

Ontwikkelingen rondom de stichting continuïteit

Ondernemingsrecht 2018/13

De mogelijkheid om zich te beschermen door uitgifte van preferente aandelen is een in Nederland veelvuldig gebruikt beschermingsmiddel. Meer dan de helft van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen heeft een recht tot het nemen van preferente beschermingsaandelen (optie) verleend aan een stichting continuïteit. In deze bijdrage behandelt de auteur een aantal ontwikkelingen rondom de stichting continuïteit. De auteur stelt een aantal alternatieve financieringswijzen van de stortingsplicht ter zake van preferente beschermingsaandelen aan de orde, waaronder financiering van de stortingsplicht door de vennootschap en door een dochtermaatschappij van de vennootschap. Ook gaat de auteur in op de onafhankelijkheid van de stichting continuïteit en behandelt hij de vraag wanneer de stichting continuïteit de optie mag uitoefenen en de rol van de Rodamco North America (RNA) beschikking daarbij. Ten slotte stelt de auteur de mogelijke gevolgen van de invoering van een wettelijke bedenktijd voor preferente beschermingsaandelen aan de orde.

1. Inleiding

In deze bijdrage stel ik een aantal ontwikkelingen aan de orde rondom de stichting continuïteit.² Eerst behandel ik in paragraaf 2 een drietal alternatieve financieringswijzen van de stortingsplicht van preferente beschermingsaandelen (beschermingsprefs). Paragraaf 3 gaat over ontwikkelingen rondom de onafhankelijkheid van de stichting continuïteit. In paragraaf 4 ga ik in op de reikwijdte van de optieverlening. Vervolgens besteed ik in paragraaf 5 aandacht aan het normatief richtsnoer voor een stichting continuïteit. In paragraaf 6 behandel ik de gevolgen van een mogelijke invoering van een wettelijke bedenktijd voor beschermingsprefs. Ik sluit deze bijdrage af met enkele afsluitende opmerkingen (paragraaf 7).

2. Alternatieve financieringsvormen van de stortingsplicht van de stichting continuïteit

2.1 Inleiding

Om de financieringslasten van de stichting ter zake van de storting op de beschermingsprefs zoveel mogelijk te beperken, komen de vennootschap en de stichting in de regel met elkaar overeen dat de stichting een kwart van het nominale

bedrag van de beschermingsprefs stort. In de praktijk financiert de stichting de stortingsplicht door een lening bij een bank. De bereidstellingsprovisie die de bank daarbij in rekening brengt, kan door de vennootschap in de vorm van een storting *à fonds perdu* worden gefinancierd. Zo'n storting valt niet onder de reikwijdte van art. 2:98c BW.³

De hoge kosten – vooral de bereidstellingsprovisie – die een lening bij een bank meebrengen en ook de door de bank gestelde strikte voorwaarden, leiden ertoe dat vennootschappen tegenwoordig naar alternatieve vormen van financiering van de stortingsplicht zoeken.⁴ In mijn dissertatie heb ik een aantal alternatieve financieringswijzen geopperd. Op een tweetal daarvan – financiering van de stortingsplicht door een lening van de vennootschap en financiering door een dochtermaatschappij – ga ik hieronder in. Een derde alternatief – volstorting van de beschermingsprefs ten laste van de reserves van de vennootschap – stelde ik reeds eerder aan de orde in dit tijdschrift.⁵

2.2 Verstrekken van een lening door de vennootschap

Op grond van art. 2:98c BW is het een naamloze vennootschap toegestaan om leningen te verstrekken met het oog op het nemen door anderen van aandelen in het kapitaal van de vennootschap, mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. Dit biedt perspectief voor de financiering van de stortingsplicht van een stichting continuïteit. Financiering door de vennootschap is goedkoper, omdat de stichting geen bereidstellingsprovisie zal hoeven te betalen aan de vennootschap. Anders dan een bank, zal de vennootschap het risico van niet-aflossing niet in de rentevoet verdisconteerd willen hebben. Bovendien leidt een door de vennootschap verstrekte lening tot een mindere aantasting van het eigen vermogen van de vennootschap. Ten slotte biedt financiering door de vennootschap ook nog praktische voordelen. Hieronder stel ik de voorwaarden aan de orde die gelden voor het verstrekken van een lening door de vennootschap aan de stichting continuïteit met het oog op het nemen van de beschermingsprefs door die stichting in het kapitaal van de vennootschap.

1. Het bestuur van de vennootschap moet een besluit nemen. Het bestuursbesluit is ingevolge art. 2:98c lid 5 BW onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering.⁶ Het goedkeuringsbesluit van de algemene vergadering moet genomen worden met een

1 Robrecht Timmermans is kandidaat-notaris te Amsterdam en als wetenschappelijk medewerker verbonden aan het Van der Heijden Instituut van de Radboud Universiteit Nijmegen.

2 De in deze bijdrage te behandelen onderwerpen zijn ook in mijn proefschrift "Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen", deel 147 Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, aan de orde gesteld.

3 Hetzelfde geldt voor de financiering van de lopende kosten die de stichting vanwege haar functioneren maakt. Ik laat dit hier buiten beschouwing.

4 Zie mijn eerdere bijdrage in deze periodiek, Timmermans, 'De beëindiging van het ontstaan van preferente beschermingsaandelen', *Ondernemingsrecht* 2014/16 en eerder reeds Timmermans, 'Certificering met mate als alternatief voor beschermingsprefs', *Vennootschap & Onderneming* 2009/11.

5 Timmermans, 'Financiering van preferente beschermingsaandelen bij New Sources Energy N.V.', *Ondernemingsrecht* 2012/84.

6 Ontbreekt de voorafgaande goedkeuring, dan is het bestuursbesluit nietig op grond van art. 2:14 lid 1 BW.

meerderheid van ten minste 95% van de uitgebrachte stemmen.⁷ Het bestuur moet gelijktijdig met de oproeping tot de algemene vergadering een rapport ter inzage leggen van aandeelhouders (en houders van bewilligde certificaten), zodat de algemene vergadering een weloverwogen besluit kan nemen.⁸ Binnen acht dagen nadat de goedkeuring van de algemene vergadering is verkregen, moet het rapport worden gedeponereerd bij het handelsregister.⁹ In het rapport dienen de volgende elementen te worden vermeld:

- (i) De redenen voor het verstrekken van de lening.
Het gaat om de financiering van de stortingsplicht van de stichting ter zake van de uitgifte van de beschermingsprefs. Omdat de stichting niet beschikt over voldoende financiële middelen om aan haar stortingsplicht te kunnen voldoen, is de vennootschap voornemens om de storting te financieren door middel van een lening.
- (ii) Het belang dat de vennootschap heeft bij het verstrekken van de lening.
Het verstrekken van de lening moet in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming zijn. De vennootschap wenst de mogelijkheid te hebben om beschermingsprefs uit te geven met als doel om de vennootschap te beschermen tegen invloeden van buitenaf die niet in het belang van de vennootschap worden geacht. Financiering door de vennootschap biedt voordelen boven financiering door een derde. Of de uitgifte van de beschermingsprefs als zodanig in het belang is van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen, moet beoordeeld worden op het moment van uitgifte.¹⁰
- (iii) De voorwaarden waartegen de lening zal worden verstrekt.
Bij de voorwaarden kan gedacht worden aan de looptijd van de lening, opeisbaarheidsgronden, eventuele boeterente en eventuele zekerheden die door de stichting aan de vennootschap verstrekt worden. Het ligt in de rede om aan te sluiten bij de voorwaarden waaronder de bank een lening aan de stichting zou verstrekken. De bank zal in de regel als voorwaarde stellen dat de beschermingsprefs aan hem worden verpand. In dit kader dient in aanmerking genomen te worden dat de beschermingsprefs slechts aan de vennootschap kunnen worden verpand, indien het nominale bedrag van de in pand te nemen en reeds door de vennootschap gehouden aandelen niet meer dan een tiende van het geplaatste kapitaal mag bedragen.¹¹ Omdat de uit te geven beschermingsprefs in de regel meer dan 10% van het totale geplaatste kapitaal zullen beslaan, is een verpan-

ding aan de vennootschap slechts gedeeltelijk mogelijk. Gezien het feit dat de stichting niet over andere activa beschikt, zal de stichting geen (andere) zekerheden aan de vennootschap kunnen verschaffen.

