# (ON)VRIENDELIJKE OVERNAMES EN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

door

W.J. SLAGTER
Professor Erasmus Universiteit Rotterdam

INHOUD

1. Inleiding
2. Vriendelijke en onvriendelijke overnames
3. Beschermingsconstructies
4. Europese ontwikkelingen
5. Een (tijdelijk) nationaal alternatief

## 1. INLEIDING

Sinds de zomer van 1987 hebben de Nederlandse kranten — en trouwens ook de kranten in België, Engeland, Italië en de Verenigde Staten — dagelijks volgestaan met berichten omtrent fusies, overnames, overvallen en (pogingen tot) onvriendelijke overnames, zowel in Nederland als daarbuiten. Men denke aan Elsevier-Kluwer-Wolters, Hagen-Nedlloyd, VNU-Audet, Reesink-Landré & Glinderman, Van Mook Beheer-Mulder Boskoop, Amrobank-Société Générale de Banque, de Benedetti-Société Générale, Guinness-Distillers, Nestlé en Suchard-Rowntree, General Cinema-Cadbury, de Benedetti-Credito Romagnolo, HCS Technology-Microlife, Ahold-Schuitema, Wereldhave-Peachey, Hermes-Braat Bouwstoffen, Hollandsche Beton Groep-Volker Stevin, NMB Bank-Postbank en Carnival Cruise Lines-Holland America Line (HAL).

,,In de zomer van 1987 woedde in Nederland een oorlog tussen twee uitgevers. Hoog laaiden de emoties op, hoger nog de koersen. Kras waren de uitspraken van de getergde bestuurders. De winnaar eindigde voorop het zadel van een witte ridder, de verliezer vond met enige

moeite nog een plekje achterop(1). In de maanden die daarop volgden was het rumoer niet van de lucht. Tabakshandel van Beek verkocht zichzelf aan Dibrell na het innemen van een poison pill(2). Een bestuursvriendelijk bod op Audet werd verstoord door een geheimzinnige tender en de acties die daarop volgden kostten de vriendelijk blijvende overnemer fl. 50 miljoen. Nedlloyd beet in 't stro(3) na een vruchteloze vergadering van twaalf uren. Landré en Glinderman raakte zo in de war van Reesinks ouvertures dat zij niet meer wist hoe zij een vergadering bijeen moest roepen''(4).

Al deze fusie-gevechten, voorgenomen fusies, mislukte fusies en geslaagde fusies hebben in Nederland geleid tot een levendige discussie over de wenselijkheid en toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. De Commissie Beschermingsconstructies onder voorzitterschap van Prof. mr W.C.L. van der Grinten en ingesteld door de Vereniging voor de Effectenhandel bracht op 26 november 1987 rapport uit. In dat rapport werd voorgesteld, behoudens enkele

---

(1) Nadat Elsevier een openbaar onvriendelijk bod had uitgebracht op de aandelen Kluwer, zocht Kluwer steun bij de ,,white knight'' Wolters-Samsom, die uiteindelijk een meerderheid van ruim 51% in Kluwer verkreeg, terwijl Elsevier ruim 48% verkreeg; Elsevier verloor dit fusiegevecht niet — zoals m.i. ten onrechte gesteld wordt door H. RIETKERK, ,,Bestuursonvriendelijke overneming: countervailing power'', *De N.V.*, 1988, 45-54 — door de beschermingsconstructies bij Kluwer maar doordat de koersen van Kluwer en van Wolters-Samsom kunstmatig zodanig werden opgedreven, dat enkele houders van grote pakketten uiteindelijk besloten die niet aan te bieden aan Elsevier maar aan Wolters-Samsom. Uiteindelijk heeft Elsevier een belang van 33,3% verkregen in de nieuw gevormde combinatie Wolters-Kluwer.

(2) Dit betreft de afspraak tussen het beursfonds A.L. van Beek n.v. en de Amerikaanse aanbieder Dibrell Brothers Inc. in het kader van een voorgenomen overname. Dibrell verkreeg tegenover de toezegging tot het uitbrengen van een door van Beek gewenst openbaar bod, een optie van van Beek tot overname van de belangen in Turkije. De mogelijkheid tot uitoefening van de optie was verbonden aan de vervulling van twee voorwaarden: 1) een hoger bod op van Beek door een derde, en 2) aanmelding op het bod van Dibrell van minder dan 90 procent van de aandelen. De ,,poison pill'', de optie, strekte ertoe een eventuele concurrerende bieder te ontmoedigen. Deze zou door uitoefening van de optie bij overbieding wèl de aandelen A.L. van Beek, maar daarmee niet de Turkse belangen verwerven. Het bestuur van van Beek was van oordeel dat de optieverlening aan Dibrell gerechtvaardigd was door het ondernemingsbelang van van Beek, nu overname door Dibrell economisch zeer wenselijk was en Dibrell geen bod wilde uitbrengen zonder protectie tegen het risico van overbieding. Zie hieromtrent DEN BOOGERT, M.W., ,,Beursovername en beschermingsconstructies'', *voordracht tijdens het Congres Aandelen van het Instituut voor Ondernemingsrecht van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid te Groningen op 28-29 april 1988*, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, 1988, nr. 5. p. 53.

(3) Deze woordspeling slaat terug op het feit, dat vermoed werd, dat de Noorse reder Hagen, om te ontkomen aan de stemrecht-beperking, die was opgenomen in de statuten van Nedlloyd (maximum 120 stemmen per aandeelhouder), vele aparte Noorse vennootschappen had opgericht, die elk in het bezit bleken te zijn van 120 aandelen, zodat vermoed werd, dat deze vennootschappen fungeerden als ,,stroman'' voor Hagen. Zie daar omtrent W.C.L. VAN DER GRINTEN, ,,Stromannen en kunststro'', in *Van vennootschappelijk belang*, bundel aangeboden aan prof. mr. J.M.M. MAEIJER, uitg. W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 1988, 51-61.

