoge Raad de voorwaarden voor de toelaatbaarheid en houdbaarheid van beschermingsconstructies heeft gegeven.

<sup>11</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/557; In hoofdstuk 3 zal hier nader op worden ingegaan.

bestuur – onder het toezicht van de raad van commissarissen – wordt bepaald. Het bestuur is dus uiteindelijk degene die een openbaar bod zal moeten accepteren of afwijzen. Dit beginsel komt voort uit het Rijnlandse corporate governance model (stakeholdersmodel) en is inmiddels meermaals door de rechter bevestigd.<sup>12</sup> Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld het shareholdermodel, waar aandeelhoudersbelangen meer voorop staan. Hiermee rijst de vraag of het bieden van een bedenktijd nog enige toegevoegde waarde heeft of wellicht zelfs belemmerend werkt voor bepaalde reeds bestaande beschermingsmogelijkheden, zeker nu er ook een amendement is aangenomen waardoor de bedenktijd door de rechter kan worden beëindigd als er een of meerdere beschermingsconstructies actief zijn gedurende de looptijd van de bedenktijd. Cumulatie van de bedenktijd met beschermingsconstructies zou volgens de minister en het Tweede Kamerlid Tobias van Gent niet noodzakelijk zijn.<sup>13</sup> Bij de behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer is door Van Gent een amendement ingediend (en aangenomen) waarmee de bedenktijd door de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam (OK) kan worden beëindigd indien er tijdens de bedenktijd een of meer beschermingsconstructies actief zijn die naar aard, doel en strekking overeenkomen met de bedenktijd. De vraag is alleen hoe dit amendement in een concreet geval moet worden uitgelegd door de rechter en wat daarbij de betekenis is van de normering van beschermingsconstructies uit de jurisprudentie.

Het onderzoek en de tekst van deze scriptie is afgesloten op 7 januari 2021. Eventuele relevante opmerkingen en/of aanpassingen aan het wetsvoorstel zijn na deze datum niet betrokken bij het onderzoek en deze scriptie.

## 1.2 Onderzoeksvraag en deelvragen

Uit het voorgaande ben ik tot de volgende centrale onderzoeksvraag gekomen:

*In hoeverre draagt het wetsvoorstel Inroepen bedenktijd door het bestuur van beursvennootschap bij aan de bescherming van beursvennootschappen tegen vijandige overnames?*

---

<sup>12</sup> Zie HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 (*Forumbank*); HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 m.nt. J.M.M. Maijer (*ABN AMRO/La Salle*); HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544 m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI-beschikking*); HR 20 april 2018, RN 2018/52 (*Boskalis/Fugro*).

<sup>13</sup> Kamerstukken II 2019/20, 35 367, nr. 13, p. 2.



Deze vraag zal aan de hand van de volgende deelvragen worden afgebakend en beantwoord:

1. Welke rol hebben het bestuur en de raad van commissarissen bij de bescherming tegen een vijandige overname?
2. Welke beschermingsconstructies zijn in Nederland gangbaar en in hoeverre zijn de bestaande beschermingsmaatregelen effectief in het beschermen van de vennootschap tegen vijandige overnames?
3. Wat is het doel en de strekking van het wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap en in welke mate beoogt het wetsvoorstel de bescherming van beursvennootschappen tegen vijandige overnames te verbeteren?
4. Hoe verhoudt het wetsvoorstel, in het bijzonder het amendement Van Gent, zich tot de bestaande jurisprudentie met betrekking tot (de toelaatbaarheid van) de inzet van beschermingsmaatregelen en welke gevolgen heeft het voor de inzet van beschermingsconstructies en schiet het wetsvoorstel zijn doel niet voorbij?

### 1.3 Methodologische verantwoording

Zoals aangegeven richt het onderzoek zich alleen op vijandige overnames. Ik zal bij het onderzoek ingaan op de discussies daarover in de literatuur, de consultatiereacties op het wetsvoorstel en de parlementaire stukken. Verder zal er gekeken worden naar de reeds bestaande beschermingsmaatregelen hoe deze zich verhouden tot de voorgestelde bedenktijd. Hierbij zal ik ook ingaan op de achtergrond van de beschermingsconstructies in Nederland, wat de rol is van het bestuur en de RvC bij de bescherming tegen een vijandig overnamebod. Verder zal ik ingaan de jurisprudentie met betrekking tot de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen. Er zal een juridisch onderzoek worden uitgevoerd door middel van de bestudering van literatuur (handboeken, krant- en juridische tijdschriftartikelen en parlementaire stukken), nationale (Nederlandse) en Europese wetgeving en de vigerende jurisprudentie.

## 1.4 Plan van behandeling

In hoofdstuk 2 wordt het vijandig bod en de procedurele aspecten ervan besproken. Daarbij zal ook de rol van het bestuur en de RvC van een beursvennootschap aan bod komen. In hoofdstuk 3 zal vervolgens een overzicht worden gegeven van de drie meest voorkomende vormen van bescherming van beursvennootschappen tegen vijandige overnames. Daarbij zullen de grenzen van het inzetten van beschermingsconstructies aan bod komen. In hoofdstuk 4 zal er kort worden stilgestaan bij het wetsvoorstel Inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap, in het bijzonder op de voorgestelde bedenktijd. Het amendement Van Gent zal daarbij betrokken worden. Vervolgens zal er in hoofdstuk 5 dieper worden ingegaan op het amendement en de cumulatie van de bedenktijd met de reeds beschermingsconstructies waarbij de vraag zal worden beantwoord hoe de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam (OK) cumulatie van de bedenktijd en een of meer beschermingsconstructies zal moeten toetsen. Tot slot zullen de mogelijke gevolgen daarvan voor beursvennootschappen worden uitgelicht.

## 2. Begrip en de rol van het bestuur en de RvC bij vijandige overnames in Nederland

*“Welke rol hebben het bestuur en de raad van commissarissen bij de bescherming tegen een vijandige overname?”*

### 2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal ik ingaan op de vijandige overname. Eerst zal het begrip vijandige overname aan bod komen waarbij ook kort op de procedurele aspecten van een (vijandig) openbaar bod zal worden ingegaan. Vervolgens komt de rol van het bestuur en de RvC bij de beoordeling van een vijandig openbaar bod aan bod.

### 2.2 Begrip en procedurele aspecten vijandige overname

#### 2.2.1 Begrip vijandige overname

Vijandige overnames zijn in Nederland relatief zeldzaam, een paar voorbeelden zijn de mislukte vijandige overnames van PostNL door Bpost en AkzoNobel door PPG. Beide zagen uiteindelijk af van hun bod. Hierbij is de vraag wat er onder een vijandige overname kan worden verstaan. Bij een vijandige overname wordt een beursvennootschap (de doelvennootschap) zonder dat daarover overeenstemming is bereikt met het bestuur en de raad van commissarissen door een andere beursvennootschap (de bieder) – die ook veelal zelf reeds aandeelhouder is van de doelvennootschap<sup>14</sup> – overgenomen. De bieder brengt een openbaar bod uit in de zin van art. 5:74 Wft op de (overige) aandelen en certificaten van de doelvennootschap met of zonder het bestuur van de doelvennootschap op de hoogte te brengen.<sup>15</sup> De bieder is niet verplicht om eerst in overleg te treden met het bestuur of het bestuur op de hoogte te brengen alvorens hij een openbaar bod doet op de aandelen.<sup>16</sup> Wel kan dat verstandig zijn aangezien een vijandige overname nadelen en (financiële) risico's met zich meebrengt. Zo hoeft een vijandige bieder

---

<sup>14</sup> De vijandige bieder kan, om de slagingskans van een vijandig bod te vergroten en eventueel een concurrerend bod van een derde lastiger te maken, voor het uitbrengen van een openbaar bod aandelen in de doelvennootschap verwerven, zie nader Bijleveld O&F 2014, p. 7; Een voorbeeld hiervan is het vijandig bod op de aandelen van KPN door America Movil.

<sup>15</sup> Dit laatste wordt een rauwelijks vijandig bod genoemd, Bijleveld O&F 2014, p. 6.

<sup>16</sup> Bijleveld O&F 2014, p. 6.

niet alleen geen medewerking van het bestuur van de doelvennootschap verwachten, maar zal er ook geen *due dilligence*-onderzoek verricht worden, bestaat er een kans op reputatieschade. Het bestuur en de RvC van de doelvennootschap zijn verder ook niet verplicht te onderhandelen met de vijandige bieder, zo volgt uit de rechtspraak.<sup>17</sup> Om deze redenen zal de bieder in eerste instantie op een vriendelijk bod proberen te sturen, ook om meer informatie te verkrijgen en de slagingskans van het bod te vergroten, aangezien aandeelhouders sneller geneigd zijn om in te gaan op het bod als daarover overeenstemming is met het bestuur.

Het bestuur en de RvC kunnen verder in beginsel volstaan met het openbaar maken van hun afwijzende standpunt (*just say no defense*).<sup>18</sup> Het is ook mogelijk dat het bestuur van de doelvennootschap wel op de hoogte wordt gesteld maar het bod van meet af aan afwijst, wat ook resulteert in een vijandig bod. Of een openbaar bod als vijandig moet worden aangemerkt is dus afhankelijk van de positie die het bestuur en de raad van commissarissen innemen.

Uiteindelijk blijft de beslissing om de aandelen te verkopen aan de bieder aan de aandeelhouders, wel zullen zij eerder geneigd zijn in te stemmen met het bod als het bod wordt ondersteund door het bestuur en de RvC van de doelvennootschap.

## 2.2.2 Procedurele aspecten vijandige overname: vijandig openbaar bod

Aan het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van een beursvennootschap gelden voor de bieder strikte regels en termijnen. Deze gelden ook voor het bestuur van de doelvennootschap. Deze regels zijn opgenomen in hoofdstuk 5.5 van de Wft en het Besluit openbare biedingen Wft (Bob Wft). Een vijandige bieder doorloopt dezelfde procedure als bij een vriendelijk bod, waarbij het op enkele punten afwijkt. Het proces begint met de aankondiging van het openbaar bod, waarbij concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod wordt bekendgemaakt.<sup>19</sup> Onder concrete informatie<sup>20</sup> wordt in ieder geval verstaan de naam van de doelvennootschap in combinatie met de voorgenomen prijs of ruilverhouding van het bod op de aandelen. Door de aankondiging wordt door de bieder kenbaar gemaakt dat hij geïnteresseerd is een bod te doen op de aandelen van de

---

<sup>17</sup> HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*) r.o. 4.4.1; Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *Ondernemingsrecht* 2018/34 m.nt. H. Koster (*AkzoNobel*) r.o. 3.9, 3.14 - 3.15.

<sup>18</sup> Op grond van art. 18 Bob; zie ook Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme* 2-IIb 2019/618.

<sup>19</sup> Art. 5 lid 2 Bob Wft.

<sup>20</sup> In de zin van art. 5:53 lid 1 Wft.

doelvennootschap.<sup>21</sup> Het bod geldt echter niet als aangekondigd indien bestuur van de doelvennootschap onverwijld aankondigen in overleg te zijn.<sup>22</sup> Met de aankondiging beginnen de termijnen te lopen. Zo is de bieder vanaf dat moment gehouden om binnen vier weken na de aankondiging een update te geven (4 weken-persbericht) – waarbij de bieder vermeldt binnen welke termijn hij een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht zal indienen bij de AFM of dat hij afziet van het doen van een bod<sup>23</sup> – en uiterlijk na twaalf weken over *certain funds* moet beschikken waarbij hij dient aan te tonen dat hij de biedprijs in geld kan opbrengen dan wel op een andere manier zijn bod kan betalen (*certainty of funds*-mededeling).<sup>24</sup>

## 2.3 Rol bestuur en RvC bij beoordeling vijandig openbaar bod

Hiervoor is uitgelegd wanneer er sprake is van een vijandige openbaar bod. De vraag is hoe het bestuur zo'n bod dient te beoordelen. Deze vraag zal hieronder worden beantwoord.

### 2.3.1 Strategie en vennootschapsbelang

Het bestuur van een beursvennootschap bepaalt het beleid en de strategie van de vennootschap, zo volgt uit de rechtspraak.<sup>25</sup> Uit de rechtspraak volgt dat de beslissing om een openbaar bod al dan niet af te wijzen behoort tot de strategie van het bestuur onder toezicht van de RvC<sup>26</sup>. Bij de bepaling van de strategie en het afwijzen van een bod komt het bestuur en de RvC van de doelvennootschap grote beleidsvrijheid toe.<sup>27</sup> Het bestuur zal, onder toezicht van de RvC, het bod eerst zorgvuldig moeten beoordelen en daarbij alle betrokken belangen afwegen. Concreet zal beoordeeld worden of het bod meer in het belang van de vennootschap is dan de eigen strategie, waarbij de maatstaf is het bevorderen van het bestendige succes van de door de vennootschap gedreven onderneming en lange termijn waardecreatie.

---

<sup>21</sup> Bijveld, *O&F* 2014, p. 10.

<sup>22</sup> Art. 5 lid 2 Bob Wft.

<sup>23</sup> Art. 7 lid 2 Bob Wft.