- (iv) De koers waartegen de aandelen door de stichting zullen worden genomen.
De beschermingsprefs zullen a pari worden uitgegeven. Bij de uitgifte hebben de houders van gewone aandelen geen voorkeursrecht, zodat zij verwateren. Aan de uitgifte van (beschermings)prefs is inherent dat de houder van gewone aandelen geen voorkeursrecht heeft.¹² Verwatering is ook aan de orde indien de stichting de lening bij een externe bank zou sluiten.
- (v) Informatie omtrent de aan de lening verbonden risico's voor de liquiditeit en de solvabiliteit van de vennootschap. Kan de vennootschap na verstrekking van de lening aan haar lopende betalingsverplichtingen blijven voldoen en beschikt zij in geval van liquidatie over voldoende eigen vermogen om haar schuldeisers af te lossen? De lening zal door de stichting worden aangewend om de storting op de beschermingsprefs te kunnen verrichten, waardoor het bedrag van de lening weer terugvloeit in het vermogen van de vennootschap. De liquiditeitspositie van de vennootschap gaat er niet op achteruit. Bij de vaststelling van deze vragen, zal de vennootschap zich mede baseren op de hierna onder punt 4 genoemde kredietwaardigheid van de stichting.¹³

2. Het verstrekken van de lening, met inbegrip van de rente die de vennootschap ontvangt en de zekerheden die aan de vennootschap worden verstrekt, dient tegen billijke marktvoorwaarden te geschieden. Het moet aldus gaan om een lening die tegen de in de markt gebruikelijke en zakelijke voorwaarden wordt verstrekt. De verstrekking van de lening moet *at arm's length* zijn.¹⁴ Blijkens de parlementaire geschiedenis moet het gaan om marktvoorwaarden die gelet op alle omstandigheden van het geval redelijk zijn.¹⁵ Het ligt in de rede om de lening rentedragend te maken. Het verstrekken van een lening zonder dat daar een rente tegenover staat, kan een grond vormen voor onbehoorlijk bestuur en de bestuurders van de vennootschap lopen het risico hoofdelijk aansprakelijk te worden gesteld ex art. 2:9 BW.¹⁶ De hoogte van het preferente dividend zal moeten worden afgestemd op de hoogte van de rente. Hoewel niet uitdrukkelijk voorgeschreven in de wet, ligt het voor de hand om aan een bank voor te leggen of de rente en overige leningsvoorwaarden marktconform zijn. De vennootschap zou zich daarbij kunnen baseren op offertes die zij ontvangt van banken. Het begrip "billijk" moet ruim worden uitgelegd. Een ruime uitleg zou gerechtvaardigd zijn, omdat financiële steunverlening de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering behoeft.¹⁷ Indien de algemene vergade-

7 Voor een niet-beursgenoteerde NV geldt een meerderheidsvereiste van twee derden indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de algemene vergadering vertegenwoordigd is.

8 Art. 2:98c lid 6 BW.

9 Art. 2:98c lid 7 BW b.

10 In dit verband zou ook aandacht kunnen worden besteed aan mogelijke tegenstrijdige belangen van bestuurders, commissarissen en/of bestuurders van de stichting. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de situatie waarbij een commissaris van de vennootschap tevens bestuurder is van de stichting. Tegenwoordig komt dit niet of nauwelijks nog voor.

11 Art. 2:89a BW.

12 Art. 2:96a lid 3 BW.

13 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 3, p. 18.*

14 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 16, p. 4.*

15 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 3, p. 17.*

16 *Vgl. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11a 2013/242.*

17 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 3, p. 17.*

ring de voorwaarden niet billijk acht, kan zij goedkeuring weigeren.

3. Het eigen vermogen van de vennootschap, verminderd met het bedrag van de lening, mag niet kleiner zijn dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten moeten worden aangehouden. Dit vereiste houdt in dat het bedrag van de lening ten laste van het vrije vermogen moet kunnen worden gebracht. In aanvulling op dit vereiste noem ik nog het vereiste van art. 2:98c lid 4 BW op grond waarvan de vennootschap een niet-uitkeerbare reserve moet aanhouden ter grootte van het bedrag van de lening. Het gaat hier om een wettelijke reserve in de zin van art. 2:373 lid 4 BW. Het gevolg hiervan is dat de uitkeringsruimte van de vennootschap (tijdelijk) minder groot zal zijn. Om de verlaging van de uitkeringsruimte zoveel mogelijk te beperken, zouden de beschermingsprefs een zeer laag nominaal bedrag moeten hebben. Voor het vaststellen van de omvang van het eigen vermogen is bepalend de grootte van het eigen vermogen volgens de laatst vastgestelde balans, verminderd met de verkrijgingsprijs voor aandelen in het kapitaal van de vennootschap en uitkeringen ten laste van de winst of reserves aan anderen die de vennootschap en haar dochtermaatschappijen na de balansdatum verschuldigd werden. De balans aan de hand waarvan vastgesteld wordt of de lening ten laste van het vrij uitkeerbare deel van het vermogen gebracht kan worden, mag niet ouder zijn dan 18 maanden.¹⁸

4. De kredietwaardigheid van de stichting moet nauwgezet worden onderzocht. Bestaat de gerechtvaardigde verwachting dat de stichting aan haar rente en aflossingsverplichting zal voldoen? Betaling van de rente door de stichting zal afhankelijk zijn van de capaciteit van de vennootschap om preferent dividend uit te keren. De stichting zal de rente immers met het preferente dividend betalen. Bestaat de gerechtvaardigde verwachting dat de vennootschap gedurende een zekere periode geen dividend kan betalen, dan zou zij de lening niet moeten verstrekken. Deze kwestie speelt echter ook bij financiering door een externe bank en maakt het daarom niet delicaat. Aflossing van de lening zal geschieden per het moment waarop de beschermingsprefs worden ingekocht en/of ingetrokken. Ook hier geldt dat de vennootschap de lening beter niet kan verstrekken indien redelijkerwijs te verwachten is dat de vennootschap niet zal kunnen voldoen aan haar verplichtingen uit hoofde van de kapitaalverminderingprocedure.

5. De prijs waarvoor de beschermingsprefs worden genomen, moet billijk zijn. Hiermee wordt beoogd te voorkomen dat de waarde van de aandelen van de zittende aandeelhouders als gevolg van de steunverlening verwatert.¹⁹

De uitgifte van de beschermingsprefs geschiedt a pari en heeft primair ten doel om de houders van gewone aandelen te verwateren. Die verwatering geschiedt in beginsel tijdelijk. De verwachting is immers dat de beschermingsprefs na enige tijd worden ingetrokken met terugbetaling. Met het bedrag dat de stichting dan ontvangt, wordt de lening door de stichting afgelost. Aan de figuur van beschermingsprefs is inherent dat goedkoop stemrecht wordt verkregen. De maatstaf aan de hand waarvan kan worden bepaald of de uitgifteprijs van de beschermingsprefs billijk is, is derhalve een andere dan de maatstaf die wordt gehanteerd om te bepalen of de uitgifteprijs van gewone aandelen billijk is. Dat de uitgifte van beschermingsprefs a pari geschiedt, is *market practice* en kan daarom naar mijn idee als billijk worden aangemerkt.