(4) VAN SCHILFGAARDE, P., ,,Beursovername en beschermingsconstructies'', *voordracht tijdens het Congres Aandelen*, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, 1988, nr. 5, p. 19.

ondergeschikte wijzigingen, geen grote beperkingen aan te brengen in de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. De Vereniging voor de Effectenhandel desavoueerde dit standpunt van de door haar zelf ingestelde Commissie en stelde daar tegenover een Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies van 4 maart 1988, waarin werd voorgesteld strenge beperkingen aan te brengen in de aard, omvang en cumulatie van beschermingsconstructies. De daaromtrent in de literatuur gevoerde discussie(5) heeft voorlopig echter veel van haar actuele betekenis verloren, doordat op 5 januari 1989 overeenstemming is bereikt tussen het bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen. Voor de thans ter beurze genoteerde vennootschappen wordt de status quo in ieder geval tot 1 januari 1992 gehandhaafd. Voor nieuw te noteren ondernemingen zal tot 1 januari 1992 gelden, dat slechts twee beschermingsmaatregelen tegelijkertijd van kracht mogen zijn. De aanvankelijk voorgestelde beperkingen in de statutaire doelstelling van stichtingen, die houdster zijn van preferente aandelen of van gecertificeerde aandelen, die vervallen. Van het cumulatieverbod voor nieuw genoteerde vennootschappen, kan dispensatie worden verleend. Pandora-constructies, waarop ik nader terugkom in paragraaf 3, zijn niet toegestaan tijdens de periode waarin een bod uitstaat(6).

Indien al in de toekomst een nadere regelgeving op het terrein van beschermingsconstructies nodig zal zijn — ik verwacht niet, dat op Europees niveau in 1992 alle beschermingsconstructies in de ban zullen zijn gedaan —, dan verdient een regelgeving door de wetgever de voorkeur boven een regelgeving door de Vereniging voor de Effectenhandel, omdat in het bestuur van deze vereniging niet alle belangen, die hier een rol spelen, naar behoren vertegenwoordigd zijn en omdat dan een ongerechtvaardigd onderscheid zou ontstaan tussen vennootschappen met ter beurze genoteerde aandelen — die onderworpen zouden zijn aan het Fondsenreglement van de Vereniging op basis van Beschikking Beursverkeer (gebaseerd op de Beurswet 1914 en een drietal EEG-Richtlijnen) — en vennootschappen, die geen ter beurze genoteerde aandelen hebben uitstaan en waarmee dus

(5) Zie o.a. HONÉE, H.J.M.N., ,,Beschermingsconstructies (vennootschappelijke aspecten)'', *De N. V.*, 1988, 84-86 en 154-157; voorts STEINVOORT, H.J., ,,Het congres Aandelen'', *TVVS*, 1988, 189-194 en KREIKEN, J., *FEM*, 18 juni 1988, 39-46.

(6) *NJB*, 1989, 103.

ook geen noteringsovereenkomst is gesloten en die evenmin onderworpen zijn aan het Fondsenreglement(7).

Er wordt wel eens een onderscheid gemaakt tussen beschermingsconstructies en oligarchische regelingen en tussen constructies ter bescherming van de structuur van de vennootschap en constructies ter bescherming tegen de gevolgen van de vrije verhandelbaarheid van aandelen(8). M.i. heeft dat onderscheid weinig zin. Op zichzelf is het juist, dat enkele beschermingsconstructies (prioriteitsaandelen, certificering van aandelen) hun oorsprong vinden in de behoefte de macht van aandeelhouders te beperken. Dergelijke, van oorsprong oligarchische, regelingen bleken echter later voor een tweede doel nuttig te zijn, namelijk als bescherming tegen niet gewenste overnames. Een overvaller wenst via het aandelenbezit macht te verkrijgen in de doelwit-vennootschap; indien echter aan een zodanig aandelenbezit minder macht te ontlenen valt als gevolg van een oligarchische regeling, zal dit ontmoedigend werken op kandidaat-overvallers. Voorts zou men zich theoretisch kunnen voorstellen, dat de vennootschap met haar interne structuur, met de daarin uitgeoefende onderneming en de daaraan verbonden werkgelegenheid en effecten op bijv. regionale ontwikkeling en betalingsbalans, beschermd en behouden blijft, ook wanneer grote mutaties in het aandelenbezit tot stand komen, maar in feite is het een illusie te menen, dat een nieuwe groot-aandeelhouder niet zijn invloed zal uitoefenen om zo nodig een wijziging te bewerkstelligen in de structuur van de vennootschap en eventueel in de vestigingsplaats en de omvang van de onderneming, die aan die vennootschap is verbonden.

## 2. Vriendelijke en onvriendelijke overnames

Zoals een politicus, die aan verkiezingen deelneemt, in onzekerheid verkeert door ,,floating votes'', zo verkeert het bestuur van een onderneming, die rijp is voor overname, in een onzekere positie door ,,floating shareholders''. Dit leidt tot de paradox, dat de individuele aandeelhouder (door te weigeren op een bod in te gaan, of juist omgekeerd, door in te gaan op een bod tegen de zin van het bestuur) bij een poging tot overname meer macht heeft dan de collectiviteit

(7) Maeijer, J.M.M., ,,Beursoverval op beschermingsconstructies'', *NJB*, 1988, 517-521; den Boogert, M.W., *o.c.*, 15-16; Cross, D.H., ,,Vereniging voor de Effectenhandel, haar positie en regelgevend beleid'', *AA*, 1989, 25-30.