<sup>24</sup> Art. 7 lid 4 Bob Wft.

<sup>25</sup> Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3, p. 3 met verwijzing naar HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maijer (*ABN AMRO*), r.o. 4,3; HR 9 juli 2020, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*), r.o. 4.4.1; Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2007, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*), r.o. 3.9; HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.

<sup>26</sup> De Brauw 2017, p. 72.

<sup>27</sup> De Brauw, *OR* 2020/52, p. 272.

Zoals gezegd behoort tot de algemene taak en bevoegdheid van het bestuur het bepalen van de strategie.<sup>28</sup> Dit gebeurt onder toezicht van de RvC aan wie het bestuur verder daarover ook verantwoording moet afleggen.<sup>29</sup> Wat er onder strategie moet worden verstaan is niet wettelijk vastgelegd, maar volgens de wetgever wordt met strategie bedoeld de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een langere periode en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die zij op kortere termijn neemt, waarbij een termijn van vijf tot tien jaar voor strategische beslissingen gangbaar is.<sup>30</sup>

Bij een vijandig overname zal er doorgaans beoogd zijn een wijziging te laten plaatsvinden in de door het bestuur van de doelvennootschap voorgestane strategie, die ingaat tegen de wil van het bestuur van de doelvennootschap. Volgens de Hoge Raad, zo zal ook uit het volgende hoofdstuk blijken, mag het bestuur de door haar voorgestane strategie in principe beschermen door middel van het invoeren van een beschermingsconstructie.<sup>31</sup> Welke vormen van bescherming er ingeroepen kunnen worden zullen in het volgende hoofdstuk worden behandeld.

## 2.4 Conclusie

In dit hoofdstuk stond de eerste deelvraag centraal: welke rol hebben het bestuur en de RvC bij de bescherming van een beursvennootschap tegen een vijandige overname? Allereerst is uitgelegd wanneer men kan spreken van een vijandige overname. De aandelen van een beursvennootschap zijn vrij verhandelbaar op de effectenbeurs. Bij een vijandige overname wordt er een openbaar bod gedaan op de aandelen van een beursvennootschap, de zogenoemde doelvennootschap, zonder dat er steun is van het bestuur van de doelvennootschap. Het vijandige karakter zit dus in de opstelling van het bestuur van de doelvennootschap. Uit de rechtspraak volgt dat het bestuur niet verplicht is te onderhandelen met de vijandige bidder.

Vervolgens zijn de procedurele aspecten van een vijandige overname aan bod gekomen. Een vijandige bidder doet een openbaar bod in de zin van art. 5:74 Wft uit op de (overige) aandelen van de doelvennootschap. Hiervoor gelden strikte termijnen welke in hoofdstuk 5.5 van de Wft en het Bob zijn vastgelegd.

---

<sup>28</sup> Als bedoeld in art. 2:129 lid 1 BW; zie ook art. 2:129 lid 2; De Brauw 2007, par. 5.1.8.1.1.

<sup>29</sup> Bpb 1.1.3 CGC.

<sup>30</sup> *Kamerstukken II* 2008/09 32 014, nr. 3, p.

<sup>31</sup> HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 86, m.nt. Maijer (*RNA/Westfield*), r.o. 3.7.

Tot slot is er ingegaan op de rol van het bestuur en de RvC bij de beoordeling van een vijandig openbaar bod. Het bestuur bepaalt het beleid en de strategie van de vennootschap en de beslissing om een openbaar bod al dan niet af te wijzen behoort tot de strategie van het bestuur, onder toezicht van de RvC. Concreet dient het bestuur te beoordelen of het bod meer in het belang is van de vennootschap dan de eigen gevoerde strategie. Daarbij komt het bestuur grote beleidsvrijheid toe. Het bestuur mag de door haar gevoerde strategie beschermen door het invoeren van een beschermingsconstructie.

### 3 Beschermingsconstructies in Nederland

*Welke beschermingsconstructies zijn in Nederland gangbaar en in hoeverre zijn de bestaande beschermingsmaatregelen effectief in het beschermen van de vennootschap tegen vijandige overnames?*

#### 3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen de meest gangbare beschermingsconstructies die door beursvennootschappen worden opgetuigd, worden behandeld. De meeste beursvennootschappen hebben zich op een of andere manier beschermd.<sup>32</sup> Hieronder zal er worden ingegaan op de beschermingsconstructies. In par. 3.2 zal een overzicht worden gegeven van de drie meest gebruikelijke beschermingsconstructies. Ook zullen daarbij steeds kort enkele voorbeelden uit de praktijk worden gegeven. Vervolgens zullen de motieven voor het optuigen van beschermingsconstructies in par. 2.4 aan bod komen. Ook zal ik in par. 2.5 ingaan op de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies uit de jurisprudentie. In par. 2.6 worden vervolgens de statutaire beperkingen aan bod komen.

#### 3.2 Beschermingsconstructies

Beursvennootschappen kunnen in Nederland verschillende beschermingsconstructies optuigen. Met beschermingsconstructies wordt bedoeld een statutaire of niet-statutaire regeling, overeenkomst, rechtshandeling of feitelijke handeling waarvan het doel is het bestuur van een beursvennootschap in staat te stellen de gekozen strategie uit te voeren en wordt getracht te voorkomen dat de belangen van de vennootschap en/of de onderneming en de daarbij betrokkenen worden geschaad door ongewenste invloed van kapitaalverschaffers.<sup>33</sup> Er kunnen doorgaans twee soorten beschermingsconstructies worden onderscheiden.<sup>34</sup> In de eerste plaats statutaire beschermingsconstructies en in de tweede plaats niet-statutaire beschermingsconstructies. Een aantal van de meest voorkomende statutaire

---

<sup>32</sup> Zie overzicht aan het eind van dit hoofdstuk.

<sup>33</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 554.

<sup>34</sup> Van Olfen 2000, p. 2; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 554.



beschermingsconstructies zal nu hieronder worden besproken. Op de niet-statutaire beschermingsconstructies zal verder niet worden ingegaan.<sup>35</sup>

### 3.2.1 Uitgifte preferente aandelen (beschermingsprefs)

Een eerste vorm is het uitgeven van preferente aandelen aan een bevriende – maar onafhankelijke – partij, doorgaans een stichting continuïteit.<sup>36</sup> Een beursvennootschap dient in de statuten hierin te voorzien aangezien. De mogelijkheid tot uitgifte wordt doorgaans voor de beursgang van de beursvennootschap bewerkstelligd, waarbij de vennootschap een recht aan de stichting verleent om preferente aandelen te nemen, de zogenaamde call-optie.<sup>37</sup> De reden hiervan is dat het toekennen van de call-optie aan de stichting krachtens art. 2:96 lid 5 jo art. 2:96 lid 1 BW een besluit van de AvA behoeft. Voor de beursgang kunnen de verkopende aandeelhouders in ieder geval hiermee instemmen, na de beursgang kan dit op moeilijkheden stuiten.<sup>38</sup> De daadwerkelijke uitgifte vindt pas plaats wanneer de stichting gebruik maakt van de call-optie.<sup>39</sup> De beschermende werking ontstaat door de uitgifte van de preferente aandelen waardoor het belang van de vijandige bidder in de doelvennootschap (aanzienlijk) verwatert. De stichting zal onder normale omstandigheden de call-optie niet uitoefenen. Bootsma e.a. maken daarbij een onderscheid tussen twee fases: (i) een passieve fase waarin de beschermingsprefs niet zijn uitgegeven en (ii) een actieve fase waarin de beschermingsprefs door de stichting zijn uitgegeven en uitstaan.<sup>40</sup> Voor het uitoefenen van de call-optie is vervolgens niet opnieuw een besluit van het bevoegde vennootschapsorgaan nodig.<sup>41</sup> De stichting sluit hiertoe met het

---

<sup>35</sup> Onder niet-statutaire beschermingsconstructies/-maatregelen kunnen o.a. worden verstaan: het pac man-bod, de *white knight*, de responstijd bij ongewenste strategiewijzigingen uit bpb 4.1.6 en 4.1.7 CGC.

<sup>36</sup> Hoewel in de praktijk vaak een stichting wordt opgericht, kunnen ook andere rechtspersonen voor dit doel worden gebruikt. In geval van een stichting wordt vaak gesproken van 'stichting continuïteit', 'anti-overvalstichting', 'beschermingsstichting' of 'prefstichting', Asser/Maijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-ii\* 2009, nr. 641.

<sup>37</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 636.

<sup>38</sup> Toenmalig demissionair minister van Economische Zaken Kamp heeft om die reden in zijn brief van 20 mei 2017 aan de Tweede Kamer, als een van zijn vier opties om beursvennootschappen te beschermen, overwogen om de uitgifte van preferente aandelen eenvoudiger te maken. Volgens hem zou op voorstel van de RvC de uitgifte plaatsvinden, waarbij de AvA uitsluitend het voorstel met tenminste tweederde van de stemmen kan verwerpen. Uiteindelijk is gekozen voor de bedenktijd van ten hoogste 250 dagen. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 826, nr. 70, p. 4. In het volgende hoofdstuk zal ik nader ingaan op deze bedenktijd.

<sup>39</sup> Mantel & Overkleef, *V&O* 2009, p. 195; Bootsma e.a. 2015, p. 9; Verder kan er ook een onderscheid worden gemaakt tussen ad-hoc en niet-ad-hoc beschermingsconstructies, juridische en economische beschermingsmaatregelen.

<sup>40</sup> Bootsma e.a. 2015, p. 9.

<sup>41</sup> Art. 2:96 lid 5, tweede zin BW.

bestuur een (vormvrije) optieovereenkomst. Deze optieovereenkomst is doorgaans niet beperkt in duur. Een uitzondering hierop is de optieovereenkomst tussen Ahold Delhaize NV en de Stichting Continuïteit Ahold Delhaize (SCAD). De in 2003 gesloten optieovereenkomst liep eind 2018 af. Uiteindelijk is de optieovereenkomst wederom verlengd tot 2033. Over de verlenging wordt in de literatuur verschillend gedacht.<sup>42</sup>

Indien de stichting na het uitoefenen van de call-optie ‘overwegende zeggenschap’ (ten minste 30% van het maatschappelijk kapitaal, zie definitie van “overwegende zeggenschap” in art. 1:1 Wft) verkrijgt in de AVA van een beursvennootschap is zij uitgezonderd van de in de Wft geregelde biedplicht op de resterende aandelen<sup>43</sup>, mits zij kwalificeert als onafhankelijk rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>44</sup> Doorgaans wordt in de statuten van de stichting expliciet vermeld dat de stichting ten doel heeft de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming te behartigen.<sup>45</sup>

Deze vorm van beschermingsconstructie is voor het eerst in 1969 geïntroduceerd door Océ-Van der Grinten.<sup>46</sup> Tegenwoordig is dit de meest gebruikte vorm van de beschermingsconstructies.<sup>47</sup> De reden waarom het gebruik van preferente aandelen als beschermingsconstructie populair is dat bij de uitgifte van preferente aandelen het voorkeursrecht bij de houders van gewone aandelen niet van toepassing is.<sup>48</sup> In de tweede plaats staan preferente aandelen op naam. Om die reden dient slechts 25% van de nominale waarde te worden gestort<sup>49</sup> hierdoor kan met relatief weinig kapitaal een aanzienlijk belang worden verworven.<sup>50</sup> De erkenning in de rechtspraak van de geldigheid van beschermingspreferente aandelen is een van de redenen waarom deze beschermingsconstructie veelvuldig wordt gebruikt.<sup>51</sup>

---

<sup>42</sup> Zie bijvoorbeeld de opvatting van Timmermans en de discussie tussen hem en Schwarz in *OR* 2018/96, *OR* 2018/134 en *OR* 2018/135.

<sup>43</sup> Art. 5:70 lid 1 Wft.

<sup>44</sup> Art. 5:71 lid 1 onder c Wft.

<sup>45</sup> Garcia Nelen, *OR* 2018/12, p. 61; zie bijvoorbeeld art. 2 lid 1 van de statuten van Stichting Preferente Aandelen B KPN, [http://www.prefs-kpn.nl/docs/20130521\\_Stichting\\_Preferente\\_Aandelen\\_B\\_KPN\\_statuten.pdf](http://www.prefs-kpn.nl/docs/20130521_Stichting_Preferente_Aandelen_B_KPN_statuten.pdf)

<sup>46</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 636.

<sup>47</sup> Zie het overzicht aan het eind van dit hoofdstuk.

<sup>48</sup> Art. 2:96a lid 2 en 3 BW.

<sup>49</sup> Art. 2:80 lid 1 BW.

<sup>50</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 639.

<sup>51</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nrs. 638 en 636 onder b.