Ik meen dat financiering van de beschermingsprefs door de vennootschap een goed alternatief is. Wel zal met een aantal aspecten rekening gehouden moeten worden. De eerste betreft de vereiste goedkeuring van de algemene vergadering. Aandeelhouders zullen over het algemeen niet snel een voorstel steunen dat betrekking heeft op de bescherming van de vennootschap. Een ander heikel punt van dit alternatief is dat de vennootschap het bedrag van de lening ten laste van het vrij uitkeerbare gedeelte van haar vermogen moet kunnen brengen en beschikbaar moet houden en hebben op het moment dat de beschermingsprefs worden uitgegeven. Doet een moment van "oorlogstijd" zich aan terwijl niet aan deze vereisten voldaan kan worden, dan kan de lening niet verstrekt worden.

Een oplossing voor het eerste genoemde punt zou kunnen zijn dat de vereiste goedkeuring van de algemene vergadering voorafgaand aan de beursgang wordt gevraagd. Het 95%-meerderheidsvereiste is dan niet van toepassing; het besluit kan met gewone meerderheid genomen worden.²⁰ Zodra de goedkeuring wordt verleend, kan de vennootschap de leningsovereenkomst met de stichting aangaan. De stichting zal niet meteen trekken onder die leningsovereenkomst. Net zoals bij een krediet dat door een bank wordt verstrekt, stelt de vennootschap zich bereid om – wanneer de stichting het nodig acht om de optie uit te oefenen – de benodigde gelden ter beschikking te stellen aan de stichting. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat uitdrukkelijk niet gekozen is voor een algemene ex-ante goedkeuringsregeling voor steunverlening die in de toekomst zal plaatsvinden, omdat belang wordt gehecht aan een besluit van de algemene vergadering dat is gebaseerd op een voldoende gedetailleerd voorstel over de desbetreffende transactie.²¹ Naar mijn mening doelt de minister hier op een (onbepaald aantal) leningsovereenkomst(en) die ergens in de toekomst wordt (worden) afgesloten en waarvan de voorwaarden op

18 Het gaat hier om de balans van de enkelvoudige jaarrekening van de vennootschap en niet de balans van de geconsolideerde jaarrekening. Zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/227*.

19 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 3, p. 17, en 5, p. 9.*

20 Is minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering vertegenwoordigd, dan geldt ingevolge art. 2:98c lid 5 BW een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen. Aangezien de aandelen op dat moment in beperkte en bevriende handen zullen zijn, zou de vereiste goedkeuring niet tot problemen moeten leiden.

21 *Kamerstukken II 2007/08, 31220, 3, p. 18.*

het moment van goedkeuring nog niet duidelijk zijn. In het onderhavige geval gaat het om een concrete lening voor een transactie waarvan de voorwaarden op het moment van goedkeuring bekend zullen zijn. Het exacte bedrag van de lening zal eerst vast komen te staan op het moment waarop de beschermingsprefs aan de stichting worden uitgegeven, maar kan op het moment van goedkeuring al worden benoemd. Eerst wanneer de beschermingsprefs worden uitgegeven, zal het exacte aantal geplaatste gewone aandelen op basis waarvan het aantal beschermingsprefs en diens gevolg het bedrag van de stortingsplicht kan worden vastgesteld, bekend zijn. De vennootschap zal op dat moment tegelijkertijd moeten kunnen vaststellen dat dat leningsbedrag ten laste van het vrij uitkeerbare gedeelte van haar vermogen kan worden gebracht. Kan het leningsbedrag niet ten laste van de uitkeerbare reserves worden gebracht, dan kan de lening niet verstrekt worden.

2.3 *Verstrekken van middelen bij wijze van voorschieten via een special purpose vehicle (SPV)*

De vennootschap zou de stortingsplicht van de stichting ook kunnen financieren doordat zij een lening verstrekt aan een speciaal daartoe opgerichte rechtspersoon, te noemen een *special purpose vehicle* (SPV), die het geleende bedrag doorleent aan de stichting. Vervolgens kan de stichting de van de SPV geleende gelden storten op de beschermingsprefs. Bij deze variant is het van belang dat de SPV geen dochtermaatschappij is van de vennootschap, omdat het financieel steunverbod ook van toepassing is op dochtermaatschappijen van de vennootschap.²² Dat brengt met zich dat de zeggenschap van de vennootschap in de SPV zoveel mogelijk geminimaliseerd moet worden. Zo zou de SPV door de vennootschap en de stichting opgericht kunnen worden, waarbij de SPV bijvoorbeeld stemrechtloze aandelen uitgeeft aan de vennootschap en aandelen met stemrecht aan de stichting. De rente die de stichting aan de SPV moet betalen en de rente die de SPV aan de vennootschap moet betalen, zouden ieder gelijk moeten zijn aan de hoogte van het preferente dividend dat de vennootschap op de beschermingsprefs uitkeert aan de stichting.²³

2.4 *Financiering van beschermingsprefs door uitgifte van een bijzonder aandeel door een dochtermaatschappij*

Een alternatieve financieringsvariant zou nog kunnen zijn dat de stichting continuïteit een bijzonder aandeel neemt in een dochtermaatschappij van de vennootschap, aan welk aandeel een bijzonder uitkeringsrecht is gekoppeld. In de statuten van de dochtermaatschappij – gemakshalve ga ik uit van een BV – zou dan moeten worden bepaald dat het bestuur beslist tot uitkering van bedragen ten laste van de uitkeerbare reserves op dat bijzondere aandeel. Niet noodzakelijk en ook niet nodig is dat het bijzondere aandeel recht

geeft op deling in de winst van de dochtermaatschappij.²⁴ Dit biedt de mogelijkheid om het bijzondere aandeel permanent uit te geven aan de stichting, zodat de BV een uitkering op het bijzondere aandeel kan doen zodra de stichting het op de beschermingsprefs te storten bedrag nodig heeft.

Deze structuur heeft de charme van de eenvoud, maar heeft als nadeel dat de dochtermaatschappij moet zorgen dat zij het bedrag van de door de stichting te verrichten storting in haar boeken afzondert en beschikbaar houdt.²⁵ Het zou derhalve niet aan de vennootschap als grootaandeelhouder van de dochtermaatschappij kunnen worden uitgekeerd. Dit kan er weer toe leiden dat aan de houders van gewone aandelen in de vennootschap uiteindelijk (tijdelijk) minder winst kan worden uitgekeerd. Bovendien moet het bestuur van de dochtermaatschappij een uitkeringstest doen. Het resultaat van die test kan zijn dat het bestuur geen goedkeuring kan verlenen aan de uitkering.²⁶ Dit alles leidt ertoe dat niet gegarandeerd kan worden dat het bedrag ook daadwerkelijk uitgekeerd wordt op het moment waarop de stichting het nodig heeft. Dit probleem kan deels ondervangen worden door het nominale bedrag van de gewone aandelen en van de beschermingsprefs zo laag mogelijk te maken, zodat de stortingsplicht ter zake van de beschermingsprefs ook minder wordt.

3. *Stichting continuïteit en onafhankelijkheid*

3.1 *Onafhankelijkheid in kader van biedplicht*

Uit de op 1 januari 2008 vervallen Bijlage X van het Fondsenreglement volgt dat het bestuur van een stichting continuïteit onafhankelijk moest zijn van de vennootschap. Dit onafhankelijkheids criterium werd in Bijlage X verder uitgewerkt in die zin dat de meerderheid van het stemrecht van de stichtingsbestuurders niet zou moeten toekomen aan (onder meer) bestuurders en/of commissarissen van de vennootschap. De gedachte was dat voorkomen zou moeten worden dat bestuurders en commissarissen door middel van preferente aandelen de algemene vergadering konden beheersen. Zij zouden niet zelf de beslissende stem moeten hebben bij de beoordeling van hun beleid. De algemene vergadering behoort zelfstandig te staan tegenover bestuurders en commissarissen.