(8) den Boogert, M.W., *o.c.*, 43-44 en 47; van Mourik, M.J.A., ,,Verwikkelingen rond aandelen'', *WPNR*, 5877, 1988, 326.

van alle aandeelhouders (de a.v.a.). De Belgische wapenspreuk ,,Eendracht maakt macht'' geldt hier niet. Aandeelhouders, zelfs institutionele beleggers, laten zich doorgaans meer leiden door hun behoefte om op korte termijn koerswinst te behalen dan door trouw aan de vennootschap. Die ingebouwde ontrouw leidt tot beschermingsconstructies. Vaak hoort men de stelling verdedigen, dat een hoge koers de beste, natuurlijke, beschermingsconstructie is. Maar dan geldt ook het omgekeerde: een lage koers — en na de beurscrach van oktober 1987 waren vele koersen in relatie tot de intrinsieke waarde, de goodwill en de ,,earning capacity'' te laag — lokt uit tot een overname bod. Omtrent de relatie tussen de aanwezigheid van beschermingsconstructies en de koers van het betrokken aandeel bestaan uiteenlopende onderzoekingen. Volgens het ene onderzoek heeft het bestaan van beschermingsconstructies een koersdrukkend effect. Dat verklaart het streven van de Vereniging voor de Effectenhandel en van de Vereniging Effectenbezitters om de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies te beperken. Anderzijds zijn er onderzoekingen, waaruit juist het tegendeel kan worden afgeleid: dankzij één of meer beschermingsconstructies krijgt men juist een hogere koers. M.i. hebben dergelijke onderzoeken een ten dele speculatief karakter, omdat een werkelijke koers moet worden vergeleken met een hypothetische koers, en koersverschillen tussen vennootschappen met en zonder beschermingsconstructies uit geheel andere gronden kunnen worden verklaard. Misschien kan men zeggen: een beschermingsconstructie drukt de koers vóór een poging tot overname, maar stuwt deze op om aanvaarding van een openbaar bod ondanks beschermingsconstructies te bevorderen.

Naarmate enerzijds de drang tot niet-autonome groei via overnames toeneemt, met name uit defensieve of agressieve overwegingen in het licht van de komende interne markt in 1992 (dreiging van concurrentie van grote buitenlandse ondernemingen enerzijds en de vergrote mogelijkheden voor afzet binnen de EEG in mededinging met plaatselijke ondernemingen anderzijds), en anderzijds het aantal ,,fusierijpe'' ondernemingen afneemt, zal de neiging toenemen om niet meer te volstaan met vriendelijke overnames, die onmogelijk worden of worden gemaakt, maar tevens de mogelijkheid te onderzoeken van een onvriendelijke overname, die aldus vrijwel onvermijdelijk wordt. Dit betekent, dat in de toekomst is te verwachten, dat zoals in Angelsaksische landen reeds lang geschiedt, ook in Nederland in de toekomst meer onvriendelijke overnames zullen worden voorbereid.

Daartegen bestaan twee aarzelingen:

1. Indien zelfs een vriendelijke overname vaak tot een mislukking leidt, zal dit a fortiori het geval zijn bij een onvriendelijke overname.
2. Onvriendelijke overnames zijn in Nederland door de aanwezigheid van talrijke beschermingsconstructies vrijwel onmogelijk. (Suiker Unie-C.S.M., Heineken-Bols, PGGM-Wereldhave, Elsevier-Kluwer).

De eerste aarzeling noopt tot een zorgvuldig onderzoek naar de zgn. synergetische effecten van de voorgenomen overname. De tweede aarzeling noopt tot een nader onderzoek naar voorkomende en toekomstige beschermingsconstructies.

Over de pro's en contra's van beschermingsconstructies wordt zeer uiteenlopend gedacht. Pro beschermingsconstructies kan worden aangevoerd:

1. zonder beschermingsconstructies zou er vrees bestaan voor verlies van identiteit, zelfstandigheid en onafhankelijkheid;
2. zonder beschermingsconstructies zouden korte termijn belangen van aandeelhouders (koerswinst) en van raiders (asset-stripping) prevaleren boven lange termijn belangen van de onderneming;
3. gevaar voor Überfremdung (in buitenlandse handen geraken);
4. macro-economische nadelen (werkgelegenheid, regionale ontwikkeling, betalingsbalans, economische groei);
5. vijandelijke overnames zijn zelden een succes;
6. geslaagde vijandelijke overnames geschieden niet zelden niet wegens het slechte management, maar juist wegens het goed management, dat aldus wordt verdreven;
7. beschermingsconstructies bieden een sterk uitgangspunt om bij onderhandelingen de nadelige onvriendelijke overname in een voordelige vriendelijke te doen verkeren.

Contra beschermingsconstructies kan worden aangevoerd:

1. beschermingsconstructies beschermen ook de slechte manager;
2. zonder bescherming krijgt men een betere allocatie van kapitaal en management;
3. koersstijging van aandelen.

Rietkerk(9) overdrijft sterk, indien hij elke voor de onderneming onvriendelijke overname wil reduceren tot een ,,bestuursonvriendelijke'' overname. In het NRC-Handelsblad van 11 mei 1988 schreef Prof. dr E. Bomhoff in zijn vaste rubriek:

,,Conclusie: moedig gouden handdrukken voor een kleine groep top-managers aan maar hol de rechten van aandeelhouders niet zover uit dat slechte managers nooit meer vervangen kunnen worden''. Het is een conclusie, waarmee niet iedereen het eens zal zijn. Indien overgenomen worden uiteindelijk de enige redding voor een onderneming zou zijn, die op korte termijn door de zittende directie wordt tegengewerkt, dan kunnen gouden handdrukken voor de continuïteit van de — onzelfstandig geworden — onderneming doelmatiger en goedkoper zijn dan een hardnekkige verdediging van het laatste bolwerk van beschermingsconstructies. Maar omgekeerd: indien de fusie-kandidaat — om dit neutrale woord te gebruiken — slechts uit is op koerswinsten op korte termijn dan wel op asset-stripping, dan is bescherming tegen zo'n raider alleen maar in het belang van de betrokken onderneming, zowel op korte als op lange termijn.