### 3.2.2 Prioriteits aandelen

Een andere van oudsher bestaande beschermingsconstructie zijn de prioriteits aandelen. Net als bij preferente aandelen worden prioriteits aandelen aan een bevriende - maar onafhankelijke - partij uitgegeven. Net als bij de uitgifte van preferente aandelen dient hiervoor al in het maatschappelijk kapitaal te worden voorzien. Aan de prioriteits aandelen zijn statutair bijzondere zeggenschapsrechten verbonden, zoals bindende voordrachten voor de benoeming van bestuurders en commissarissen<sup>52</sup> en structuurwijzigingen zoals de wijziging van statuten of de uitgifte van aandelen.<sup>53</sup> Het gebruik van dit soort aandelen gaat terug tot 1898 door de rechtsvoorganger van Royal Dutch Shell *plc*, de Koninklijke Olie.<sup>54</sup> Sinds 1928 is het overigens mogelijk om de bindende voordracht in de AVA met een tweederde meerderheid en die meerderheid meer dan de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt, te doorbreken.<sup>55</sup>

Een voorbeeld waarbij prioriteits aandelen zijn ingezet tegen een vijandig openbaar bod is het vijandig openbaar bod op de aandelen van verffabrikant AkzoNobel door het Amerikaanse PPG in 2017. De stichting AkzoNobel heeft sinds 1926 48 prioriteits aandelen. De prioriteits aandelen van AkzoNobel zijn overigens uniek doordat zij reeds voor 1928 bestaan en de bindende voordracht aldus niet doorbroken kan worden.<sup>56</sup> Een nadeel is dat de stichting met de prioriteits aandelen een vijandig openbaar bod niet kan tegenhouden. De kans dat een vijandige bidder in zo'n geval doorzet is echter klein aangezien hij geen zeggenschap heeft over de benoeming van bestuurders en commissarissen. Daarmee hebben prioriteits aandelen toch een preventieve werking op vijandige bidders.

### 3.2.3 Certificering van aandelen

Een aandeelhouder heeft in beginsel zowel financieel economische rechten (recht op uitkering van winst of reserves ex art. 2:105 BW) als zeggenschapsrechten. Bij certificering van aandelen worden deze rechten gescheiden. De aandelen worden ten titel van beheer uitgegeven of

---

<sup>52</sup> Art. 2:92 lid 3 BW; zie nader Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 639.

<sup>53</sup> Bootsma e.a. 2015, p. 10.

<sup>54</sup> Van Ginneken 2010, p. 24-25.

<sup>55</sup> Art. 2:133 lid 2 jo. art. 2:142 lid 2 BW.

<sup>56</sup> FD 9 maart 2017: 'Beschermingsstichting AkzoNobel kan bestuurtop benoemen', geraadpleegd op 3 september 2020 op: <https://fd.nl/beurs/1191476/beschermingsstichting-akzonobel-kan-bestuurtop-benoemen>

overgedragen aan een administratiekantoor (AK) die net als bij de preferente aandelen doorgaans een stichting is (maar kan ook de rechtsvorm hebben van een NV of BV).<sup>57</sup> Het AK geeft vervolgens certificaten uit die aan de beurs genoteerd zijn. Hiermee wordt de houder van de certificaten in beginsel in zijn stemrecht beperkt aangezien het AK als aandeelhouder het stemrecht uitoefent in de AVA.<sup>58</sup> De certificaathouder behoudt het recht op dividend, dat door het AK wordt geïncasseerd en aan de certificaathouder wordt uitgekeerd als dat niet direct door de beursvennootschap wordt uitgekeerd.<sup>59</sup> Wel bepaalt de wet dat op verzoek van een certificaathouder door het AK kan worden gemachtigd het stemrecht dat verbonden is aan het aandeel uit te oefenen.<sup>60</sup> Het AK hoeft geen stemvolmacht te verlenen indien sprake is van een vijandig openbaar bod, een of meerdere certificaathouders en aandeelhouders samen ten minste 25% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap (doen) verschaffen of naar het oordeel van het AK uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.<sup>61</sup> De beschermende werking zit dus in het intrekken van de stemvolmachten. Certificaathouders hebben voorts het recht tot het bijeenroepen van een AVA, indien zij tenminste over 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen<sup>62</sup> en tot agendering van onderwerpen op de AVA.<sup>63</sup>

Met certificering van aandelen kan, naast het gebruik als beschermingsconstructie, worden voorkomen dat vanwege absenteïsme een minderheid van de aandeelhouders binnen de AVA een toevallige meerderheid vormt en de besluitvorming naar haar hand zet.<sup>64</sup> Over de toelaatbaarheid van het gebruik van certificering van aandelen als beschermingsconstructies bepaalt de CGC dat deze uitsluitend ziet op het voorkomen van aandeelhouderabsenteïsme en niet gebruikt dient te worden als beschermingsmaatregel.<sup>65</sup> De wetgever gaat minder ver daarin door de plicht van volmachtverlening uit te zonderen in het geval van een vijandig openbaar bod.<sup>66</sup> Verder maakt het voor beursvennootschappen uit of certificaten royeerbaar of beperkt

---

<sup>57</sup> Van Schilfgaarde e.a. 2017, nr. 65.

<sup>58</sup> Zie art. 2:118 BW.

<sup>59</sup> Van Schilfgaarde e.a. 2017, nr. 65.

<sup>60</sup> Art. 2:118a BW.

<sup>61</sup> Art. 2:118a lid 2 onder a t/m c BW.

<sup>62</sup> Art. 2:110 lid 1 en 2 BW.

<sup>63</sup> Art. 2:114a lid 1 en 2 BW.

<sup>64</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 683; zie ook bpb 4.4 van de CGC.

<sup>65</sup> Bpb 4.2 CGC; Beursvennootschappen kunnen van deze bepaling afwijken, mits zij dit motiveren in hun bestuursverslaglegging (conform het *comply or explain* principe).

<sup>66</sup> Zie het hiervoor genoemde art. 2:118a BW.

royeerbaar zijn. Niet royeerbare certificaten zijn op de gereguleerde markt niet toegestaan.<sup>67</sup>

De populariteit van certificering neemt de afgelopen jaar steeds af.<sup>68</sup> Er zijn op dit moment nog 4 beursvennootschappen die gebruik maken van certificering van aandelen (genoteerd aan AEX en AMX).<sup>69</sup> ABN Amro Groep NV is in 2015 met certificaten van bestaande aandelen aan de Amsterdamse beurs Euronext genoteerd. ABN Amro heeft nadrukkelijk aangegeven dat de certificering bedoeld is om zich tegen een vijandig openbaar bod te beschermen. Dit staat haaks op hetgeen in de CGC is bepaald.<sup>70</sup>

### 3.3 Motieven voor inzet beschermingsconstructies

Bij beursvennootschappen zijn de aandelen vrij verhandelbaar op de beurs. Ongewenste invloeden van buitenaf is een van de voornaamste redenen waarom beursvennootschappen kiezen voor bescherming. Met externe invloeden kan men denken aan (het gestand doen van) een vijandig openbaar bod op de aandelen van de doelvennootschap. Door het inzetten van een beschermingsconstructie kan de vijandige bidder afstand doen van het bod. Ook kan met het inzetten van beschermingsconstructies voorkomen dat een minderheid in de AVA door aandeelhoudersabsenteïsme meerderheid vormt bij besluitvorming. Dit speelde doorgaans in het verleden waar de opkomst bij de AVA relatief laag was en met certificering van aandelen een stabiele besluitvorming kon worden bewerkstelligd aangezien met de aanwezigheid van de AK een groot gedeelte van het aandelenkapitaal in de AVA vertegenwoordigd is.<sup>71</sup> Een ander motief is na de beursintroductie het behouden van een meerderheidspositie binnen de beursvennootschap, bijvoorbeeld door prioriteitsaandelen of een piramideconstructie waarbij de grootaandeelhouder door een stapeling van vennootschappen de beursvennootschap gecontroleerd wordt door de aandeelhouder die slechts de minderheid van het kapitaal verschaft.<sup>72</sup> Een voorbeeld hiervan is Heineken NV, waarbij Heineken Holding NV 50,005%

---

<sup>67</sup> Van Ginneken 2010, p. 33.

<sup>68</sup> Van Ginneken 2010, p. 33 met verwijzing naar de voetnoten.

<sup>69</sup> Zie overzicht aan het eind van dit hoofdstuk.

<sup>70</sup> *Kamerstukken II* 2014/15, 31 789, nr. 64: Zie de kritiek daaromtrent bijvoorbeeld Abma, OR 2015/73; Vermeldenswaardig is dat de wetgever de overnameperikelen die zich afspeelden in 2007 wilde voorkomen. Hierover verwijs ik graag naar het boek van Jeroen Smit (Smit 2016).

<sup>71</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 559.

<sup>72</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 560.

van de aandelen bezit dat weer door L'Arche Green voor 52,599% wordt gehouden.<sup>73</sup> Verder kunnen beschermingsconstructies ook gebruikt worden ter waarborging van de kwaliteit van bestuurders en commissarissen door middel van prioriteitsaandelen.<sup>74</sup> De inzet van beschermingsconstructies kan tot slot ook zien op de waarborging van een zorgvuldig besluitvormingsproces en ter voorkoming van onomkeerbare gebeurtenissen.<sup>75</sup> Ten aanzien van vijandige overnames is het voorkomen van ongewenste invloeden van buitenaf een specifieke reden om gebruik te maken van beschermingsconstructies. Daarnaast kan de inzet van beschermingsconstructies de gevoerde strategie beschermen doordat een vijandige bidder doorgaans een alternatieve strategie zal voeren en de inzet van een of meerdere beschermingsconstructies dit kan verhinderen.

### 3.4 Normering beschermingsconstructies

Uitgangspunt is dat het optuigen van beschermingsconstructies is in beginsel toelaatbaar, tenzij het in strijd met de wet of de statuten.<sup>76</sup> Dat geldt zowel voor structurele als ad-hoc beschermingsconstructies. De beschermingsconstructies worden getoetst op basis van de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.<sup>77</sup> In twee beschikkingen van de OK is beslist dat een beursvennootschap in beginsel vrijstaat om een beschermingsconstructie in te zetten.<sup>78</sup>

#### 3.4.1 RNA-norm

In 2003 heeft de Hoge Raad in de RNA/Westfield beschikking maatgevende normen gegeven voor de toelaatbaarheid van (het inzetten van) beschermingsconstructies. Alhoewel het in de RNA-zaak gaat om de uitgifte van gewone aandelen wordt in de literatuur aangenomen dat dit ook geldt voor (ad-hoc) beschermingsconstructies in het algemeen.<sup>79</sup> De Hoge Raad maakt onderscheid tussen het *inroepen/treffen* van ad-hoc beschermingsconstructies en het *handhaven* van beschermingsconstructies. Uit de kernoverwegingen van De Hoge Raad kunnen vier

---

<sup>73</sup> Zie The Heineken Company, <https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/ownership-structure>.

<sup>74</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 561.

<sup>75</sup> De Brauw, *OR* 2020/52, p. 274.

<sup>76</sup> Zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 571 voor de overige beperkingen.

<sup>77</sup> Hof Amsterdam (OK) 1 april 1971, ECLI:NL:GHAMS:1971:AB6704 (*Immofarm AG/NV Handelsvereniging v/h Reiss en Co*); Rb. Haarlem 12 juni 1990, ECLI:NL:RBHAA:1990:AC2566 (*Asko/Ahold*).

<sup>78</sup> Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, NJ 1999, 351 (*Uni-Invest*); Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, NJ 1999, 350 (*Gucci*).

<sup>79</sup> Mantel & Overkleeft, *V&O* 2009, p. 195-196.

elementen worden genoemd. De Hoge Raad overwoog allereerst dat onder bepaalde omstandigheden het gebruik van een beschermingsconstructie gerechtvaardigd kan zijn als deze constructie noodzakelijk is onder meer het met oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.<sup>80</sup> Ten tweede zal daarbij met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de vennootschap die doelwit is van een poging tot overname, in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen de status quo te handhaven en aldus te voorkomen dat - zonder voldoende overleg - wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van het bestuur van de vennootschap niet in het belang zouden zijn van de onderneming of van degenen die bij de onderneming betrokken zijn. Ten derde zal voor de beantwoording van de vraag of het nemen en vooralsnog handhaven van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is, als maatstaf moeten gelden of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname. Volgens Van Ginneken zijn in het algemeen louter het eerste en vierde element relevant.<sup>81</sup> Het komt er in de kern dus op neer dat er in de eerste plaats sprake dient te zijn van een reële dreiging. Dit betekent volgens Van Ginneken dat de bescherming noodzakelijk moet zijn onder meer met het oog op de continuïteit (van het beleid van de vennootschap en de stakeholders. In de tweede plaats dient – als er daadwerkelijk sprake is van een reële dreiging – de reactie adequaat en proportioneel te zijn.<sup>82</sup> Of daarvan sprake is moet beoordeeld worden aan de omstandigheden van het geval.<sup>83</sup>

### 3.4.2 Algemene uitgangspunten bij toelaatbaarheid van beschermingsconstructies

Uit de jurisprudentie en de literatuur kunnen in het algemeen de volgende uitgangspunten worden genoemd.

---

<sup>80</sup> HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 (*RNA/Westfield*), m.nt. Blanco Fernandez, r.o. 3.7.

<sup>81</sup> De overige elementen zijn specifiek voor een situatie als in de RNA-zaak waarbij een grootaandeelhouder controle wil uitoefenen, maar weigert een bod uit te brengen, Van Ginneken 2010, par. 10.2.2.