Met de inwerkingtreding van de implementatiewet Overnamerichtlijn is het onafhankelijkheidsvereiste in het kader van de biedplicht in art. 5:71 lid 1 onderdeel c Wft terechtgekomen. Dit wetsartikel spreekt van “een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon”. De wetgever heeft – anders dan Bijlage X – geen invulling gegeven aan

²² Art. 2:98c lid 1 BW, laatste volzin.

²³ In de praktijk maakt Takeaway.com van deze financieringsmogelijkheid gebruik. Zie p. 160 van het prospectus van 19 september 2016 van Takeaway.com N.V.

²⁴ Art. 2:216 lid 7 BW.

²⁵ Een ander nadeel kan zijn dat de fiscale eenheid wordt doorbroken.

²⁶ Ingevolge art. 2:216 lid 2 BW moet het bestuur van een BV het besluit van de algemene vergadering tot uitkering goedkeuren en zou het de goedkeuring moeten weigeren indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, een en ander met het risico van hoofdelijke aansprakelijkheid op de voet van het derde lid van datzelfde artikel.

het onafhankelijkheids criterium, noch een koppeling gemaakt met de samenstelling van het stichtingsbestuur. De vraag is dan ook of aan de onafhankelijkheid van een stichting continuïteit in het kader van de biedplicht een ruimere interpretatie toekomt dan vroeger ten tijde van Bijlage X het geval was. Ik meen dat dat niet het geval is. De onafhankelijkheid van de stichting continuïteit in het kader van de biedplicht moet louter aan de samenstelling van het stichtingsbestuur worden gerelateerd. Zulks blijkt namelijk uit de totstandkomingsgeschiedenis van art. 5:71 lid 1 onderdeel c Wft. De Minister van Financiën heeft bij de implementatie van de biedplicht expliciet een koppeling met Bijlage X gelegd en gesteld dat het wettelijke onafhankelijkheids criterium aan de samenstelling van het stichtingsbestuur moet worden gerelateerd.²⁷ Verder blijkt uit mijn proefschrift dat de praktijk aansluiting blijft zoeken bij de onafhankelijkheids criteria van Bijlage X, waarbij ik concludeer dat vrijwel alle stichtingsbesturen tegenwoordig volledig uit onafhankelijke bestuurders bestaan. Ik meen derhalve dat met de inwerkingtreding van art. 5:71 lid 1 onderdeel c Wft geen inhoudelijke wijziging is beoogd van de bestaande praktijk en dat de onafhankelijkheid is gerelateerd aan de samenstelling van het stichtingsbestuur.

3.2 Aspecten van onafhankelijkheid

Het voorgaande neemt niet weg dat met het oog op mogelijke procedures de onafhankelijkheid van de stichting continuïteit ook op andere vlakken wordt benadrukt. In dit verband kan ook gedacht worden aan de gevoelens die in de maatschappij leven rondom bescherming van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Beschermingsmaatregelen zouden niet opgeworpen mogen worden om de zittende vennootschapsleiding te beschermen. Van het stichtingsbestuur wordt een objectieve en onafhankelijke belangenafweging verwacht. Indien de vennootschapsleiding enige invloed kan uitoefenen op de stichting, dan kan de stichting al snel de schijn tegen hebben. Ook in een mogelijke rechtelijke procedure waarin de stichting verzeild kan raken, kan de stichting beter niet de schijn tegen hebben. Ten slotte kan de onafhankelijkheid van de stichting ook van belang zijn voor de vraag of sprake is van defensief *acting in concert*.²⁸

Statutaire inrichtingsfactoren kunnen tot twijfel leiden omtrent de onafhankelijkheid van het stichtingsbestuur. Ik doel dan op (statutaire) regelingen op grond waarvan de vennootschap enige invloed heeft op de samenstelling en/of de besluitvorming van het stichtingsbestuur. Dit zijn factoren die door de oprichters van de stichting – veelal het eerste stichtingsbestuur – in de interne structuur van de stich-

ting zijn vastgelegd. Een voorbeeld dat in de praktijk nog wel eens voorkomt, is dat het stichtingsbestuur op grond van haar statuten een orgaan van de vennootschap moet raadplegen bij de benoeming van bestuurders.²⁹ Deze variant is in feite een schriftelijke bevestiging van de praktijk waarbij het bestuur van de stichting bij de benoeming van bestuurders in de wandelgangen overleg pleegt met het bestuur van de vennootschap. Om die reden zie ik geen noodzaak om deze overleggewoonte in de statuten van de stichting vast te leggen. Met het oog op een mogelijke aantasting van de onafhankelijkheid van de stichting, kunnen dit soort statutaire bepalingen beter vermeden worden. In situaties waarin de vennootschap invloed heeft op de besluitvorming van het stichtingsbestuur omtrent de beslissing om de optie uit te oefenen, de beslissing om het uitstaan van de beschermingsprefs al dan niet te handhaven en/of de beslissing om de beschermingsprefs in te trekken, staat het onafhankelijkheids criterium naar mijn mening op de tocht. Al deze beslissingen moeten onafhankelijk en zelfstandig door het stichtingsbestuur genomen worden. Mijn waarneming is dat dit soort statutaire bepalingen tegenwoordig niet meer voorkomt. Minder riskant acht ik dat besluiten tot ontbinding of tot statutenwijziging van de stichting aan goedkeuring of op voorstel van het bestuur en/of raad van commissarissen van de vennootschap onderworpen zijn. Dit soort goedkeuring- of initiatiefrechten komen veelvuldig voor in de praktijk.

Een andere belangrijke factor die bijdraagt aan de onafhankelijkheid van het stichtingsbestuur, betreft de onafhankelijkheid op financieel vlak.³⁰ De stichting continuïteit beschikt bij haar oprichting niet over financiële middelen om de lopende kosten van de stichting – waaronder oprichtingskosten, adviseurskosten, bezoldiging en verzekeringskosten van de stichtingsbestuurders en bereidstellingsprovisie die de stichting aan de bank verschuldigd is – te voldoen. Deze kosten worden in de regel door de vennootschap gefinancierd doordat deze laatste een storting *à fonds perdu* verricht.³¹ Om de onafhankelijkheid te vergroten, verdient het aanbeveling dat de stichting bij haar oprichting voldoende wordt gefinancierd, zodat zij jaren vooruit kan en niet op belangrijke momenten bij de vennootschap hoeft aan te kloppen voor additionele financiering.

De uitgifte van beschermingsprefs kan plaatsvinden door uitoefening door de vennootschap van een putoptie. Op grond van de putoptieovereenkomst tussen de vennootschap en de stichting, is de stichting gehouden om, zodra de vennootschap besluit tot uitgifte van beschermingsprefs, mee te werken aan die uitgifte en het aantal beschermings-

27 Zie ook *Kamerstukken II 2005/06, 30419, 3, p. 28*. Later heeft de minister gemeend dat invulling van het onafhankelijkheids criterium aan de hand van art. 2:118a lid 3 BW het uitgangspunt zou moeten zijn; *Kamerstukken II 2005/06, 30419, 8, p. 7*.

28 Daarvan kan sprake zijn als de stichting als aandeelhouder op grond van een overeenkomst samenwerkt met de vennootschap met als doel het dwarsbomen van het wetslagen van een aangekondigd openbaar bod op de vennootschap; art. 5:70 Wft. Aan dit aspect besteed ik nader aandacht in hoofdstuk 11 van mijn proefschrift.