Raiders worden door mij geassocieerd met personen, die op korte termijn denken en die zich bovendien niet laten leiden door het belang van de ,,vennootschap en de met haar verbonden onderneming'' maar door eigen financiële belangen, die medebrengen, dat zij grote pakketten aandelen kopen en weer verkopen, dan wel aandelen in dochters van aldus verworven moeders of activa van moeder of dochter verkopen. Dit kan leiden tot ,,asset-stripping'', het verkopen van waardevolle vermogensbestanddelen, die een onderrendement opleveren, ook al zou dat leiden tot discontinuïteit van de onderneming. Voor de aldus geschilderde raider behoeft men geen enkele sympathie te hebben. ,,De onderneming is niet, en behoort niet te zijn, primair koopwaar en beleggingsobject. Zij is de producent van goederen en diensten. Zij is schepper van werkgelegenheid. En zij genereert inkomens voor velen die direct of indirect van haar afhankelijk zijn. Zij vertegenwoordigt daarmee een maat-

(9) RIETKERK, G., ,,Bestuursonvriendelijke overneming; countervailing power. Een economische analyse'', De *N.V.*, 1988, 51 en de aldaar geciteerde Amerikaanse literatuur; BLOEMARTS, J.C.M.G., ,,Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad'', *De N.V.*, 1988, 57: een onvriendelijke overname ondanks een beschermingsconstructie is voor aandeelhouders voordeliger (hogere koerswinst om de drempels van weerstand te overwinnen) doch voor de vennootschap en haar werknemers vaak nadeliger.

schappelijk belang dat verre uitstijgt boven het enkele belang van de kapitaalverschaffers''(10).
Den Boogert stelt ons gerust en Rietkerk denkt milder over de raider. Den Boogert(11) stelt, dat ,,raiders'' op de Nederlandse markt geen kans krijgen: de ,,raider'' heeft geen tijd, hij is uit op snel profijt. De ,,raider'' vindt in Nederland veel barrières op zijn weg, die niet onoverwinnelijk zijn maar het passeren daarvan kost veel tijd; men denke aan oligarchische regelingen, aan overige beschermingsconstructies, aan de structuurregeling, aan de Wet op de Ondernemingsraden en aan de mogelijkheid van een enquête-procedure, voorafgegaan door een kort geding. M.i. is Den Boogert wat te optimistisch. Het optreden van de b.v. Lantana, zowel bij de Tilburgse Waterleidingsmaatschappij(12) als bij Westhaven n.v.(13) zou gekwalificeerd kunnen worden als dat van een raider. Toegegeven moet echter worden, dat een raider, die niet snel zijn doel kan bereiken, in financiële moeilijkheden kan geraken, omdat hij de aankoop vaak met geleend geld moet financieren. Rietkerk(14) denkt milder over de ,,raider''. Wie bijdraagt tot een herverkaveling, waardoor bepaalde dochters of bepaalde activa, elders ondergebracht, beter tot hun recht kunnen komen, verricht een nuttige economische functie. Men denke aan de Hanson Trust in Engeland en aan Van den Nieuwenhuizen in Nederland. Akkoord, maar die noem ik dan ook niet ,,raiders'', die zich aan ,,asset-stripping'' bezondigen.
Weegt men de argumenten pro en de argumenten contra beschermingsconstructies tegen elkaar af(15), dan valt het moeilijk tot een voor alle gevallen geldend algemeen oordeel te komen. Een vijandelijke overname kan heilzaam en kan funest zijn voor de betrokken vennootschap. Dat is m.i. vanuit een algemeen oogpunt ook de enige juiste maatstaf, zodat niet slechts de belangen van de aandeelhouders (op korte termijn) en van het beursverkeer een rol mogen spelen.

---

(10) BLOEMARTS, J.C.M.G., *o.c.*, 54. Ik vond deze woorden zo treffend, dat ik deze citeerde aan het slot van mijn diesrede ter gelegenheid van het 75-jarig bestaan van de Erasmus Universiteit op 8 november 1988, ,,Macht en onmacht van de aandeelhouder. Beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnames'', Kluwer, 1988, 47.

(11) DEN BOOGERT, M.W., *o.c.*, 41-42.

(12) Zie hieromtrent LÖWENSTEYN, F.J.W., ,,De overval op de Tilburgse Waterleidingsmaatschappij'', *TVVS*, 1979, 395-405. Pres. Rb. Breda, 30 oktober 1979, *NJ.* 1981, 220.

(13) Zie hieromtrent SLAGTER, W.J., *TVVS*, 1986, 45-48.

(14) RIETKERK, G., *o.c.*, 49, noot 18.

(15) Zie hieromtrent ook DE JONG, H.W., ,,Fusies en overnames, Het concentratieproces in de Westerse markteconomie van de twintigste eeuw'', *SMO-Informatief*, 88-2, p. 65, uitg. Stichting Maatschappij en Onderneming, 1988; ROOS, P., ,,Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames'', *AA*, 1988, 238-239; SLAGTER, W.J., ,,Macht en onmacht van de aandeelhouder'', *l.c.*, 44.