<sup>82</sup> Van Ginneken 2010, par. 10.2.2.

<sup>83</sup> HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 (*RNA/Westfield*), m.nt. Blanco Fernandez, r.o. 3.7.

De RNA-norm richt zich in principe tot degene die de beschermingsmaatregelen treft. Bij het uitoefenen van de call-optie van preferente aandelen geldt de RNA-norm voor het bestuur van de stichting die de call-optie uitoefent.

Een beursvennootschap kan in beginsel ad-hoc beschermingsmaatregelen treffen, mits dit gebeurt met het oog op de continuïteit van het beleid van de vennootschap van de belangen van de stakeholders worden bedreigd. Van Solinge & Nieuwe Weme merken uit de bewoordingen van de Hoge Raad op dat het treffen van ad-hoc beschermingsmaatregelen ook in andere gevallen toelaatbaar is.<sup>84</sup>

Verder neemt de Hoge Raad als uitgangspunt dat een beschermingsmaatregel in het algemeen niet voor onbepaalde duur kan worden gehandhaafd. Van Ginneken vraagt echter terecht of hieraan veel gewicht dient te worden toegekend, aangezien het verkopen van bijvoorbeeld kroonjuwelen ook een vorm van een structurele beschermingsmaatregel is. Dit leidt ertoe dat zulke beschermingsmaatregelen per definitie in strijd zijn met de RNA-norm en buiten het werkingssbereik van de RNA-norm vallen.<sup>85</sup> Daarbij dient opgemerkt te worden dat het *treffen* van structurele beschermingsconstructies die langdurige zeggenschapsverhouding beogen te wijzigen niet zijn toegestaan. Met structurele beschermingsconstructies kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de certificering van aandelen van de doelvennootschap en prioriteitsaandelen. Het ad-hoc certificeren van aandelen van een dochtervennootschap heeft de Rechtbank Amsterdam evenwel toelaatbaar geacht.<sup>86</sup>

Verder kan de houding van de vijandige bidder kan invloed hebben op het voor lange duur handhaven van de beschermingsconstructie. Een beursvennootschap die te maken krijgt met vijandige bidder die een rauwelijks vijandig bod uitbrengt – dus zonder (voldoende) overleg te hebben gevoerd met het bestuur van de doelvennootschap – of een *asset stripper* mag maatregelen nemen en zal het nemen van maatregelen snel adequaat en proportioneel zijn.

Voorts mag een beursvennootschap zonder enige vorm van bescherming – met een ‘open structuur’ in de bewoordingen van de Hoge Raad – ad-hoc beschermingsmaatregelen nemen tegen een vijandig bod, zoals het verlenen van een call-optie aan een beschermingsstichting.

---

<sup>84</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019, nr. 575.

<sup>85</sup> Van Ginneken 2010, par. 10.2.2.

<sup>86</sup> Rb. Amsterdam 29 mei 2013 (*Yukos*).



Zoals eerder is gebleken kan dit in de praktijk lastig zijn aangezien dat afhangt van de welwillendheid van de AvA. De kans is klein dat er na een beursgang de AvA met zo'n besluit zal instemmen, zo blijkt uit par. 3.2.1.

Tot slot is relevant de vraag of cumulatie van beschermingsconstructies is toegestaan. Hierbij kan aangenomen worden dat dit eveneens niet in strijd mag zijn met de wet of statuten en getoetst moet worden aan de proportionaliteit.<sup>87</sup> Belangrijk is dat cumulatie van beschermingsconstructies getoetst dient te worden aan de RNA-normen, waarbij cumulatie onderdeel zal zijn van de proportionaliteitstoets. Op de cumulatie zal er in hoofdstuk 5 nader worden ingegaan, waarbij ook de cumulatie van beschermingsconstructies met de wettelijke bedenktijd wordt besproken.

### 3.5 Statutaire beperkingen beschermingsconstructies

Een beursvennootschap kan statutair een aantal beperkingen invoeren met betrekking tot beschermingsconstructies, waaronder de passiviteitsregel en de doorbraakregel, deze komen voort uit de 13<sup>e</sup> EG-Richtlijn.<sup>88</sup> Op 27 oktober 2007 is de implementatie van de 13<sup>e</sup> EG-richtlijn (Overnamerichtlijn) in Nederland inwerking getreden. De richtlijn harmoniseert een aantal regelingen m.b.t. het openbaar bod.<sup>89</sup> Daarnaast bevat de richtlijn een aantal uitgangspunten die betrekking hebben op beschermingsmaatregelen, zoals de passiviteitsregel waarin is bepaald dat het bestuur en de RvC in het geval van een openbaar bod geen handelingen mogen verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren, tenzij daarvoor goedkeuring voor is verleend door de AVA.<sup>90</sup> Verder bevat de richtlijn de doorbraakregel, op grond waarvan bestaande beschermingsconstructies kunnen worden doorbroken.<sup>91</sup> Door weerstand van voornamelijk Scandinavische lidstaten is uiteindelijk tot het compromis gekomen om de passiviteitsregel en de doorbraakregel facultatief te maken, hierdoor is de richtlijn na een discussie van ruim 15 jaar in 2004 aangenomen. Met name de passiviteitsregel zorgde voor veel

---

<sup>87</sup> HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 (*RNA/Westfield*), m.nt. Blanco Fernandez, r.o. 3.7.

<sup>88</sup> Deze zijn geregeld in art. 2:359b BW; Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 (Overnamerichtlijn).

<sup>89</sup> Door wijziging van de Wte 1995 (thans Wft) en Boek 2 BW, in het bijzonder art. 2:359b BW.

<sup>90</sup> Art. 9 Richtlijn, geïmplementeerd in art. 2:359b lid 1 BW.

<sup>91</sup> Art. 11 Richtlijn spreekt van bestaande 'contractuele en statutaire regelingen'.

weerstand vanwege het ontbreken van een gelijk speelveld voor overnamebiedingen tussen de lidstaten zelf, maar ook ten opzichte van de rest van de wereld.<sup>92</sup>

De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen om gebruik te maken van de facultatieve regeling uit art. 12 van de richtlijn en de passiviteitsregel en de doorbraakregel – in tegenstelling tot de meerderheid van de lidstaten destijds – niet verplicht voor te schrijven.<sup>93</sup> De reden hiervan is dat de wetgever beursvennootschappen in beginsel zelf mogen bepalen of zij kiezen voor een beschermd of onbeschermd vennootschappelijk karakter. Hiermee kiest de wetgever voor een flexibel systeem waardoor Nederlandse beursvennootschappen in beginsel geen nadelige gevolgen voor hun concurrentiepositie ondervinden. Bovendien wordt er gewezen op de mogelijke administratieve lasten die gepaard gaan met statutenwijzigingen indien er niet gebruik wordt gemaakt van de facultatieve regeling uit art. 12 van de richtlijn.<sup>94</sup> In art. 2:359b lid 1 onder a BW is de passiviteitsregel opgenomen. Deze bepaalt dat de vennootschapsleiding<sup>95</sup>, totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen, geen handelingen verricht die het slagen van het bod *kunnen* frustreren.<sup>96</sup> Dit verbod geldt niet indien voorafgaand aan de handeling goedkeuring van de AVA is verleend of de vennootschapsleiding zoekt naar een alternatief bod, bijvoorbeeld van een *white knight*<sup>97</sup>. In art. 2:359b lid 2 BW is de doorbraakregel opgenomen. Kortgezegd kan op grond van deze bepaling de beursvennootschap in de statuten opnemen dat de aandeelhouder die als gevolg van een openbaar bod tenminste 75% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt, bevoegd is op korte termijn een AVA kan bijeenroepen waarin bijzondere statutaire rechten in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet gelden, te denken valt aan rechten om bindende voordrachten te doen.<sup>98</sup> De gedachte hierachter is dat in zo'n geval het gerechtvaardigd is voor een aandeelhouder om in staat gesteld te worden bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap te vervangen.<sup>99</sup> Voor de overige mogelijkheden om statutaire beperkingen door te voeren verwijst ik korthedshalve naar art. 2:359b BW.

---

<sup>92</sup> Van Ginneken 2010, par 2.5.1.

<sup>93</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 16.

<sup>94</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 16.

<sup>95</sup> Art. 9 lid 6 van de Richtlijn noemt zowel het bestuur als de RvC.

<sup>96</sup> De handeling hoeft het bod dus niet daadwerkelijk te frustreren.

<sup>97</sup> Met *white knight* wordt bedoeld een bevriende derde partij die een concurrerend bod doet op de aandelen van de doelvennootschap.

<sup>98</sup> Van Ginneken 2010, par 2.5.2.

<sup>99</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18.

### 3.6 Conclusie

In dit hoofdstuk is een aantal statutaire en niet-statutaire beschermingsmaatregelen aan bod gekomen. In dit hoofdstuk is naar voren gekomen dat de meerderheid van de beursvennootschappen aan de AEX en AMX zich beschermd heeft. In de meerderheid van de gevallen wordt er gebruikt gemaakt van beschermingspreferente aandelen. Slechts een kleine meerderheid is (bewust) onbeschermd of is voornemens om de beschermingsconstructies op korte termijn af te breken. Daarbij sluit het bestuur van de beursvennootschap met het bestuur van een bevriende partij – doorgaans een stichting – een optieovereenkomst tot het nemen van preferente aandelen in het geval een situatie zich voordoet waarbij de inzet - naar het inzicht van het bestuur van de stichting - noodzakelijk is. Ook is in mindere mate gebruik gemaakt van certificering van aandelen en de uitgifte van prioriteitsaandelen, waaraan bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden. De effectiviteit van deze laatste twee vormen van bescherming is bij een vijandig bod echter beperkt. Verder is ingegaan op de motieven en de bezwaren van het inzetten van beschermingsmaatregelen door beursvennootschappen. Het inzetten van beschermingsconstructies is onder bepaalde omstandigheden toelaatbaar geacht, zo volgt uit de rechtspraak. De Hoge Raad heeft in de RNA-beschikking algemene normen gegeven voor de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen. Een beschermingsmaatregel mag worden gebruikt indien er sprake is van een reële dreiging en dient het gebruiken van de beschermingsconstructie een adequate en proportionele reactie daarop te zijn. Een beursvennootschap zonder enige vorm van bescherming kan zich voorts ad-hoc beschermen in het geval van een vijandig openbaar bod. De cumulatie van beschermingsconstructies dient eveneens aan de RNA-norm getoetst te worden, waarbij de cumulatie vooral een onderdeel van de proportionaliteitstoets zal zijn.

**Overzicht beschermingsmaatregelen beursvennootschappen in Nederland genoteerd aan de AEX- en AMX-index (situatie per 01 december 2020)<sup>100</sup>**

| AEX-index                 | Onbeschermd | Preferente aandelen | Prioriteitsaandelen | Certificering | Bevriende partij/GAH | Opmerkingen   |
|---------------------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------|----------------------|---|
| ABN AMRO                  |             |                     |                     | X             | X                    | Goedkeuring DNB/ECB vereist ex art. 3:95 Wft + De Nederlandse staat (NLF1) heeft een belang van 53,6%                     |
| Aegon                     |             | X                   |                     |               |                      | Verklaring van geen bezwaar vereist (Vvgb) DNB ex art. 3:95 Wft   |
| Adyen NV                  |             |                     |                     |               |                      | Vvgb vereist DNB/ECB ex art. 3:95 Wft   |
| Ahold Delhaize            |             | X                   |                     |               |                      |   |
| AkzoNobel                 |             |                     | X                   |               |                      | Pre-1928 prioriteitsaandelen  |
| Arcelor Mittal            | X           |                     |                     |               |                      |   |
| ASM International         |             | X                   |                     |               |                      |   |
| ASML Holding              |             | X                   |                     |               |                      |   |
| ASR Nederland             |             | X                   |                     |               | X                    | Vvgb DNB/ECB vereist ex art. 3:95 Wft   |
| DSM                       |             | X                   |                     |               |                      |   |
| Galapagos                 |             |                     |                     |               |                      |   |
| Heineken                  |             |                     |                     |               | X                    |   |
| IMCD                      | X           |                     |                     |               |                      | Geen bescherming gekozen bij de beursgang   |
| ING Groep                 |             | X                   |                     |               |                      | Vvgb DNB/ECB vereist ex art. 3:95 Wft   |
| Just Eat Takeaway         |             | X                   |                     |               |                      | Vvgb vereist DNB/ECB ex art. 3:95 Wft   |
| KPN                       |             | X                   |                     |               |                      |   |
| NN Group                  |             | X                   |                     |               |                      | Vvgb DNB/ECB vereist ex art. 3:95 Wft   |
| Philips                   |             | X                   |                     |               |                      |   |
| Prosus                    |             |                     |                     |               | X                    |   |
| Randstad NV               |             |                     |                     |               | X                    |   |
| RELX                      |             |                     |                     |               |                      |   |
| Royal Dutch Shell         |             |                     |                     |               |                      | Heeft een duale structuur. Onbeschermd vanwege Britse no frustration rule (rule 21 Britse <i>Takeover Code</i> )          |
| Unibail-Rodamco-Westfield |             |                     |                     |               |                      |   |
| Unilever                  |             |                     |                     |               |                      | Heeft (nu nog) een duale structuur. Onbeschermd vanwege Britse no frustration rule (rule 21 Britse <i>Takeover Code</i> ) |
| Wolters Kluwer            |             | X                   |                     |               |                      |   |