29 Zo bepalen de statuten van Stichting Continuïteit ING en Stichting Continuïteit KBW (Boskalis) dat bestuurders worden benoemd door het bestuur na overleg met de raad van commissarissen van de vennootschap. Dat laatste orgaan mag dan suggesties voor benoeming doen. Bij Stichting Preferente Aandelen Philips dient overleg plaats te vinden met het bestuur van Philips.

30 Vgl. Kemperink, Timmerman bundel 2015, die in dit verband spreekt van voldoende "substance".

31 Zie hierboven in paragraaf 2.1.

prefs dat de vennootschap wenst uit te geven, te nemen. In geval van een putoptie, heeft het stichtingsbestuur geen keuze en kan het geen eigen onafhankelijke en zelfstandige afweging maken. Het wordt aldus geconfronteerd met een *fait à compli*. Ik meen dat dit moeilijk te rijmen is met het onafhankelijkheids criterium en dat de stichting een groot risico loopt. Hetzelfde geldt overigens voor een gemengde optie, waarbij de vennootschap enige invloed heeft op het moment van het nemen van de beschermingsprefs.³² Het stichtingsbestuur moet volledige beoordelingsvrijheid hebben ter zake van de uitgifte van beschermingsprefs. Om deze reden en vanwege het feit dat veel algemene vergaderingen het voorstel tot aanwijzing van het vennootschapsbestuur als het tot uitgifte van beschermingsprefs bevoegde orgaan afwezen, hebben veel vennootschappen de putoptie afgeschaft.³³

Om de onafhankelijkheid van het stichtingsbestuur te vergroten, verdient het voorts aanbeveling om de stichting door eigen onafhankelijke adviseurs – zoals een advocaat, notaris, accountant, communicatieadviseur en *investment bank* – te laten bijstaan. Een aparte website voor de stichting en het uitgeven van eigen persberichten in een situatie van oorlogstijd dragen ook bij aan een versterking van de onafhankelijke positie van de stichting.³⁴ Ook een eigen e-mailadres van de stichting kan daar aan bijdragen.³⁵ Dat geldt ook voor een apart beschermingsdraaiboek, waarin de door het stichtingsbestuur te nemen stappen in een situatie van oorlogstijd worden uitgewerkt.

4. Reikwijdte van de optieverlening

Tegenwoordig vindt de uitgifte van beschermingsprefs plaats doordat de stichting continuïteit een aan haar door de vennootschap toegekend recht tot het nemen van aandelen – ook wel calloptie – uitoefent. De stichting bepaalt aldus of en wanneer de beschermingsprefs worden uitgegeven. Zoals hiervoor in paragraaf 3.2 vermeld, komt de putoptie heden ten dage niet meer voor.

In welke situaties mag de stichting continuïteit de optie uitoefenen? In het recente verleden is in een tweetal enquêtebeschikkingen in het licht van de destijds in de alge-

mene vergadering gegeven toelichting de vraag aan de orde gekomen of de stichting de optie zou mogen uitoefenen. Uit de beschikking van de OK inzake Stork kan worden afgeleid dat het aan de algemene vergadering op grond van art. 2:161a BW toegekende recht om het vertrouwen in de raad van commissarissen op te zeggen, niet kon kwalificeren als niet-gewenste overval of overname als bedoeld in de stichtingsstatuten en de optieovereenkomst, noch kon worden aangemerkt als malafide overvallers of raiders.³⁶ Met andere woorden, de optie zou door Stork niet verleend zijn met het oogmerk om te verhinderen dat de algemene vergadering het vertrouwen in de raad van commissarissen zou opzeggen. Uit deze beschikking van de OK kan verder worden afgeleid dat de OK naast de stichtingsstatuten en de optieovereenkomst waarde hechtte aan de toelichting in de algemene vergadering bij het verlenen van het optierecht.

In de ASMI-beschikking uit 2009 werd door verzoeker Hermes c.s. gesteld dat de delegatie van de uitgiftebevoegdheid slechts betrekking zou hebben op de uitgifte en niet op het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen, dat de aanwijzing een duur van maximaal vijf jaren bedroeg en dat zij een beschermingsmaatregel betrof tegen een vijandige overname en niet tegen een wijziging van het bestuur en raad van commissarissen van de vennootschap.³⁷ De OK oordeelde dat dit vraagstuk ten principale aan de competentie van de gewone civiele rechter is voorbehouden, maar dat gezien de bewoordingen in de notulen van de algemene vergadering en de toelichting bij het delegatievoorstel die in die algemene vergadering werd gegeven niet bij voorbaat onaannemelijk kon worden geacht dat de machtiging van het bestuur van ASMI door de algemene vergadering geacht moet worden te zijn gegeven voor de uitgifte van preferente aandelen ingevolge een optie met een looptijd van niet langer dan vijf jaren en met als uitsluitende doelstelling het beschermen van ASMI tegen een vijandige overname. De OK achtte derhalve de bewoordingen in de notulen en de toelichting relevant. Hierop is de OK na cassatie en verwijzing teruggekomen. In 2011 stelde zij dat het bij de uitleg van de aanwijzing aankomt op het delegatiebesluit zelf.³⁸

Dat besluit van de algemene vergadering van ASMI kende geen beperkingen en dat uit de in die vergadering gegeven toelichting van enige beperkingen zou blijken, zou hier volgens de OK niet aan afdoen. In lijn met die laatste uitspraak wordt ook door anderen aangenomen dat het delegatiebesluit moet worden uitgelegd aan de hand van de tekst van het besluit en niet (tevens) aan de hand van de notulen van de algemene vergadering of andere geschriften als een pros-

32 Zie over de gemengde optie Timmermans, Vennootschaps- en verbintenrechtelijke aspecten van de optie op preferente beschermingsaandelen, Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie, 6989 (2013).

33 Zo heeft Heijmans in 2017 als een van de laatste vennootschappen de putoptieovereenkomst met haar stichting beëindigd. Verder hebben Delta Lloyd, NN Group, ASR Nederland, Philips Lighting, ForFarmers en Takeaway.com bij hun recente beursgangen alleen een calloptie toegekend aan hun beschermingsstichtingen.

34 Zo hebben Stichting Preferente Aandelen B KPN, Stichting tot het houden van preferente aandelen Wereldhave, Stichting Continuïteit Delta Lloyd en Stichting Continuïteit PostNL een eigen website (www.prefs-kpn.nl, www.prefs-wereldhave.com, <https://stichtingcontinuïteitdeltalloyd.nl>, <https://stichtingcontinuïteit-postnl.com/index.html>). Hetzelfde gold voor Stichting Preferred Shares Mylan, die in 2015 de optie uitoefende.

35 Zo hebben blijkens de inschrijvingen in het handelsregister Stichting Aandelenbeheer BAM Groep en Stichting tot het houden van preferente aandelen Wereldhave een eigen e-mailadres, de eerste het mailadres van haar adviseur en de tweede dat van een trustkantoor.

36 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007 (r.o. 3.12), JOR 2007/42, m.nt. Blanco Fernández (Stork).

37 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 augustus 2009, JOR 2009/254, m.nt. Hermans (ASMI).