Ik heb er geen enkele behoefte aan om het leven aan raiders en asset-strippers gemakkelijk te maken; de belangen van de Nederlandse economie en die van een gezonde onderneming prevaleren voor mij boven het belang van een op korte termijn te behalen koerswinst voor aandeelhouders en een te levendige beurshandel. ,,Liever een goed geleide onderneming in Nederlandse handen, ook al ontgaat daardoor aandeelhouders een koerswinst en ook al leidt dat tot een slappe beurshandel. Liever een slecht geleide Nederlandse onderneming in buitenlandse handen, indien daardoor de overlevingskansen worden bevorderd en werkgelegenheid wordt behouden bij verbetering van het management en met nieuwe impulsen vanuit een buitenlandse moeder. Wij kunnen het er waarschijnlijk snel over eens zijn, dat in de eerste situatie een beschermingsconstructie heilzaam werkt, en dat zo'n constructie, omgekeerd, funest werkt, indien daardoor een vennootschap nog een tijdje onder incompetente leiding of zonder aansluiting bij een grotere organisatie, die steun had kunnen bieden in techniek, produktie, financiering en afzet, zijn leven kan rekken om vervolgens failliet te gaan, terwijl zo'n vennootschap bij een onvriendelijke overname gered had kunnen worden''(15). Denkend aan de afloop van het overname-gevecht tussen De Benedetti en de Société Générale, zou men bijna geneigd zijn te denken, dat men in Wallonië een Belgische onderneming in Franse handen prefereert boven een onderneming in Belgisch-Vlaamse handen.

## 3. Beschermingsconstructies

Over dit onderwerp is reeds zoveel geschreven, dat ik nu er mede wil volstaan de belangrijkste constructies, die in Nederland en elders worden toegepast, in het kort te memoreren:

1. Certificering van aandelen; bezwaar: tegenwoordig eist het Nederlandse Beursbestuur, dat bij ter beurze genoteerde certificaten deze beperkt royeerbaar zijn, dus beperkt tot 1%. De bescherming door certificering wordt in feite vervangen door de onder 4 te bespreken bescherming.
2. Prioriteitsaandelen, ondergebracht in een stichting; bestuur en commissarissen vormen het bestuur van de stichting, belangrijke besluiten (zie statuten) kunnen slechts worden genomen met instemming van de prioriteit.
3. Mogelijkheid tot uitgifte van preferente, niet volgestorte aandelen aan een bevriende relatie. De Vereniging voor de Effectenhandel staat dit zonder besluit van de A.V.A. slechts toe tot de helft van het reeds uitstaande kapitaal.

4. De 1% regeling: geen enkele (nieuwe) aandeelhouder, noch zijn familierechtelijke of vennootschapsrechtelijke relaties, met uitzondering van de oude aandeelhouders (verkregen rechten) en van het Administratiekantoor, mag meer dan 1% van de aandelen bezitten.
5. De aandelen in de werkmaatschappijen worden in pand gegeven met stemrecht aan een bevriende relatie of bepaald wordt, dat de moeder het stemrecht op de aandelen in de dochters slechts zal uitoefenen op instructie van de prioriteit.

Andere constructies, in Nederland nog ongebruikelijk, zijn drie Amerikaanse constructies (Pandora-constructies), die door Den Boogert(16) met de Nederlandse uitdrukking ,,kat in de zak''-constructies worden betiteld. Deze constructies, de ,,poison pill'', de ,,golden parachute'' en de ,,crown jewel'', leiden er alle toe, dat in geval van een onvriendelijke overname door een aantal onder een opschortende voorwaarde bij voorbaat genomen maatregelen de waarde van de aldus te verkrijgen vennootschap aanzienlijk daalt.

6. Bij de ,,poison pill'' bestaan die voorwaardelijke maatregelen hierin, dat hetzij de aan de uitstaande aandelen verbonden zeggensmacht (bijv. door vrijwillige aanvaarding van het structuurrégime), hetzij de directe waarde daarvan of de waarde van de onderneming vermindert (bijv. door het beding, dat dan een bankkrediet onmiddellijk opeisbaar wordt)(17).
7. ,,Crown jewel'': bij een onvriendelijke overname worden de meest winstgevende dochters uit het concern gelicht en onder een nieuwe rechtspersoon gebracht. Of: bij een overval wordt automatisch de zeggenschap over de werkmaatschappijen aangetast: de uitoefening van het stemrecht gaat over naar een andere instantie, en die kan ook besluiten, dat de werkmaatschappijen geen dividend meer uitkeren aan de holding. Kluwer heeft ten tijde van het fusiegevecht met Elsevier een ogenblik overwogen de belangrijkste winstbron, de uitgaven van juridische literatuur, aan een nieuwe buitenstaande vennootschap over te dragen. Na bezwaren van de zijde van de Vereniging voor de Effectenhandel

(16) DEN BOOGERT, M.W., *o.c.*, 38. Zie omtrent dit onderwerp ook het zeer informatieve artikel van TIMMERMAN, L. en WINTER, J.W., ,,Beschermingsconstructies in het Amerikaanse recht'', *TVVS*, 1989, 57-72; HOENIG, Kathryn, L., ,,Corporations II: Takeovers and defensive tactics'', *Annual survey of American law*, 1985, 73-94; ROOS, P., *o.c.*, 241-242.

(17) DEN BOOGERT, M.W., *o.c.*, 52-53, waarbij hij verwijst naar het geval van A.L. van Beek n.v. - Dibrell Brothers Inc. (Zie noot 2 hiervoor); ROOS, P., *AA*, 1988, 241, die echter ten onrechte hieronder laat ressorteren de bij Kluwer voorgenomen constructie, die echter, zoals hieronder zal blijken, is te beschouwen als een ,,crown jewel''.

heeft Kluwer deze ,,crown jewel''-constructie in de ijskast gezet. De (vaak hoog gekwalificeerde) werknemers van Twijnstra Gudde dreigden: indien ons bod niet slaagt en Twijnstra Gudde wordt overgenomen door een derde, zullen de werknemers (het belangrijkste activum in een onderneming van organisatie-adviseurs) Twijnstra Gudde verlaten en een nieuwe vennootschap oprichten.