<sup>100</sup> Ik heb bij het opstellen van de overzichten deels gebruik gemaakt van een (verouderd) overzicht van Abma, en geüpdatet aan de hand van openbaar beschikbare informatie.

| AMX-index               | Onbeschermd | Preferente aandelen | Prioriteits-aandelen | Certificering | Bevriende partij/GAH | Opmerkingen  |
|-------------------------|-------------|---------------------|----------------------|---------------|----------------------|--|
| Aalberts NV             |             |                     | X                    |               |                      |  |
| Air France-KLM          |             |                     |                      |               | X*                   |  |
| Altice Europe NV        |             |                     |                      |               | X                    |  |
| Aperam                  |             |                     |                      |               | X                    |  |
| Arcadis                 |             | X                   | X                    |               |                      |  |
| BAM groep               |             | X                   |                      |               |                      |  |
| Basic-Fit               |             |                     |                      |               | X                    |  |
| BE Semiconductor        |             | X                   |                      |               |                      |  |
| Boskalis Westminster NV |             | X                   |                      |               | X                    |  |
| Corbion                 |             |                     |                      |               | X                    | Beschermingsconstructies afgebroken, echter nog wel een grootaandeelhouder   |
| Eurocommercial          |             |                     |                      | X             |                      |  |
| Fagron                  | X           |                     |                      |               |                      |  |
| Flow Traders            |             |                     |                      |               | X                    | Vvgb DNB/ECB vereist ex art. 3:95 Wft  |
| Fugro                   |             | X*                  |                      | X*            | X                    | (*In het kader van herfinanciering zullen de call-optie voor preferente aandelen verleend aan de Curaçaose Stichting Continuïteit Fugro evenals de certificering van aandelen zullen worden beëindigd.) <sup>101</sup> |
| Grandvision             |             |                     |                      |               | X                    |  |
| Intertrust              |             |                     |                      |               | X                    |  |
| NSI NV                  | X           |                     |                      |               |                      |  |
| OCI                     |             |                     |                      |               | X                    |  |
| Pharming Group          | X           |                     |                      |               |                      |  |
| PostNL                  |             | X                   |                      |               |                      |  |
| SBM Offshore            |             | X                   |                      |               | X                    |  |
| Signify NV              |             | X                   |                      |               | X                    |  |
| TKH Group               |             | X                   | X                    | X             |                      |  |
| Vopak                   |             | X                   |                      |               | X                    |  |
| WDP                     | X           |                     |                      |               |                      |  |

<sup>101</sup> Persbericht Fugro d.d. 19 oktober 2020, 'Fugro announces a comprehensive refinancing' <https://www.fugro.com/investors/gate-page?returnUrl=%2Finvestors%2frefinancing%2frefinancing-press-releases%2ffulldetails%2ffugro-announces-comprehensive-refinancing>

## 4. Het wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap

*“Wat is het doel en de strekking van het wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap en in welke mate beoogt het wetsvoorstel de bescherming van beursvennootschappen tegen vijandige overnames te verbeteren?”*

### 4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is er ingegaan op de bescherming tegen vijandige overnames van beursvennootschappen in Nederland. Gebleken is dat een meerderheid van de beursvennootschappen die genoteerd staan aan de AEX en de AMX voldoende zijn beschermd, waarbij een overgrote meerderheid van de beschermde beursvennootschappen een call-optie voor preferente aandelen heeft verleend aan een beschermingsstichting. Op 8 september 2020 is het wetsvoorstel Inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap met een aantal amendementen daarop net niet kamerbreed aangenomen door de Tweede Kamer.<sup>102</sup> Het wetsvoorstel bevat een bedenktijd van ten hoogste 250 dagen. Daarnaast wordt het primaat van het bestuur ten aanzien van de strategie zoals dat de jurisprudentie volgt, in een apart artikel vastgelegd.<sup>103</sup> In dit hoofdstuk zal er kort worden stilgestaan op het wetsvoorstel in het algemeen, waarbij aandacht wordt besteed aan de bedenktijd bij een vijandig openbaar bod.<sup>104</sup> Vervolgens zal het amendement Van Gent en de cumulatie van de bedenktijd met beschermingsconstructies besproken worden.

### 4.2 Wetsvoorstel inroepen bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap

#### 4.2.1 Wat houdt de bedenktijd in en welke voorwaarden zijn daaraan verbonden?

---

<sup>102</sup> Zie de stemmingsuitslag, Tweede Kamer 8 september 2020, te raadplegen via: [https://www.eerstekamer.nl/behandeling/20200908/stemmingsoverzicht\\_tweede\\_kamer\\_2/document3/f=/vlbyajhg1uzb.pdf](https://www.eerstekamer.nl/behandeling/20200908/stemmingsoverzicht_tweede_kamer_2/document3/f=/vlbyajhg1uzb.pdf)

<sup>103</sup> Zie het voorgestelde art. 2:129 lid 1 BW.

<sup>104</sup> Voor een integrale bespreking van het wetsvoorstel verwijs graag naar Van Olfen 2020, *OR* 2020/51 en De Brauw, *OR* 2020/52

Met het wetsvoorstel verkrijgt het bestuur van een beursvennootschap een bedenktijd van ten hoogste 250 dagen<sup>105</sup> die in twee gevallen ingeroepen kan worden: (i) indien een verzoek van een of meer aandeelhouders met betrekking tot de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders of commissarissen (ii) bij een vijandig openbaar bod.<sup>106</sup> Voor het inroepen van de bedenktijd geldt de aanvullende voorwaarde dat de bedenktijd slechts kan worden ingeroepen indien het verzoek of bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het vennootschapsbelang.<sup>107</sup>

#### 4.2.2 Wat is het doel van de bedenktijd?

Met de bedenktijd beoogt de wetgever de zorgvuldige beleidsbepaling door het bestuur te waarborgen door het bestuur meer rust en tijd te geven en daarmee het proces van ‘hijgerigheid’ te ontdoen.<sup>108</sup> De tijd kan het bestuur gebruiken om ook eventueel alternatieven te onderzoeken, zoals een concurrerend bod door een bevriende partij of het zelfstandig voortbestaan.<sup>109</sup> Bij een vijandig bod kan het bestuur van de doelvennootschap zich namelijk overvallen voelen en zich onder druk gezet voelen de eigen strategie te wijzigen of in relatief korte tijd een alternatieve bieder te zoeken, dit komt het vennootschapsbelang niet ten goede. De druk is ook grotendeels de oorzaak van de strakke tijdslijnen van de biedingsregels die na het vijandig bod ook beginnen te lopen.<sup>110</sup> Aangezien vijandige overnames en strategiewijzigingen onder grote druk en dus ook in een relatief korte periode tot stand komen kan dit risico's met zich meebrengen. Een voorbeeld hiervan is de strategiewijziging van AkzoNobel in 2017 die in relatief korte periode heeft plaatsgevonden. Een wettelijke bedenktijd die door het bestuur van de doelvennootschap kan worden ingeroepen kan dan mogelijk meer tijd en rust creëren voor het bestuur, zonder dat het inzetten van de bescherming afhankelijk gesteld wordt van een (onafhankelijke) derde, zoals een stichting continuïteit. De praktijk kan echter anders uitpakken. Duldar en Lokin menen ook dat de media-aandacht en de scala aan

---

<sup>105</sup> Gerekend vanaf de dag na de uiterste datum waarop het verzoek ingevolge art. 2:114a BW of de statuten moet zijn ontvangen of gerekend vanaf uiterlijk de dag nadat het openbaar bod is uitgebracht, zie het voorgestelde art. 2:114b lid 5 BW.

<sup>106</sup> Het voorgestelde art. 2:114b lid 2 onder a resp. lid 2 onder b BW.

<sup>107</sup> Zie art. 2:114b lid 2, laatste volzin BW.

<sup>108</sup> *Kamerstukken II 2019/20*, 35 367, nr. 3, p. 1.

<sup>109</sup> *Kamerstukken II 2019/20*, 35 567, nr. 3, p. 11.

<sup>110</sup> Zie hoofdstuk 3 en R. Abma, Schriftelijke inbreng voor het rondetafelgesprek over de bescherming van Nederlandse bedrijven, 1 juni 2017, p. 1; Kleipool & Pouwer, *MvO* 2019, nr. 5 & 6, p. 141.

gerechtelijke procedures die aan aandeelhouders ter beschikking staan juist voor een averechts effect kunnen leiden.<sup>111</sup>

#### 4.2.3 Wie roept de bedenktijd in en wat is het gevolg van het inroepen van de bedenktijd?

Zoals gezegd is het bestuur het orgaan dat de bedenktijd kan inroepen en niet, zoals bijvoorbeeld het geval is met het uitoefenen van een call-optie op beschermingspreferente aandelen het bestuur van de beschermingsstichting aan wie de call-optie is verleend. Met het inroepen van de bedenktijd wordt de bevoegdheid van de AVA tot het benoemen, schorsen of ontslaan van een bestuurder of commissaris opgeschort.<sup>112</sup> In de context van een vijandig bod zal het inroepen van de bedenktijd geen juridisch bindende consequenties met zich meebrengen. Zodra de bieder het openbaar bod gestand doet zal de bedenktijd de dag nadat het bod gestand is gedaan, van rechtswege worden beëindigd.<sup>113</sup>

#### 4.2.4 Waarborgen

Ter voorkoming van oneigenlijk gebruik van de bedenktijd zijn een aantal waarborgen opgenomen in het voorgestelde artikel 2:114b BW. Het bod moet allereerst *wezenlijk* in strijd zijn met het belang van de vennootschap. Daarnaast is – indien een RvC aanwezig is – het besluit tot het inroepen van de bedenktijd onderworpen aan de goedkeuring van de RvC.<sup>114</sup> Het wetsvoorstel voorziet verder in een bijzondere rechtsgang bij de OK waarmee een of meer aandeelhouders die bij het inroepen van de bedenktijd gerechtigd zijn tot agendering de OK kunnen verzoeken de bedenktijd voortijdig te beëindigen.<sup>115</sup> Verder is door de Tweede Kamer een amendement aangenomen waarmee een aanvullende bepaling is toegevoegd die ‘onredelijke stapeling’ van de bedenktijd met reeds bestaande (statutaire) beschermingsconstructies beoogt tegen te gaan.<sup>116</sup>

---

<sup>111</sup> Duldar & Lokin, *MvO* 2019, nr. 5 & 6, p. 140.

<sup>112</sup> Het voorgestelde art. 2:114b lid 6 BW.

<sup>113</sup> Het voorgestelde art. 2:114b lid 5 BW stelt verder geen voorwaarden. De bedenktijd kan dus bij gestanddoening van *elk* bod worden beëindigd.

<sup>114</sup> Zie voorgestelde art. 2:114b lid 3 BW.

<sup>115</sup> Zie voorgestelde art. 2:114b lid 4 aanhef en onder a t/m c BW.

<sup>116</sup> Amendement van het lid Van Gent (VVD) over het nog meer in lijn brengen van het wetsvoorstel met een passage van het regeerakkoord over de bedenktijd, *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 15.



### 4.3 De bedenktijd ten opzichte van beschermingsmaatregelen bij een vijandig bod

De bedenktijd zal een aanvulling zijn op de reeds bestaande beschermingsconstructies. De Brauw en Stevens vragen zich daarom terecht af wat de toegevoegde waarde is van de bedenktijd bij een vijandig bod zonder dat of voordat er een verzoek tot agendering van de benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen is gedaan.<sup>117</sup> Het gevolg van het inroepen van de bedenktijd is namelijk uitsluitend dat er geen bestuurders of commissarissen op verzoek van aandeelhouders kunnen worden benoemd, geschorst of ontslagen. Zij merken daarbij op dat de bedenktijd geen invloed heeft op de termijnen in het biedingsproces. De bedenktijd eindigt bovendien in ieder geval de dag nadat het bod gestand is gedaan, terwijl dat juist het moment is waar effectieve bescherming vereist zou zijn.<sup>118</sup> Op die manier krijgt het bestuur in het geval van (uitsluitend) een vijandig bod geen extra tijd voor een belangenafweging door het inroepen van de bedenktijd en bestuurders of commissarissen kunnen volgens de toelichting na gestanddoening van een (vijandig) bod alsnog worden vervangen.