38 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 april 2011, JOR 2011/179, m.nt. Hermans (ASMI).

pectus, jaarverslag of toelichting bij de agenda en dat mede de inhoud van de optieovereenkomst relevant is.³⁹

Ik meen dat de OK-beschikking inzake Stork inmiddels is achterhaald door de ASMI-beschikking uit 2011. Uit deze laatste beschikking leid ik af dat alleen de tekst van het aanwijzingsbesluit (delegatiebesluit) van de algemene vergadering relevant is voor de vraag omtrent de reikwijdte van de optie. Wat er als toelichting is gegeven bij dat besluit of bij de introductie van de beschermingsprefs in de statuten, doet er niet toe. Het voordeel van deze strikte interpretatie is dat het de rechtszekerheid vergroot. Partijen hoeven niet allerlei documenten na te pluizen om vast te stellen wat de reikwijdte van de optieverlening is. In het verlengde hiervan meen ik dat de inhoud van de optieovereenkomst minder relevant is, omdat die gebaseerd zou moeten zijn op het delegatiebesluit. Heeft de overeenkomst een grotere reikwijdte dan het delegatiebesluit, dan is die overeenkomst weliswaar geldig, maar kan daaraan geen uitvoering worden gegeven voor zover de reikwijdte van het delegatiebesluit wordt overschreden of de overeenkomst daarmee in strijd zou zijn.⁴⁰ De stichting mag weliswaar afgaan op de optieovereenkomst, maar is gezien haar betrokkenheid bij de organisatie van de vennootschap gehouden om tevens kennis te nemen van de daaraan ten grondslag liggende besluitvorming.⁴¹ Zij zal daarmee al gauw te kwader trouw zijn, zodat zij ook geen bescherming kan ontlenen aan art. 2:16 lid 2 BW. Omdat het besluit tot optieverlening indirect externe werking heeft,⁴² zal de rechtshandeling van optieverlening nietig zijn, althans voor het gedeelte dat de reikwijdte van het delegatiebesluit overschrijdt. De stichting heeft nimmer een optierecht gekregen. De rechtshandeling van uitgifte die voortbouwt op de optieverlening, kan daarmee niet rechtsgeldig worden uitgevoerd.

Naast de inhoud van de besluitvorming, is ook de doelomschrijving van de stichting relevant. Staan daar namelijk expliciete beperkingen in, die uitoefening van de optie belem-

meren in een specifieke situatie, dan zou uitoefening van de optie doeloverschrijding met zich meebrengen. Het gevolg daarvan is dat de rechtshandeling van uitoefening van de optie door de stichting vernietigd zou kunnen worden.

Zowel de vennootschapsrechtelijke besluitvorming als de doelomschrijving van de stichting moeten dus zo algemeen mogelijk zijn gesteld en geen beperkingen kennen. Ik meen dat het ook niet veel toevoegt om allerlei situaties te schetsen waarin van de optie gebruikgemaakt kan worden. Vaak geldt dat hoe meer je opschrijft, des te meer je jezelf zult beperken. Het heeft evenmin veel zin om met zoveel woorden in de optieovereenkomst te bepalen dat de stichting de optie kan uitoefenen indien een aandeelhouder gebruikmaakt van het agenderingsrecht. De optie zou te allen tijde moeten kunnen worden uitgeoefend in situaties waarin het vennootschappelijk belang wordt geschaad. Het gaat er steeds om dat het vennootschappelijk belang in het geding is. Dat kan het geval zijn in een situatie van een vijandig bod of een ongewenste concentratie van stemmenmacht. Maar niet ondenkbaar is dat de optie ook in andere situaties wordt uitgeoefend. Een ruime tekst laat die mogelijkheid open. Ik waag het om nog een stapje verder te gaan. Zelfs als de tekst van het aanwijzingsbesluit geen ruimte zou bieden om in een bepaalde situatie tot uitgifte te besluiten, dan kunnen bijzondere omstandigheden uitoefening van de optie rechtvaardigen, mits geen beschikbare alternatieven voorhanden zijn. Nood breekt wet en de RNA-norm – waarover hierna onder 5 – geeft voldoende bescherming tegen een te gemakkelijke uitgifte van beschermingsprefs.

5. RNA-norm van toepassing op stichting continuïteit

5.1 RNA-beschikking van toepassing op beschermde vennootschappen

Op de vraag welk normatief richtsnoer geldt voor het bestuur van (onder meer) een stichting continuïteit wanneer het overweegt om de optie uit te oefenen, gaat Garcia Nelen in. Graag wijdt ook ik enkele woorden aan deze kwestie.

Voor de beantwoording van de vraag of het treffen van een beschermingsmaatregel geoorloofd is, is de beschikking van de Hoge Raad inzake Rodamco North America (de RNA-beschikking) maatgevend.⁴³ In die zaak ging het om een vennootschap die zich niet had bediend van beschermingsmaatregelen en zich als zodanig naar buiten toe ook had gepresenteerd. Vanwege die open structuur zag Rodamco North America zich genoodzaakt om gewone beschermingsaandelen uit te geven. Uit de RNA-beschikking blijkt dat het oordeel van de Hoge Raad óók geldt als in aanmerking wordt genomen dat Rodamco North America zelf had gekozen voor een open structuur. Ik leid hieruit af

39 In deze zin A-G Timmerman in HR 9 juli 2010, NJ 2010/544, m.nt. Van Schilfgaarde (ASMI) en Hermans in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 augustus 2009, JOR 2009/254 (ASMI) en bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 april 2011, JOR 2011/179 (ASMI), Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*2009/641. Vgl. Blanco Fernández in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), die een ruimere opvatting aanhangt en stelt dat de woorden van het delegatiebesluit, de discussie in de vergadering waarop het besluit is genomen, de verantwoording van de uitgiftebevoegdheid in stukken van de vennootschap (bijv. de jaarrekening) factoren zijn die kunnen bijdragen tot de uitleg.

40 Vgl. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 augustus 2009 (r.o. 3.21), JOR 2009/254 (ASMI), waarin de OK oordeelde dat indien het delegatiebesluit slechts op een specifieke situatie betrekking zou hebben – i.c. een vijandige overname situatie – de vennootschap haar machtiging te buiten zou gaan met het sluiten van een optieovereenkomst die niet een bepaalde noodsituatie zou betreffen en de optieovereenkomst in zoverre niet rechtsgeldig en wellicht in rechte aantastbaar zou zijn.

41 Niet voor niets zijn in de regel de kopieën van de vennootschapsrechtelijke besluitvorming opgenomen in het beschermingsdraaiboek van de vennootschap/stichting.

42 Het optieverleningsbesluit is een voorwaarde voor de optieverlening. Ons systeem van kapitaalverhoging is zo dat elke kapitaalverhoging plaatsvindt krachtens een besluit. Het optieverleningsbesluit treedt in dit geval in de plaats van het uitgiftebesluit.

43 De RNA-beschikking wordt veelal als hoeksteen beschouwd voor de vraag of het treffen van een tijdelijke beschermingsmaatregel in een bepaalde omstandigheid geoorloofd is. Zie in deze zin onder meer Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/635, Buijn/Storm 2013, par. 14.6, Assink/Slagter 2013, § 76.5.

dat de door de Hoge Raad in de RNA-beschikking vastgestelde norm (de RNA-norm) primair van toepassing is op beschermde vennootschappen, zoals vennootschappen die een recht tot het nemen van beschermingsprefs (optie) hebben verleend aan een stichting, en daarnaast ook op onbeschermde vennootschappen.