8. De ,,golden parachute'': ,,golden parachute contracts are agreements that provide for generous severance compensation to key executives should these executives be discharged or demoted without cause following a change in control''. Kathryn L. Hoenig(18), aan wie ik deze definitie ontleen, beschouwt de ,,golden parachute'' niet als een echte beschermingsconstructie, omdat door een zodanig beding een overvaller niet wordt ontmoedigd de vennootschap over te nemen doch slechts om de bestuurders na overname te ontslaan. De excessieve gouden handdruk kan zowel uit een geldbedrag bestaan als uit een recht een bepaald pakket aandelen in de betrokken vennootschap te verwerven als uit een sterke verbetering van pensioentoezeggingen. Het verschil tussen een ,,golden parachute'' en een gouden handdruk is gelegen in het excessieve karakter van de toezegging, niet in het feit, dat een compensatie wordt gegeven voor het verhoogde risico, dat bestuurders van een doelwit-vennootschap lopen om bij overname ontslagen te worden. Daarvan uitgaande zou ik, in afwijking van Kathryn L. Hoenig ook de ,,golden parachute'' als een beschermingsconstructie willen beschouwen. Er wordt immers voorwaardelijk een zo hoge claim op de doelwit-vennootschap gelegd, dat deze haar waarde in belangrijke mate verliest. Ook dit is dus een ,,kat in de zak''-constructie, die zich echter onderscheidt van de ,,poison pill'', doordat bij de ,,poison pill'' de vennootschap ongerechtvaardigd verarmd wordt of onaantrekkelijk wordt gemaakt door bedingen in verband met het stemrecht of de waarde van de aandelen, terwijl bij de ,,golden parachute'' de vennootschap ongerechtvaardigd verarmd wordt door bedingen ten gunste van de arbeidsvoorwaarden van de bestuurders.

Den Boogert verwacht een tamelijk kritische opstelling van de Nederlandse rechter ten opzichte van de drie zojuist besproken ,,kat in de zak''-constructies. Ik zou echter nog verder willen gaan: ik acht besluiten tot het aanvaarden van deze constructies vernietigbaar ex. artikel 11, Boek 2 B.W. Een orgaan van de vennootschap, dat tot

(18) HOENIG, Kathryn, L., *o.c.*, 90, noot 153 en noot 68. Zie ook DEN BOOGERT, M.W., *o.c.*, 54.

dergelijke constructies medewerkt, handelt in strijd met hetgeen door de redelijkheid en de billijkheid wordt gevorderd (art. 7, Boek 2 B.W.). Deze constructies vormen immers een tweesnijdend zwaard: door het in werking treden van dergelijke bedingen wordt niet alleen de overvaller benadeeld maar ook de betrokken vennootschap. Ook voor een vrouw, die zich verwondt en onaantrekkelijk maakt om een niet begeerde minnaar af te stoten, heb ik geen enkele waardering.

Omtrent beschermingsconstructies en onvriendelijke overnames zou ik de volgende stellingen willen verdedigen:

a) Het heeft geen zin beschermingsconstructies in volle omvang te handhaven, indien niet tegelijkertijd maatregelen worden genomen tegen een beursoverval (Standard Brands-v. Nelle, Heerema-Ballast Nedam, Vendex-KBB, v. Mook-Mulder Boskoop), bijv. een melding van elke toename van 10% van het aandelenbezit, op straffe van verlies van stem- en dividendrecht gedurende vijf jaar na de ontdekking.

b) Gelet op het feit, dat de koersen van aandelen in Nederland relatief laag liggen, zou een algehele afschaffing van beschermingsconstructies ertoe kunnen leiden, dat een groot deel van de Nederlandse ondernemingen wordt opgekocht door het buitenland; indien dat uit een algemeen oogpunt ongewenst wordt geacht, zal men bij afschaffing van beschermingsconstructies daarvoor in de plaats moeten stellen een preventieve materiële fusiecontrole, zoals destijds reeds bepleit door de Cie. Lambers.

c) In bepaalde gevallen kan een onvriendelijke overname uit een oogpunt van algemeen belang en van het belang van de over te nemen onderneming aantrekkelijker zijn dan gehandhaafde zelfstandigheid, die tot een faillissement leidt.

d) Geen enkele beschermingsconstructie is op lange termijn waterdicht; op korte termijn werken zij echter voldoende afschrikwekkend. Vaak wordt gedacht, dat men zich achter een beschermingsconstructie geheel veilig kan voelen. De onjuistheid van die gedachte vloeit nog niet voort uit het feit, dat opvallend veel ondernemingen, die in de afgelopen 25 jaar in hun statuten één of meer beschermingsconstructies hebben opgenomen, sindsdien niettemin hun zelfstandigheid hebben verloren. Die discrepantie kan immers ook op een andere wijze verklaard worden: een vennootschap met een beschermingsconstructie verkeert reeds daardoor in onderhandelingen met een kandidaat-overnemer in een sterke positie, die in het kader van de overname-condities (koersverhouding, samenstelling van een gecombineerde raad van

bestuur en een raad van commissarissen, waarvan de leden gekozen worden uit die van beide vennootschappen, sociaal plan enz.) kan worden uitgespeeld. M.a.w. in de afgelopen jaren hebben veel ondernemingen hun ,,wallen'' (de beschermingsconstructies) vrijwillig geslecht na overeenstemming omtrent een — uiteindelijk vriendelijk geworden — overname.