#### *Verschillen bedenktijd ten opzichte van reeds bestaande beschermingsconstructies*

In hoofdstuk 3 zijn de drie meest voorkomende beschermingsconstructies aan bod gekomen. De bedenktijd heeft allereerst als doel het bestuur van een beursvennootschap voor een relatief korte periode tijd en ruimte te geven bij een vijandig openbaar bod en beoogt niet zozeer een vijandig bod te belemmeren of helemaal onmogelijk te maken. Met het uitoefenen van de call-optie van beschermingspreferente aandelen kan de vijandige bieder voor een langere periode belemmerd worden controle te verwerven in de AvA van de doelvennootschap, waarbij de OK in *ASMI* een periode van 12 maanden toelaatbaar heeft geacht.<sup>119</sup> De bedenktijd kan verder alleen door het bestuur van de beursvennootschap worden ingeroepen. Hiermee zou het bestuur enigszins controle kunnen houden op het proces. Daarnaast kan als verschil worden aangemerkt dat de bedenktijd niet werkt in het geval de vijandige bieder doorzet en het vijandig bod gestand doet. Zoals hiervoor is aangegeven wordt de bedenktijd in dat geval een dag na de gestanddoening van het bod van rechtswege beëindigd. In de consultatieronde en in de literatuur is tevergeefs gevraagd de beëindiging van de bedenktijd aan voorwaarden te stellen, zoals het

---

<sup>117</sup> Stevens en De Brauw 2019, p. 3, te raadplegen via:

<sup>118</sup> Zo blijkt uit het voorgestelde art. 2:114b lid 5 slotzin BW.

<sup>119</sup> Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, JOR 2008/158 (*ASMI*)

verwerven van een bepaald minimumpercentage van het geplaatst kapitaal voordat de bedenktijd na gestanddoening kan worden beëindigd.<sup>120</sup> Beschermingsconstructies zoals beschermingspreferente aandelen kunnen slechts tijdelijk ingezet worden, maar bieden de doelvennootschap betere bescherming doordat zij niet eenvoudig doorbroken kunnen worden en kunnen blijven uitstaan zolang het vennootschapsbelang dat vereist. Het uitoefenen van de call-optie door de beschermingsstichting zorgt voor verwatering van zeggenschap in de AvA waardoor het verwerven van controle in de doelvennootschap bemoeilijkt wordt en daarmee een behoorlijk effectieve vorm van bescherming kan zijn.

#### 4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is kort het wetsvoorstel aan bod gekomen. Daarbij is geanalyseerd wat het doel en de strekking van het wetsvoorstel is en in welke mate het de bescherming van beursvennootschappen bij een vijandig openbaar bod beoogt. Met het wetsvoorstel verkrijgt het bestuur van een beursvennootschap een bedenktijd van ten hoogste 250 dagen die in twee gevallen ingeroepen kan worden: (i) indien een verzoek van een of meer aandeelhouders met betrekking tot de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders of commissarissen (ii) bij een vijandig openbaar bod. Bovendien moet het verzoek of vijandig bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd zijn met het belang van de vennootschap en met haar verbonden onderneming en behoeft het met redenen omklede besluit goedkeuring van de RvC, indien deze aanwezig is.

Het doel van de bedenktijd is het geven van meer rust en tijd. Vanwege de strakke tijdslijnen en de druk bij een vijandig bod kan dit voor het bestuur een aangename toevoeging zijn aan de gereedschapskist van het bestuur, zeker nu de bedenktijd door het bestuur zelf kan worden ingeroepen en de bescherming niet afhankelijk gesteld wordt van een (onafhankelijke) derde zoals een beschermingsstichting. In de praktijk kan het echter anders uitpakken.

Het gevolg van het inroepen van de bedenktijd is dat het agenderingsrecht omtrent de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders of commissarissen gedurende de looptijd van

---

<sup>120</sup> Zie Stevens en De Brauw 2019, p. 6 en de consultatiereactie van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, p. 2; De Brauw merkt in *OR 2020/52* terecht op dat de enige toets moet zijn of er sprake is van een dreiging van het vennootschapsbelang. Na gestanddoening van een bod van bijvoorbeeld 70 of 75%, zoals in voornoemde artikelen is geopperd, kan het vijandig bod en de door de vijandige bieder voorgestane strategiewijziging immers nog steeds in strijd zijn met het vennootschapsbelang.

de bedenktijd wordt opgeschort. Het inroepen van de bedenktijd naar aanleiding van een vijandig bod brengt echter geen gevolgen met zich mee, de bieder kan zijn bod gestand doen waarna ook de bedenktijd van rechtswege zal worden beëindigd. Hiermee kan naar mijn mening worden geconstateerd dat de toegevoegde waarde van de bedenktijd in zo'n situatie ontbreekt.

Ter voorkoming van oneigenlijk gebruik van de bedenktijd is het wetsvoorstel met enkele waarborgen omkleed. Het wetsvoorstel voorziet in een bijzondere rechtsgang bij de OK waarbij de OK verzocht kan worden de bedenktijd te beëindigen. Ook moet het besluit tot inroepen van de bedenktijd goedkeuring krijgen van de RvC. Verder is met het amendement Van Gent een nieuwe bepaling toegevoegd die onredelijke stapeling van de bedenktijd met reeds bestaande (statutaire) beschermingsconstructies kan tegengaan. In het volgende hoofdstuk zal dit amendement samen met de cumulatie van beschermingsconstructies verder worden geanalyseerd.

## 5. Cumulatie van beschermingsmaatregelen

*“Hoe verhoudt het wetsvoorstel, in het bijzonder het amendement Van Gent, zich tot de bestaande jurisprudentie met betrekking tot (de toelaatbaarheid van) de inzet van beschermingsmaatregelen en welke gevolgen heeft het voor de inzet van beschermingsconstructies en schiet het wetsvoorstel zijn doel niet voorbij?”*

### 5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal in par. 5.2.1 op het amendement Van Gent worden ingegaan. In par. 5.2.2 zal ik ingaan op de vraag hoe de OK een verzoek tot beëindiging als bedoeld in het voorgestelde art. 2:114b lid 4 onder c BW kan toetsen, door in te gaan op de aard, doel en strekking van de beschermingsconstructies. In par. 5.3 zal ingegaan worden op de mogelijke gevolgen van het wetsvoorstel en het amendement Van Gent.

### 5.2 Cumulatie met beschermingsmaatregelen

#### 5.2.1 Cumulatie in de memorie van toelichting bij het oorspronkelijke wetsvoorstel

In de memorie van toelichting heeft de wetgever kenbaar gemaakt dat onder meer volledige cumulatie van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies onwenselijk is. De rechter kan dan de inroeping van beschermingsmaatregelen blokkeren of de bedenktijd voortijdig beëindigen.<sup>121</sup> Deze notie is in de consultatieronde en in de literatuur bekritiseerd.<sup>122</sup> Volgens De Brauw zou het de bestaande bouwwerk van beschermingsconstructies kunnen aantasten.<sup>123</sup> De bedenktijd wil volgens hem immers voorkomen dat het proces van een zorgvuldige uitoefening van de bevoegdheden van het bestuur en RvC om de strategie te bepalen, wordt bedreigd.<sup>124</sup> Volgens de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (GCV) kunnen gerechtvaardigde redenen zijn om andere beschermingsmaatregelen te nemen en is het aan het bestuur en de RvC om daarover een afweging en daarbij de belangen van alle stakeholders te betrekken en is een ‘grofmazige opmerking’ op voorhand niet wenselijk.<sup>125</sup> De GCV meent dat er voorts voldoende rechtsmiddelen zijn om de cumulatie in het kader van onder meer de

---

<sup>121</sup> *Kamerstukken II* 2019/20. 35 367, nr. 3, p. 18.

<sup>122</sup> Zie o.a. de reactie van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (GCV), p. 3; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb/632, sub n; Van Olfen, OR 2020/51, par. 3.6; De Brauw, OR 2020/52, par. 4.2

<sup>123</sup> De Brauw, OR 2020/52, p. 275.

<sup>124</sup> De Brauw, OR 2020/52, p. 275.

<sup>125</sup> Reactie van de GCV, p. 3.

proportionaliteit door de rechter te laten toetsen.<sup>126</sup> De wetgever heeft in de toelichting overigens wel kenbaar gemaakt dat bij samenloop van beschermingsconstructies met de bedenktijd maatwerk geboden is.<sup>127</sup>

### 5.2.2 Het amendement Van Gent

In de vorige paragraaf is de opmerking van de wetgever in de memorie van toelichting en de kritiek daarop besproken. Destijds was er door de wetgever terecht geen specifieke bepaling opgenomen in het voorgestelde art. 2:114b lid 4 BW. Een van de later door de Tweede Kamer aangenomen amendementen betreft echter wel de cumulatie van de bedenktijd met een of meer reeds bestaande beschermingsconstructies dat is ingediend door het Tweede Kamerlid Tobias van Gent (VVD).<sup>128</sup> In par. 3.2 is op een aantal van deze beschermingsconstructies ingegaan, waarbij het verlenen van een optie tot het plaatsen van preferente aandelen door een van de beursvennootschap onafhankelijke stichting (de zogenaamde beschermingspreferente aandelen) een van de meest voorkomende manieren is van bescherming.<sup>129</sup> Het amendement beoogt een onredelijke stapeling van beschermingsconstructies met de bedenktijd te voorkomen en brengt het wetsvoorstel meer in lijn met een passage van het regeerakkoord over de bedenktijd.<sup>130</sup> Dit betreft de volgende passage:

*“Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroepen, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd te worden. **Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.**”*

Met het amendement wordt in het voorgestelde art. 2:114b lid 4 BW een anticumulatiebepaling opgenomen onder sub c waardoor er *gedurende de looptijd* van de bedenktijd het niet is

---

<sup>126</sup> Reactie van de GCV, p. 3.

<sup>127</sup> *Kamerstukken II* 2019/20. 35 367, nr. 3, p. 19.

<sup>128</sup> Amendement van het lid Van Gent (VVD) over het nog meer in lijn brengen van het wetsvoorstel met een passage van het regeerakkoord over de bedenktijd, *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 15.

<sup>129</sup> Zie het overzicht aan het eind van hoofdstuk 3.

<sup>130</sup> Regeerakkoord VVD, CDA, D66 en ChristenUnie 2017-2021 “Vertrouwen in de toekomst”, bijlage bij *Kamerstukken II* 2017/18, 34 700, nr. 34, p. 35.

toegestaan een of meer maatregelen actief zijn die naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen en deze maatregelen niet binnen een redelijke termijn na een daartoe strekkend schriftelijk verzoek van deze houders van aandelen zijn beëindigd of opgeschort. De rechter kan dan ingevolge dit artikel op verzoek van stemgerechtigden de bedenktijd beëindigen. De achterliggende gedachte van dit amendement is het waarborgen van de proportionaliteit en het voorkomen dat door het oneigenlijk stapelen van beschermingsconstructies met de bedenktijd Europeesrechtelijke vrijheden, zoals het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging,<sup>131</sup> ongerechtvaardigd belemmerd kunnen worden en mogelijk op gespannen voet kunnen staan met de Europeesrechtelijke eisen van proportionaliteit en noodzaak.<sup>132</sup>

### 5.3 Hoe zal de OK een verzoek tot beëindiging van de bedenktijd moeten toetsen?

#### 5.3.1 Welke maatstaf geldt er en hoe dient de rechter het te toetsen?

Door Van Gent is ook opgemerkt dat aan de rechter duidelijke handvatten moeten worden gegeven om gevallen van cumulatie van beschermingsconstructies met onder andere de bedenktijd te beoordelen.<sup>133</sup> Dit zou volgens hem de rechtszekerheid ten goede komen. Zowel het intropen als het handhaven van de bedenktijd terwijl gelijktijdig een of meer beschermingsconstructies actief zijn kunnen echter al aan de RNA-norm getoetst worden,<sup>134</sup> aangezien aangenomen mag worden dat de bedenktijd een (wettelijke) beschermingsmaatregel is die aan het bestuur van de beursvennootschap toekomt. Kortgezegd moet er sprake zijn van een reële dreiging en dient de reactie daarop adequaat en proportioneel te zijn. In par. 3.4 is reeds aangenomen dat cumulatie van beschermingsconstructies in het algemeen al een onderdeel vormt van de proportionaliteitstoets en dus ook binnen de reikwijdte van de RNA-norm valt. Aldus zou de toets van de aard, het doel en de strekking (een beperkt) onderdeel van de in de RNA-norm neergelegde proportionaliteitstoets kunnen vormen. Hiermee is het creëren van een specifieke norm waaraan cumulatie met de bedenktijd mijns inziens onnodig en onwenselijk.

---

<sup>131</sup> Hierop is in de voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State d.d. 29 juni 2018 ingegaan, zie Bijlage bij *Kamerstukken II* 2018/19, 29 752, nr. 12; Zie voorts het advies van de Afdeling advisering van de Raad van State d.d. 10 oktober 2019, *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 4.

<sup>132</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 15, p. 2.

<sup>133</sup> *Handelingen II* 2020/21, 97, item 18, p. 9.

<sup>134</sup> Zie par. 3.4; De Brauw, *OR* 2020/52, p. 275.