5.2 Belang van de RNA-beschikking

Het belang van de RNA-beschikking moet niet overschat worden. De beschikking ligt in het verlengde van eerdere opvattingen omtrent bescherming.⁴⁴ Zij is daarom niet grensverleggend, maar biedt vooral een mooi en bruikbaar overzicht van verschillende normeringen. Bovendien geldt naar mijn mening dat de door de Hoge Raad aangebrachte normeringen in een enkel opzicht verouderd zijn. Zo hecht ik minder gewicht aan de normering dat de beschermingsmaatregel noodzakelijk moet zijn teneinde de *status quo* te handhaven en aldus een voldoende overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen en andere betrokkenen te faciliteren.⁴⁵ Deze norm is in ieder geval in het algemeen geen vereiste voor het treffen van een beschermingsmaatregel. In situaties waarin een activistische aandeelhouder stelselmatig voorstellen in de algemene vergadering torpedeert of bepaalde voorstellen die vooral in zijn belang zijn in stemming wenst te brengen, heeft dat overleg veelal reeds plaatsgevonden zonder dat dat resultaat heeft opgebracht.⁴⁶ In dat geval is het in het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen dat besluitvorming door de algemene vergadering plaatsvindt, of besluitvorming wordt voorkomen. Het treffen van de beschermingsmaatregel heeft dan ten doel om de besluitvorming te beïnvloeden. De *status quo* wordt in die situaties juist doorbroken. Op zich is het verklaarbaar dat deze normering met zoveel woorden in de RNA-beschikking wordt genoemd. In de tijd dat de beschikking werd gewezen, kwam aandeelhoudersactivisme nog niet heel vaak voor. Bovendien was de roep om een actieve en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en vennootschapsleiding in de tijd dat de RNA-beschikking werd gewezen nog niet zo groot.⁴⁷

5.3 RNA-beschikking van toepassing op stichting continuïteit

Zoals hierboven in paragraaf 4 al aan de orde werd gesteld, is het in het geval van een optie op beschermingsprefs de stichting die door uitoefening van de optie bepaalt of en wanneer de vennootschap beschermingsprefs aan haar uitgeeft. De algemene opvatting is dat de RNA-beschikking

evenzeer van toepassing is op het bestuur van een stichting continuïteit die overweegt om de optie uit te oefenen.⁴⁸ Hierover wordt door Den Boogert anders gedacht.⁴⁹ Hij meent dat uit de gekozen bewoordingen en uit de context waarin de relevante passages uit de RNA-beschikking gelezen en verstaan moeten worden, zou blijken dat de Hoge Raad expliciet op een handelen van het bestuur van de vennootschap heeft gedoeld. Met de aldus geformuleerde regel zou stellig geen norm gesteld zijn voor het bestuur van een stichting continuïteit.

Bij de toepassing van de RNA-norm, gaat het mijns inziens steeds om de vraag of het aannemelijk is dat het vennootschappelijk belang wordt geschaad, en indien dat niet kan worden vastgesteld, of de overnemer de vennootschapsleiding voldoende gelegenheid heeft gegeven tot het voeren van overleg. Ofwel, men stelt vast dat het vennootschappelijk belang de uitgifte van de beschermings aandelen rechtvaardigt, ofwel men constateert dat er onvoldoende overleg heeft plaatsgevonden. Dat is de toets die moet worden verricht door degene die de beschermingsmaatregel treft. Die toets is voor de vennootschapsleiding niet anders dan voor het stichtingsbestuur. Beide organen dienen immers hun taken in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming uit te oefenen.⁵⁰

De door de Hoge Raad aangebrachte normeringen als “tijdelijkheid”, “noodzakelijk tot behoud van *status quo*”, “de interventie strekt tot het voeren van overleg” en “adequaatheid en proportionaliteit” zouden naar de mening van Den Boogert minder goed passen bij een stichting continuïteit. Het lijkt erop dat hij hierin een voornaam verschil in benadering ziet. Naar mijn mening is de norm “adequaatheid en proportionaliteit” een open en buigzame norm die afhankelijk van het specifieke geval waarin het treffen van de beschermingsmaatregel – door wie dan ook – wordt overwogen steeds anders kan worden ingekleurd. De norm “tijdelijkheid” is geen harde norm. Mijns inziens heeft als uitgangspunt te gelden dat de beschermingsmaatregel na zekere tijd ongedaan gemaakt wordt, maar dat er omstandigheden kunnen zijn die het blijven uitstaan van een beschermingsmaatregel rechtvaardigen. De andere twee normen – “noodzakelijk tot behoud van *status quo*” en “de interventie strekt tot het voeren van overleg” – zijn niet steeds op een situatie van oorlogstijd van toepassing. Deze kunnen vooral een hulpmiddel zijn indien de overvaller de vennootschapsleiding onvoldoende gelegenheid heeft geboden tot overleg, maar passen weer minder goed indien volstrekt helder is dat een vijandig bod niet in het belang

44 In de RNA-beschikking van de Hoge Raad komen veel elementen terug die reeds eerder aan de orde kwamen in de oudere jurisprudentie, Bijlage X en de parlementaire geschiedenis. Ik noem het creëren van ruimte voor nader overleg en een zorgvuldige afweging van de belangen van alle betrokkenen, de tijdelijkheid van de beschermingsmaatregel, de noodzakelijkheid van de maatregel met het oog op de continuïteit van de onderneming en de proportionaliteit van de maatregel in verhouding tot het dreigende gevaar.

45 Vgl. Van Ginneken (diss.) 2010, p. 437, die de handhaving van de *status quo* niet als een onmisbaar onderdeel van de RNA-norm beschouwt.

46 In deze zin ook Den Boogert, De beursgang en bescherming van ABN AMRO, *Ondernemingsrecht* 2017/47, par. 2.9.

47 De Nederlandse corporate governance code bestond bijvoorbeeld nog niet.

48 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/635, Assink/Slagter 2013, § 76.5, Nieuwe Weme, Kortmann bundel 2007, p. 161, Van Ginneken (diss.) 2010, p. 413 en 457, Kemperink (diss.) 2013, p. 86, A-G Timmerman in HR 9 juli 2010, r.o. 3.7.7, NJ 2010/544, m.nt. Van Schilfgaarde (ASMI), Willems, Kortmann bundel 2017, p. 375.

49 Den Boogert, De beursgang en bescherming van ABN AMRO, *Ondernemingsrecht* 2017/47.

50 Niet voor niets blijkt uit de doelomschrijving van de stichting continuïteit dat de stichting ten doel heeft het waarborgen van het vennootschappelijk belang.

is van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen of indien besluitvorming van de algemene vergadering (niet) plaats zou moeten vinden. Hierin verschil ik niet van mening met Den Boogert die ook meent dat in het bijzonder bij spanningen voortkomend uit aandeelhoudersactivisme, de stichting actief medewerking wil en mag geven aan het tot stand komen van aandeelhoudersbesluiten, ook wanneer die de *status quo* juist doorbreken. De uitoefening van de optie geschiedt dan juist niet met het oog op creëren van tijd en ruimte voor overleg.

Maakt de constatering dat de RNA-norm van toepassing is op een stichting continuïteit nog verschil? Ik meen van niet. Het stichtingsbestuur heeft de nodige manoeuvreerruimte. Indien het stichtingsbestuur in redelijkheid kan oordelen dat de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van de daarbij betrokkenen in gevaar is, zal uitoefening van de optie, zeker in de situatie waarin besluitvorming door de algemene vergadering bewerkstelligd of voorkomen moet worden, niet snel inadequaat of disproportioneel zijn.⁵¹ Het proportionaliteitsbeginsel komt vooral aan bod indien de optie-uitoefening ten doel heeft het handhaven van de *status quo* teneinde voldoende overleg tussen de overvaller en de vennootschapsleiding te faciliteren en zal dan met name worden ingekleurd door het tijdelijkheidsbeginsel.

6. Beschermingsprefs en wettelijke bedenktijd

In een op 20 mei 2017 verschenen Kamerbrief heeft het demissionair kabinet gereageerd op de toename van overnameactiviteiten in Nederland, zoals bij Unilever en AkzoNobel.⁵² In de brief van het demissionair kabinet wordt de wens uitgesproken om het bestuur van een vennootschap meer ruimte en tijd te bieden om een overname of wezenlijke aanpassing van de strategie, zoals voorgesteld door aandeelhouders, te beoordelen op de effecten voor alle *stakeholders*. Overwogen wordt om een wettelijke bedenktijd voor de maximale duur van een jaar in te voeren.⁵³ Het (demissionair) kabinet is voornemens om in gesprek te gaan met diverse experts en betrokkenen en op basis van die gesprekken met een uitgewerkt voorstel te komen.⁵⁴

Ook het regeerakkoord van het kabinet Rutte III bevat een voorstel voor de wettelijke bedenktijd. Dat voorstel houdt in om beursgenoteerde vennootschappen die tijdens een algemene vergadering te maken krijgen met voorstellen

voor een fundamentele strategiewijziging de mogelijkheid te geven om een wettelijke bedenktijd van 250 dagen in te roepen, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In die periode zou het vennootschapsbestuur verantwoording moeten afleggen aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en zouden alle *stakeholders* geraadpleegd moeten worden. Voorts blijkt uit het voorstel dat de wettelijke bedenktijd niet zou kunnen worden ingezet in combinatie met door de vennootschap ingestelde beschermingsconstructies, zoals de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.