Beschermingsconstructies maken op korte termijn een onvriendelijke overname onmogelijk maar op langere termijn zal de economische realiteit het winnen van de juridische afgrendeling. Tot de zwakkere beschermingsconstructies reken ik de statutaire bepaling, dat geen enkele aandeelhouder meer dan 1% van de aandelen mag bezitten, of de bepaling (zoals die bij Nedlloyd voorkomt), dat geen enkele aandeelhouder meer dan een bepaald aantal stemmen (bij Nedlloyd 120) mag uitbrengen. Dergelijke beperkingen zijn immers vrij gemakkelijk te ontgaan door het excedent aan aandelen onder te brengen bij bevriende relaties. Weliswaar kan het statutaire verbod worden uitgebreid tot gelieerde vennootschappen en familieleden maar ook een zodanige bepaling is niet sluitend en voorts vrij gemakkelijk te ontgaan door met strolieden te werken. Weliswaar zijn stemmen, uitgebracht door strolieden, ongeldig, maar het bewijs is door de vennootschap moeilijk te leveren en het kan leiden tot een jarenlange onzekerheid en irritatie. Bovendien is het een tweesnijdend zwaard: de beperking van het stemrecht kan zich ook tegen het bestuur van de bedreigde onderneming richten. Er bestaan in Nederland slechts beperkte mogelijkheden om één van de eerste vijf hiervoor genoemde beschermingsconstructies in rechte aan te tasten. Van een oneigenlijk gebruik van de emissiebevoegdheid zal slechts in hoge uitzonderingsgevallen sprake kunnen zijn. Verschil van mening bestaat omtrent de vraag, of ook hier een causale leer geldt, in die zin, dat vernietiging van een emissie-besluit, de vernietiging van de uitvoering van dat besluit, dus de emissie zelf met zich zou brengen(19).

Het uitgeven van prioriteitsaandelen lijkt aanvankelijk tot een grote bescherming te leiden: ook al zou de overvaller de meerderheid van de gewone aandelen in handen krijgen, dan kan hij toch niet de beslissende macht uitoefenen, omdat voor allerlei belangrijke besluiten de instemming (of het voorstel) van de vergadering van prioriteitsaandelen voorgeschreven is en de prioriteit zich in vaste, bevrien-

(19) Zie hieromtrent BRENNINKMEIJER, A.M., ,,Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen'', in: *Van vennootschappelijk belang, Opstellen aangeboden aan Prof. mr J.M.M. Maeijer*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1988, 7-19.

de handen bevindt. Men kan zelfs nog verder gaan: het stemrecht op de aandelen in de werkmaatschappijen mag slechts worden uitgeoefend op aanwijzing van de prioriteit. Indien de aandelen in ,,vijandelijke'' handen komen, kan de prioriteit beslissen, dat in het geheel geen dividend zal worden uitgekeerd, zodat de holding, geïsoleerd van haar dochters, geheel droog komt te staan (,,crown jewel'').

Indien evenwel vrijwel alle aandelen in handen van de overnemer zijn terecht gekomen, is het juridische bolwerk van de prioriteit tegen de economische realiteit uiteindelijk onhoudbaar. Het achterhoedegevecht van de prioriteit wordt zinloos. Er ontstaan onderhandelingen, die met een capitulatie van de prioriteit moeten eindigen. Juridisch kan men het aldus zien, dat in een zodanige situatie de prioriteit in strijd met de goede trouw (de redelijkheid en billijkheid van art. 7, Boek 2 B.W.) handelt door zonder redelijk belang slechts beoogt de besluitvorming door de enige (of vrijwel enige) aandeelhouder te frustreren.

Een soortgelijke redenering kan worden gevolgd, indien het laatste bolwerk van de overgenomen vennootschap bestaat uit het administratiekantoor, terwijl de overnemer vrijwel alle certificaten in zijn bezit heeft verkregen. Indien — conform de wens van de Vereniging voor de Effectenhandel — slechts (beperkt) royeerbare certificaten zijn uitgegeven, heeft die beschermingsconstructie al geen enkele waarde: de certificaathouder kan (tot 1%) royement van zijn certificaten vragen en omwisseling in aandelen met stemrecht. Doch zelfs indien (op grond van historische rechten) niet-royeerbare certificaten zijn uitgegeven, is op den duur ook die beschermingsconstructie te doorbreken. Ook die confrontatie tussen economische realiteit en juridische constructie moet uiteindelijk leiden tot een doorbreking van deze bescherming en tot een liquidatie van het administratiekantoor. In die richting wijst niet alleen de grote discrepantie tussen het economisch belang bij de (enige) certificaathouder en het (afwezige) economische belang bij het administratiekantoor, dat bij uitsluiting de formele zeggenschap als enige aandeelhoudster uitoefent. Houdt uiteindelijk het administratiekantoor in zo'n situatie toch krampachtig vast aan zijn formele positie, dan kan die met het wapen van artikel 7, Boek 2 B.W. ook juridisch worden bestreden. Terloops merk ik in dit verband op, dat ik het gewenst acht, dat de rechtspositie van de certificaathouders in een Stichting Administratiekantoor wettelijk geregeld wordt.