De vraag is hoe de OK de bepaling in het voorgestelde art. 2:114b lid 4 sub c BW dient te beoordelen. Wanneer is er sprake van een beschermingsconstructie die naar aard, doel en strekking in overeenstemming is met de wettelijke bedenktijd? In de toelichting op het amendement wordt een aantal beschermingsconstructies genoemd die de cumulatie met beschermingspreferente aandelen mogelijk onwenselijk maken. Op de vraag van de VVD-fractie hoe samenloop van beschermingsconstructies getoetst moet worden antwoordde de minister dat beoordeeld moet worden of de beschermingsmaatregel hetzelfde doel heeft als de bedenktijd, of de gevolgen enigszins vergelijkbaar zijn en of er sprake is van nadeel voor de betrokken aandeelhouders door de gecombineerde inzet van beschermingsmaatregelen.<sup>135</sup> Deze uitleg komt in grote mate overeen met het later aangenomen amendement, maar biedt naar mijn mening weinig duidelijkheid en weinig ruimte voor maatwerk, terwijl maatwerk bij cumulatie van beschermingsconstructies met de bedenktijd wel door de wetgever wordt beoogd.<sup>136</sup> Ik zal nu in algemene zin de aard, het doel en het gevolg van enkele voorkomende beschermingsconstructies bespreken en daarbij de aard, het doel en het gevolg van de wettelijke bedenktijd betrekken.

### *Aard*

Voor de beoordeling van de proportionaliteit van een beschermingsconstructie ten opzichte van de cumulatie met de wettelijke bedenktijd is allereerst de aard van de concrete beschermingsconstructie van belang. Hierbij zal mijns inziens bezien moeten worden of de beschermingsconstructie permanent of tijdelijk van aard is. Zoals gezegd is het voor onbepaalde tijd handhaven van bescherming door de Hoge Raad niet toelaatbaar geacht.<sup>137</sup> In hoofdstuk 3 ben ik ingegaan op de drie meest gangbare statutaire beschermingsconstructies in Nederland: de uitgifte van beschermingspreferente aandelen, bindende voordracht door middel van prioriteitsaandelen en de certificering van aandelen. De uitgifte van beschermingspreferente aandelen hebben een tijdelijk karakter – zodra de beschermingsstichting aan wie de call-optie is verleend gebruik maakt van de call-optie zal de bescherming in werking treden – en zal in beginsel voor een bepaalde periode gehandhaafd worden.<sup>138</sup> De prioriteitsaandelen hebben echter wel een permanent karakter en verschillen daarmee dus van de bedenktijd. Stapeling van de bedenktijd met prioriteitsaandelen lijkt mij eerder ongewenst dan wanneer er

---

<sup>135</sup> *Kamerstukken II 2019/20. 35 367*, nr. 6, p. 13.

<sup>136</sup> *Kamerstukken II 2019/20. 35 367*, nr. 3, p. 19.

<sup>137</sup> Zie par. 3.4.1 en HR 18 april 2003, *NJ 2003*, 86, m.nt. Maijer (*RNA/Westfield*), r.o. 3.7.

<sup>138</sup> In principe geldt een termijn van maximaal twee jaar, maar het kan ook voor een langere periode als de stichting een belang van niet meer dan 30% houdt, zie art. 5:71 lid 1 onder c Wft.

beschermingspreferente aandelen uitstaan. Aan de vraag of een beschermingsconstructie beperkt is in tijd zou naar mijn mening minder gewicht moeten worden toegekend, aangezien uit de huidige opvatting in de literatuur is dat de beperking van beschermingsconstructies in tijd niet van doorslaggevende betekenis is.

De wettelijke bedenktijd kan door het bestuur voor ten hoogste 250 dagen worden ingezet, of voor een kortere duur als het bestuur daartoe besluit dan wel de bieder het bod eerder gestand doet.<sup>139</sup> Naast het tijdelijke of permanente karakter van de beschermingsconstructie lijkt mij bij de aard van de beschermingsconstructie ook van belang door wie de beschermingsconstructie kan worden ingeroepen. Het uitoefenen van de call-optie voor beschermingspreferente aandelen gebeurt buiten het bestuur en de RvC om, namelijk door een beschermingsstichting die doorgaans onafhankelijk van het bestuur en de RvC opereert, terwijl het invoeren van de bedenktijd een bevoegdheid is van het bestuur van een beursvennootschap.<sup>140</sup>

### *Doel*

Wat is het doel van de inzet of het handhaven van de beschermingsconstructie gedurende de looptijd van de bedenktijd en komt dit doel overeen met die van de bedenktijd? Er bestaan voor het invoeren van statutaire beschermingsconstructies geen vastomlijnde motieven, zoals bij de bedenktijd het geval is. Het doel kan per concreet geval afwijken en zal door de rechter beoordeeld worden. Zoals gezegd zijn er verschillende beschermingsconstructies die bij een dreigende vijandige overname ingezet kunnen worden. In hoofdstuk 3 ben ik reeds ingegaan op de verschillende motieven. Wordt met de inzet van een beschermingsconstructie getracht te voorkomen dat de vijandige bieder de meerderheid van de aandelen in de doelvennootschap verwerft (en het bestuur vervangt en de strategie wijzigt) of wordt met de inzet van een beschermingsconstructie beoogd eerst overleg met de vijandige bieder te bewerkstelligen? Bescherming kan ook het doel hebben het zorgvuldige besluitvormingsproces te waarborgen en onomkeerbare gebeurtenissen te voorkomen, zoals in RNA het geval was. Daarin was het van belang de status quo en de mogelijkheid voor overleg en onderzoek van alternatieven te handhaven. Hoe zit het met de bedenktijd? De wetgever beoogt met de bedenktijd slechts tijd en rust te creëren voor een zorgvuldige beleidsbepaling door het bestuur en de RvC.<sup>141</sup> De bedenktijd kan dus niet worden ingeroepen voor bescherming tegen een voorstel dat (voldoende

---

<sup>139</sup> Zie voorgestelde art. 2:114b lid 5 BW.

<sup>140</sup> Zie voorgestelde art. 2:114b lid 2 BW.

<sup>141</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35 367, nr. 3, p. 1, 18 en 19.



definitief) als vijandig is aangemerkt omdat het bod in strijd met het vennootschapsbelang.<sup>142</sup> Voor inhoudelijke langetermijnbescherming kan de bedenktijd dus niet worden ingeroepen.

### *Strekking*

Bij de strekking dient gekeken te worden naar de gevolgen van zowel de bedenktijd als de in een concreet geval ingezette beschermingsconstructie. De gevolgen kunnen verschillen. Zo kan de overname worden verhinderd indien de beschermingsstichting de call-optie tot het plaatsen van preferente aandelen inroept tot 50% van het nominale bedrag van het uitstaand kapitaal. Daardoor wordt de overname de facto verhinderd en ontslag van bestuurders en/of commissarissen in de AvA onmogelijk gemaakt. Het gevolg hiervan verschilt met bijvoorbeeld de bedenktijd, zo zagen we in par. 4.3, waarbij de bedenktijd een overname niet kan verhinderen, maar juist zal worden beëindigd indien de bieder het bod onvoorwaardelijk gestand doet. In de memorie van toelichting wordt ook toegegeven dat de bedenktijd zich van beschermingspreferente aandelen onderscheidt doordat de laatste voor verwatering van aandeelhouders zorgt bij onder andere een vijandig bod. De bedenktijd is volgens de wetgever slechts een gericht instrument dat strekt tot bevordering van een zorgvuldige besluitvorming en uitsluitend gericht is op de bevoegdheid van de AVA tot schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen. Hiermee zou de conclusie getrokken kunnen worden dat de bedenktijd bij een vijandig bod per definitie naar strekking niet overeenkomt met bijvoorbeeld de beschermingspreferente aandelen.

Het is dus goed mogelijk dat in een voorliggend geval meerdere vormen van bescherming vereist zijn om de dreiging daadwerkelijk tegen te gaan en dan dient de mogelijkheid om naast de bedenktijd ook beschermingsconstructies in stand te laten wenselijk zijn. Aldus is het lang niet vanzelfsprekend dat de aard, het doel en het gevolg overeenkomt met die van de bedenktijd. Bovendien is het niet duidelijk hoeveel gewicht aan elk van deze drie cumulatieve vereisten gewicht moet worden toegekend. Indien in een voorliggend geval de aard en het doel van een beschermingsconstructie overeenkomt met die van de bedenktijd, moet de bedenktijd dan wel of niet beëindigd worden of dient er aan alle vereisten voldaan te zijn? Hiermee kan geconcludeerd worden dat deze norm onnodig is en de wetsbepaling van de bedenktijd complexer maakt.

---

<sup>142</sup> De Brauw, *OR* 2020/52, p. 274.

## 5.4 Enkele gedachten over de gevolgen van het wetsvoorstel en het amendement

Hiervoor is het wetsvoorstel en het amendement daarop besproken voor zover de bedenktijd naar aanleiding van een vijandig bod wordt ingeroepen. Hieronder zal ik enkele mogelijke gevolgen voor beschermde en onbeschermde beursvennootschappen uiteenzetten.

### 5.4.1 Beschermde beursvennootschappen

Het lijkt mij niet aannemelijk dat de bedenktijd bij een vijandig bod zal worden ingeroepen door beschermde beursvennootschappen. Voor beschermde beursvennootschappen kan het wetsvoorstel en het amendement zich meebrengen dat zij zullen afzien van het inroepen van de bedenktijd vanwege de beperkte werking en de onduidelijkheid die het wetsvoorstel met zich meebrengt. Bovendien kan het inroepen van de bedenktijd invloed hebben op de geoorlooftheid van beschermingsconstructies. Het lijkt mij dan ook niet aannemelijk dat zij de toegevoegde waarde van een bedenktijd bij een vijandig bod inzien. Het wetsvoorstel is er gekomen mede naar aanleiding van de inmiddels mislukte vijandige overname van verfconcern AkzoNobel door de Amerikaanse PPG, zo blijkt uit de inleiding van deze scriptie. De huidige CEO Thierry Vanlancker is echter geen voorstander, zo blijkt uit een interview van afgelopen zomer:

*“Overigens ben ik [...] geen voorstander van de Nederlandse overnamebedenktijd van 180 of 250 dagen. Het is ongezond om zo lang in een loopgraaf te liggen. En de periode is te kort om echte strategische veranderingen te realiseren.”<sup>143</sup>*

Afgelopen zomer is ook het in Nederland statutair gevestigde biofarmaceutisch bedrijf CureVac (en een van de ontwikkelaars van het coronavaccin) met veel beschermingsconstructies aan de NASDAQ genoteerd. Naast het verlenen van een call-optie op preferente aandelen aan een beschermingsconstructies blijkt uit de statuten en het prospectus dat het bestuur de responstijd uit de CGC of de bedenktijd kan inroepen.<sup>144</sup> Onduidelijk is of het bestuur na het amenderen van het wetsvoorstel door Van Gent nog behoefte is aan het inroepen van de bedenktijd.

---

<sup>143</sup> Interview Thierry Vanlancker met Jan Peter Balkenende en Arjen Groen (EY), 12 augustus 2020, te raadplegen via: <https://go.ey.com/37wAifk>.

<sup>144</sup> Zie art. 27.7 Statuten Curevac NV, te raadplegen via: <https://www.curevac.com/wp-content/uploads/2020/08/Articles-of-association-CureVac-N.V.pdf> (geraadpleegd op 31 oktober 2020).

#### 5.4.1 Onbeschermden beursvennootschappen

In de toelichting op het wetsvoorstel wordt aangegeven dat de bedenktijd niet samengaat met onbeschermden beursvennootschappen, indien zij daarvoor vrijwillig hebben gekozen en dat statutair hebben vastgelegd. Voor de overige onbeschermden beursvennootschappen biedt de bedenktijd niet de bescherming die de statutaire beschermingsconstructies wel bieden. Onbeschermden vennootschappen kunnen nadat de beursgang heeft plaatsgevonden namelijk lastig statutaire beschermingsconstructies optuigen.<sup>145</sup> Zij kunnen echter wel ad-hoc bescherming zoeken, bijvoorbeeld op dochterniveau of het vinden van een bevriende bidder (*white knight*). Ook blijkt dat het bestuur ook kan volstaan met het afwijzen van een vijandig bod indien de eigen strategie naar het oordeel van het bestuur superieur is.<sup>146</sup> Voor onbeschermden beursvennootschappen kan de bedenktijd mogelijk nuttig zijn, doordat het inroepen van de bedenktijd een sterk signaal kan geven aan de aandeelhouders en de vijandige bidder. Meer dan een psychologisch effect biedt het inroepen van de bedenktijd naar aanleiding van een vijandig bod een beursvennootschap overigens niets. Het aantal beursvennootschappen in Nederland dat geen enkele vorm van statutaire beschermingsconstructies heeft is verder erg klein.<sup>147</sup> Een deel van deze onbeschermden beursvennootschappen heeft daar bovendien bewust voor gekozen door de beschermingsconstructies af te breken.

Er bestaat verder, mede door het amendement, nog veel onduidelijkheid over het voorgestelde art. 2:114b lid 4 sub c BW. De wetgever is er tot nu toe niet in geslaagd om hierover duidelijkheid te verschaffen.