Het voorstel, zoals in grote lijnen verwoord in het regeerakkoord, lijkt minder ver te gaan dan dat van het demissionair kabinet. Ten eerste geldt voor de wettelijke bedenktijd een maximumperiode van 250 dagen. Dat is weliswaar langer dan de responstijd uit de Nederlandse corporate governance code, maar korter dan de termijn van een jaar die wordt genoemd in het voorstel van het demissionair kabinet. De vraag is of een termijn van 250 dagen voldoende is om nader overleg tussen de partijen te accommoderen. Ten tweede ziet het voorstel uit het regeerakkoord slechts op voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging, terwijl in het oorspronkelijke voorstel ook met zoveel woorden aan een overname werd gerefereerd. Niet geheel duidelijk is of een overname buiten het voorstel uit het regeerakkoord valt. Ten derde blijkt dat de bedenktijd niet kan worden ingeroepen door vennootschappen die zich kunnen beschermen door middel van uitgifte van beschermingsprefs en prioriteitsaandelen. Uit mijn proefschrift blijkt dat het merendeel van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zich kan beschermen door middel van de uitgifte van beschermingsprefs, waardoor dus een groot aantal vennootschappen de bedenktijd niet zal kunnen invoeren. Dat zal ook niet nodig zijn, want met de uitgifte van beschermingsprefs kan de vennootschapsleiding (onder meer) tijd winnen. In het recente verleden is diverse malen gebleken dat de uitgifte van beschermingsprefs effectief kan zijn. De gebeurtenissen bij ASMI, KPN en Mylan hebben dat aangetoond. Vennootschappen die geen beschermingsprefs kennen en in de toekomst wellicht de wettelijke bedenktijd kunnen invoeren, winnen dus maximaal 250 dagen. Zoals ik hierboven in paragraaf 5.3 stelde, valt mijns inziens niet in algemene zin uit de RNA-beschikking af te leiden dat een beschermingsmaatregel voor een maximumduur getroffen zou mogen worden. Vennootschappen met beschermingsprefs zouden aldus een langere bedenktijd kunnen invoeren dan de vennootschappen die gebruik kunnen maken van de wettelijke bedenktijd. De uitzondering voor vennootschappen die prioriteitsaandelen kunnen uitgeven⁵⁵, is begrijpelijk als in ogenschouw wordt genomen dat een wijziging in de samenstelling van het vennootschapsbestuur en de raad van commissarissen niet zonder medewerking van de houder van de prioriteitsaandelen kan plaatsvinden. Los hiervan ligt het in de rede dat eveneens een uitzondering gaat gelden voor vennootschappen die aan het bestuur en/of de raad van commissarissen de

51 Vgl. Josephus Jitta, 'Criterium voor de geoorlooftheid van beschermingsmaatregel', *Ondernemingsrecht* 2003/34, die stelt dat de RNA-beschikking grote vrijheid lijkt te bieden bij het treffen van een beschermingsmaatregel.

52 *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, 70.

53 Over de wettelijke bedenktijd meer uitgebreid Groothuis (*Ondernemingsrecht* 2018/15) in dit themanummer.

54 De Tweede Kamer heeft de regering verzocht om met grote voortvarendheid het voorstel voor de wettelijke bedenktijd uit te werken en zo snel als mogelijk ter behandeling naar de Kamer te sturen; *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, 87.

55 Bedoeld zal vooral zijn "hebben uitgegeven".

rechten hebben toegekend die aan de houder van prioriteit-aandelen toekomen, zoals het (bindend) voordrachtsrecht. Mocht het zo ver komen, dan blijven er weinig vennootschappen over waarvoor de bedenktijd zal gelden, omdat uit mijn proefschrift blijkt dat vrijwel alle beursgenoteerde vennootschappen dergelijke rechten hebben toegekend aan het bestuur en/of de raad van commissarissen. Ten slotte wordt het voorbehoud gemaakt dat de bedenktijd niet het kapitaalverkeer moet kunnen raken. Dat laatste lijkt me een juist voorbehoud en de vraag is of het voorstel deze toets wel zal kunnen doorstaan.⁵⁶

Ik merk in dit verband op dat het middel van de wettelijke bedenktijd geen soelaas biedt in die situaties waarin het bewerkstelligen van aandeelhoudersbesluiten in het belang is van de vennootschap. Gedacht kan worden aan de situatie waarin een aandeelhouder een dusdanig belang houdt waarmee hij besluitvorming door de algemene vergadering frustreert. In die situatie zal geen besluitvorming kunnen plaatsvinden, terwijl die besluitvorming juist in het belang van de vennootschap is. De uitgifte van beschermingsprefs aan een stichting continuïteit kan er dan voor zorgen dat besluitvorming door de algemene vergadering dankzij de steun van de stichting kan plaatsvinden. Hetzelfde geldt voor situaties waarin een aandeelhouder het vennootschappelijk belang ernstig schaadt, niet aannemelijk is dat hij zijn plannen zal bijstellen en de vennootschapsleiding niet voornemens is om het voorstel van de aandeelhouder ooit te steunen. De aandeelhouder kan dan wachten om vervolgens na 250 dagen alsnog toe te slaan. In een gewenste overlegsituatie kan de uitgifte van beschermingsprefs langer dan 250 dagen gecontinueerd worden, omdat – zoals ik hierboven al schreef – mijns inziens uit de RNA-beschikking niet in algemene zin valt af te leiden dat de beschermingsprefs voor een maximumduur mogen blijven uitstaan. De bieder kan dan nimmer de meerderheid van de aandelen in de vennootschap verwerven.

Ik concludeer dat het voorstel van een wettelijke bedenktijd vooral nut heeft in situaties waarin de *status quo* gehandhaafd zou moeten worden om aldus een voldoende overleg met de overvaller en andere betrokkenen te faciliteren. Heden ten dage bestaan er al veel regels en voorschriften op grond waarvan de vennootschapsleiding en de overvaller de dialoog met elkaar moeten aangaan. Het lijkt erop dat de regering in navolging van het demissionair kabinet te veel blijft vasthouden aan de normering *status quo*, waarover ik in paragraaf 5.2 schreef dat daaraan niet te veel gewicht moet worden toegekend. Ik kan me niet aan de indruk onttrekken dat tegenwoordig meer behoefte bestaat aan middelen om besluitvorming door de algemene vergadering te bewerkstelligen, zoals de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen. Ik betwijfel dan ook of invoering van een wettelijke bedenktijd veel toevoegt, zeker als in aanmer-

king wordt genomen dat niet veel vennootschappen daarvan gebruik zullen kunnen maken.

7. Slotopmerkingen

In deze bijdrage heb ik een aantal aspecten van en ontwikkelingen rondom de stichting continuïteit aan de orde gesteld. De mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen aan een onafhankelijke stichting continuïteit kan eenvoudig worden geconstrueerd en biedt de nodige en gewenste flexibiliteit om een beursgenoteerde vennootschap te beschermen.

⁵⁶ Kritisch hierover ook Winter, *Het Financieele Dagblad* 22 april 2017, Kemperink, 'Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bidders', *NJB* 2017/1512.