Tot slot wordt het beoogde doel van het wetsvoorstel, namelijk het creëren van rust en tijd voor het bestuur, naar mijn mening ook niet bereikt door het aannemen van het amendement. Er wordt immers een afzonderlijke toetsingsnorm gecreëerd om ‘onredelijke cumulatie’ van beschermingsconstructies tegen te gaan terwijl er reeds een norm in de jurisprudentie is gecreëerd, namelijk de RNA-norm. De wetgever schiet daarin tekort door noch in de memorie van toelichting op het wetsvoorstel noch in de toelichting op het amendement in te gaan op de RNA-norm en hoe de toets van art. 2:114b lid 4 sub c die met het amendement wordt gecreëerd zich tot deze norm verhoudt. De onduidelijkheid leidt mijns inziens ook niet tot de door Van Gent met het amendement beoogde rechtszekerheid.

---

<sup>145</sup> Zie par. 3.2.1.

<sup>146</sup> Zie par. 2.3.1.

<sup>147</sup> Zo blijkt uit de overzichten in hoofdstuk 3.

## 5.5 Conclusie

In dit hoofdstuk is de cumulatie van beschermingsconstructies met de bedenktijd onderzocht. In eerste instantie heeft de wetgever de concrete toetsing van cumulatie aan de rechter overgelaten. Desondanks is het wetsvoorstel op dat punt geamendeerd waardoor het beoogde doel van het wetsvoorstel, namelijk het creëren van rust en tijd voor het bestuur, naar mijn mening ook niet wordt bereikt. Er wordt immers een afzonderlijke toetsingsnorm gecreëerd om ‘onredelijke cumulatie’ van beschermingsconstructies tegen te gaan terwijl er reeds een norm in de jurisprudentie is gecreëerd, namelijk de RNA-norm. De wetgever schiet daarin tekort door noch in de memorie van toelichting op het wetsvoorstel noch in de toelichting op het amendement in te gaan op de RNA-norm en hoe de toets van art. 2:114b lid 4 sub c die met het amendement wordt gecreëerd zich tot deze norm verhoudt. De onduidelijkheid leidt mijns inziens ook niet tot de door Van Gent met het amendement beoogde rechtszekerheid.

Voor onbeschermden beursvennootschappen kan de bedenktijd mogelijk nuttig zijn, doordat het inroepen van de bedenktijd een sterk signaal kan geven aan de aandeelhouders en de vijandige bidder. Meer dan een psychologisch effect biedt het inroepen van de bedenktijd naar aanleiding van een vijandig bod een beursvennootschap overigens niets. Het aantal beursvennootschappen in Nederland dat geen enkele vorm van statutaire beschermingsconstructies heeft is verder erg klein. Een deel van deze onbeschermden beursvennootschappen heeft daar bovendien bewust voor gekozen door de beschermingsconstructies af te breken. De verwachting is dan ook dat de bedenktijd niet zal worden ingeroepen naar aanleiding van een vijandig bod.

## 6. Conclusie

In dit onderzoek stond de volgende vraag centraal:

*In hoeverre draagt het wetsvoorstel Inroepen bedenktijd door het bestuur van beursvennootschap bij aan de bescherming van beursvennootschappen tegen vijandige overnames?*

Uit de voorgaande hoofdstukken kan een antwoord worden gegeven op deze vraag. Het antwoord is dat het wetsvoorstel weinig tot niets bijdraagt aan de bescherming van beursvennootschappen in het geval van een vijandig openbaar bod. Ter staving hiervan kunnen de volgende argumenten worden genoemd.

Ten eerste is er in de meerderheid van de gevallen een call-optie verleend voor beschermingspreferente aandelen die kunnen worden ingezet als er onder andere een vijandig overnamebod wordt gedaan. Daarbij sluit het bestuur van de beursvennootschap met het bestuur van een bevriende partij – doorgaans een stichting – een optieovereenkomst tot het nemen van preferente aandelen in het geval een situatie zich voordoet waarbij de inzet - naar het inzicht van het bestuur van de stichting - noodzakelijk is. Ook wordt in mindere mate gebruik gemaakt van certificering van aandelen en de uitgifte van prioriteitsaandelen, waaraan bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden. Deze twee vormen zijn minder effectief in het voorkomen van een vijandige overname doordat zij niet voor verwatering zorgen.

Ten tweede biedt het inroepen van de bedenktijd bij een vijandig bod niet de tijd en rust die de wetgever met het wetsvoorstel voor ogen heeft. De bedenktijd heeft immers geen invloed op de strakke termijnen bij het proces van openbare biedingen en voorkomt het niet dat een vijandige bidder kan worden tegengehouden als zijn bod in strijd is met het belang van de vennootschap doordat de bedenktijd van rechtswege wordt beëindigd nadat het bod gestand is gedaan. Daarbij gelden ook geen aanvullende voorwaarden, zoals een minimumpercentage aan zeggenschap. De bestaande beschermingsconstructies – met name de beschermingspreferente aandelen – zorgen echter wel voor een solide bescherming en kunnen door verwatering van de zeggenschap van aandeelhouders een vijandige bidder op afstand houden aangezien hij niet over zeggenschap in de AvA zal beschikken en daarmee zijn gewenste strategiewijziging of

bestuurders en commissarissen kan ontslaan. Een beursvennootschap zonder enige vorm van bescherming kan zich voorts ad-hoc beschermen in het geval van een vijandig openbaar bod of kan volstaan met het afwijzen van het bod indien het bod niet in het belang is van de vennootschap en/of de eigen gevoerde strategie superieur is (*just say no defense*).

Ten derde is het niet aan de wetgever om de cumulatie van beschermingsconstructies en de bedenktijd in het algemeen onwenselijk te achten. Ondanks deze notie heeft de wetgever er in eerste instantie terecht niet voor gekozen om de cumulatie wettelijk te regelen. Er kunnen immers gerechtvaardigde redenen zijn om in een concrete geval cumulatie toelaatbaar – dus omdat dat noodzakelijk en proportioneel is – te achten. Hiervoor is steeds maatwerk door de rechter vereist die de wetgever niet kan bieden met het opnemen van algemene normen. Indien dat wel gebeurt dan kan dat afbreuk doen aan het bestaande bouwwerk van beschermingsconstructies. Cumulatie van beschermingsconstructies kan bovendien getoetst worden aan de algemene RNA-norm die in de jurisprudentie is ontwikkeld. Een beschermingsmaatregel mag worden ingeroepen indien er sprake is van een reële dreiging en dient het gebruiken van de beschermingsconstructie een adequate en proportionele reactie daarop te zijn, waarbij cumulatie onderdeel is van de proportionaliteitstoets.

Tijdens de behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer is het wetsvoorstel op dit punt echter geamendeerd door het Tweede Kamerlid Tobias van Gent (VVD). Met het amendement wordt in het voorgestelde art. 2:114b lid 4 sub c BW een aanvullende bepaling opgenomen waarmee aandeelhouders de bedenktijd kunnen laten beëindigen door de OK indien tijdens de looptijd van de bedenktijd een of meer beschermingsmaatregelen actief zijn die naar ‘aard, doel en strekking’ overeenkomen met de bedenktijd. Onduidelijk is hoe deze norm uitgelegd moet worden en aan welke van de drie eisen het meest gewicht moet worden toegekend. Bovendien is geconcludeerd dat bij een vijandig bod de aard en strekking van bijvoorbeeld beschermingspreferente aandelen per definitie verschilt met die van de bedenktijd. Voorts lijkt mij het opnemen van een nieuwe open norm in art. 2:114b lid 4 sub c BW vanuit het oogpunt van rechtszekerheid onwenselijk. Naar mijn mening kan dus volstaan worden met de algemene RNA-norm.

Aangezien het wetsvoorstel op het moment van schrijven nog bij de Eerste Kamer ter behandeling ligt wordt aanbevolen om deze norm in art. 2:114b lid 4 sub C BW te verduidelijken.

# Literatuurlijst

## Literatuur (boeken en tijdschriftartikelen)

Boeken en tijdschriftartikelen

### **Abma, OR 2015/73**

R. Abma, 'Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO', OR 2015/73, p. 387-391.

### **Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019**

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2019.

### **Bijveld O&F 2014, p. 5-18**

W.W.C.I.G. Bijveld, 'Het vijandig bod', O&F 2014, afl. 1, p. 5-18

### **Bootsma e.a. 2015**

A.A. Bootsma, A. Gruntfest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen. Wetenschappelijk onderzoek ten behoeve van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code naar de praktijk van (potentiële) bescherming(smaatregelen) bij Nederlandse beursvennootschappen en de naleving van Best Practice Bepaling IV.3.11 van de Nederlandse Corporate Governance Code*, Erasmus School of Law 2015.

### **De Brauw 2017**

C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen: beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

**De Brauw, OR 2020/52**

C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepalingen en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2020/52, afl. 6, p.270-281

**Duldar & Lokin, MvO 2019, nr. 5 & 6**

A. Duldar & E.C.H.J. Lokin, 'De wettelijke bedenktijd: ter achtergrond', *MvO* 2019, nr. 5&6.

**Garcia Nelen, OR 2018/12**

S.B. Garcia Nelen, 'Het normatief richtsnoer voor bescherming van een beursvennootschap door een onafhankelijke stichting', *OR* 2018/12, p. 60-70.

**Van Ginneken 2010**

M.J. van Ginneken, Vijandige overnames. *De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 79) Deventer: Kluwer 2010.

**Kleipool en Pouwer MvO 2019, nr. 5 & 6**

R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust toegevoegd aan de gereedheidskist van het bestuur', *MvO* 2019 nr. 5& 6, p. 141-144.

**Mantel & Overkleeft, V&O 2009**

L.M. Mantel & F.G.K. Overkleeft, 'De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen', *V&O* 2009, nr. 2.

**Van Olfen 2000**

M. van Olfen, *Beschermingsmaatregelen in de 21<sup>e</sup> eeuw* (oratie Deventer Kluwer 2000).

**Van Olfen 2020**

M. van Olfen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, afl. 6.

**Schwarz, OR 2018/96**

C.A. Schwarz, 'Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties', *OR* 2018/96, p. 555-558.



### **Smit 2016**

J. Smit *'De prooi, blinde trots breekt ABN Amro'* Amsterdam: Prometheus 2016.

### **Timmermans 2018**

R.A.F. Timmermans, 'Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen', Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deventer: Kluwer 2018.

### **Timmermans, OR 2018/134**

R.A.F. Timmermans, 'Reactie op Schwarz', *OR* 2018/96, p. 769-771.

### **Krantartikelen**

#### **Couwenbergh, FD 11 januari 2018**

P. Couwenbergh, 'Wettelijke bedenktijd is een overbodige regel', *FD* 11 januari 2018.

#### **Houtekamer, NRC 26 mei 2017**

C. Houtekamer, 'Zijn Nederlandse bedrijven wel zo slecht beschermd?', *NRC* 26 mei 2017.

#### **Jessayan, FD 28 maart 2017**

H. Jessayan, 'Hommen: Ontdoe een overname van alle hijgerigheid', *FD* 28 maart 2017.

#### **Van Solinge, FD 23 december 2018**

G. van Solinge, 'Wettelijke bedenktijd voegt weinig toe aan bescherming van beursvennootschappen', *FD* 23 december 2018.

#### **FD 9 maart 2017**

*FD* 9 maart 2017: 'Beschermingsstichting AkzoNobel kan bestuurtop benoemen'.

## **Parlementaire stukken**

*Kamerstukken II* 2014/15, 31 789, nr. 64.

*Kamerstukken II* 2016/17, 29 826, 83.

*Kamerstukken II* 2016/17, 29 826, 85.

*Kamerstukken II* 2016/17, 29 826, 70.

*Kamerstukken II* 2016/17, 34 700, nr. 34.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 4.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 5.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 6.

*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 15.

*Kamerstukken I* 2020/21, 35 367, C.

*Handelingen II* 2020/21, 97, item 18, p. 9.

Bijlage bij *Kamerstukken II* 2018/19, 29 752, nr. 12 (Voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State d.d. 29 juni 2018).

Bijlage bij *Kamerstukken II* 2017/18, 34 700, nr. 34 (Regeerakkoord VVD, CDA, D66 en ChristenUnie 2017-2021 “Vertrouwen in de toekomst”).

Burgerlijk Wetboek

Nederlandse Corporate Governance Code

Wet op het financieel toezicht

Besluit openbare biedingen Wft

## Jurisprudentie

### Hoge Raad

HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (*Forumbank*)

HR 18 april 2013, *NJ* 2003, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer (*RNA*)

HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN AMRO*)

HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*)

HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Boskalis/Fugro*)

### Gerechtshof

Hof Amsterdam (OK) 1 april 1971, ECLI:NL:GHAMS:1971:AB6704 (*ImmoFarm AG/NV Handelsvereniging v/h Reiss en Co*)

Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, JOR 2008/158 (*ASMI*)

Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *OR* 2013/117 m.nt. R. Abma

Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *OR* 2018/34 m.nt. H. Koster (*AkzoNobel*)

### Rechtbank

Rb. Haarlem 12 juni 1990, ECLI:NL:RBHAA:1990:AC2566 (*Asko/Ahold*)

Rb. Amsterdam 29 mei 2013 (*Yukos*)