In dit verband nog een enkel woord over ESOP's en ,,greenmail''. Een ESOP is een Employee Stock Ownership Plan, dat los van enige

dreigende overval kan worden vastgesteld maar dat ook als een afschrikwekkende beschermingsconstructie kan worden gebruikt, door een ESOP in te voeren of uit te breiden onder de opschortende voorwaarde van een onvriendelijke overname. Moet het sociale doel ons de ogen doen sluiten voor het feit, dat zo'n plan dan gebruikt (of misbruikt) wordt in een typisch kapitalistische strijd? ,,Greenmail'' is een constructie, die in de EEG in botsing zou komen met de Tweede EG-Richtlijn inzake de kapitaalbescherming. ,,Greenmail'' houdt immers in, dat, nadat de overvaller een ,,controlerend'' belang in de doelwit-vennootschap heeft verworven, die vennootschap voor een hoger bedrag de aandelen weer van de overvaller terugkoopt(20). Het gaat hier dus om inkoop van eigen aandelen, waarbij de Europese marges waarschijnlijk zouden worden overschreden. Zelfs wanneer bijv. slechts 10% (dus nog juist beneden de door de Tweede EG-Richtlijn toegestane marge) zou worden teruggekocht, zodat het belang van de overvaller vermindert van 51% tot 41%, maar tegen een prijs, die de werkelijke waarde van de aandelen aanzienlijk overschrijdt, dan nog zou ik menen, dat een dergelijke ,,greenmail'' ontoelaatbaar zou zijn, en eventueel zelfs een Pauliaanse handeling zou opleveren.

## 4. Europese ontwikkelingen

Het is niet te verwachten, dat in 1992 alle beschermingsconstructies in Europa zullen zijn afgeschaft. In de eerste plaats maakt dat Europa weerloos tegenover Amerika en Japan; in de tweede plaats zou zulks nopen tot ingewikkelde richtlijnen, die zich zowel tot de interne structuur als tot de externe betrekkingen van de vennootschap zouden moeten uitstrekken. Gezien de problemen, die de EEG ondervindt bij de voorbereiding van de 5e en de 9e EG-Richtlijn (resp. betreffende de structuur en betreffende het concernrecht) is niet te verwachten, dat omtrent deze materie binnen enkele jaren tussen de lidstaten overeenstemming zou kunnen worden bereikt. Trouwens, niet alleen het schrikbeeld van een ,,Überfremdung'' door Amerikaanse en Japanse ondernemingen staat ons dan voor ogen. Ook de zwakkere leden van de EG zullen, naar ik verwacht, terugdeinzen voor een afbraak van mogelijke wallen tegen overvallen door sterkere leden van de EG.

Wèl zal een sterker Europees stempel kunnen worden gedrukt op de

(20) Hoenig, Kathryn, L., *o.c.*, 92; Timmerman, L. en Winter, J.W., *TVVS*, 1989, 57-72.

bij een overname te volgen procedure, op de controle van gevaren van een te grote concentratie en op de invoering van een pakketmelding. In de eerste plaats valt te wijzen op de op 22 december 1988 ingediende Proposal for a Council Directive on take over and other general bids(21). De inhoud van deze ontwerp-richtlijn bevat een procedure-regeling, te vergelijken met de Nederlandse SER-code Fusiegedragsregels. In de tweede plaats heeft de Europese Commissie, na de mislukte poging in 1973, bij de Raad van Ministers een gewijzigd voorstel voor een EEG-verordening betreffende de controle op concentraties van ondernemingen ingediend(22). De perspectieven voor dit gewijzigde voorstel zijn gunstiger dan voor het oorspronkelijke voorstel uit 1973. In vele landen bestaan reeds preventieve of repressieve maatregelen van wetgevende of pseudo-wetgevende aard(23). De tijd is thans meer rijp voor een Europese regeling op dit gebied. Niettemin moeten de verdere ontwikkelingen worden afgewacht. In die tussentijd behoeft de Europese Commissie echter niet werkeloos toe te zien, indien door overnames, minderheidsparticipaties en joint ventures concentraties zouden ontstaan, die in strijd komen met een effectieve mededinging. Het Hof van Justitie EG heeft immers in het Philip Morris-arrest(24) de weg geëffend voor een controle op het verkrijgen van een deelneming in het aandelenkapitaal van een concurrerende onderneming.

In de derde plaats heeft de Europese Commissie voorgesteld een meldingsplicht in te voeren voor het verkrijgen of afstoten van grote pakketten aandelen. Het voorstel omvat vijf drempels: 10%, 20%, 1/3, 50% en 2/3(25). Ook dit voorstel is in het algemeen welwillend ontvangen. De betrokken onderneming, waarin een andere vennootschap door een onderhandse transactie of door een anonieme verkrijging ter beurze een pakket heeft verkregen, zal lang niet altijd ervan

---

(21) Nr. 88, com. 88-823, Pb. 1984, nr. C 51.

(22) Voorstel van 25 april 1988, Pb. C 130/4 van 19 mei 1988.

(23) Zie het overzicht van negen van de lidstaten in Merger control in het EEC, *A survey of European Competition Laws*, voorbereid door de Brusselse vestigingen van zeven internationale advocatenkantoren (voor Nederland: Nauta van Haersolte; voor België: Generale Bank), Kluwer Law and Taxation Publishers, 1988. Zie voorts MAAS, V.P.C.M. en VAN REEKEN, B.L.P., „Ondernemingen na 1992; tussen concurreren en fuseren", *AA*, 1988, 517-523; KNOL, J.J., „Een weerbarstige materie. De stand van zaken rond de fusiecontrole", *AA*, 1988, 523-529 en VAN LOON, A.P.J.M., „De juiste stand van zaken rondom fusiecontrole in Engeland, Frankrijk en West-Duitsland", *AA*, 1989, 18-20, met naschrift van KNOL, J.J., 21.

(24) Hof van Justitie EG 17 november 1987 (gevoegde zaken 142 en 156/84), besproken door MOK, M.R. in *TVVS*, 1988, 24-25; door KNOL, J.J., *o.c.*, *AA*, 1988, 527-529; door FEENSTRA, J.J., „Fusiecontrole door de EEG na het Philip Morris-arrest", *De N.V.*, 1988, 60-67 en door PLOMPEN, P.M.A.L., in *Ter Vermaak Van Slagter, feestbundel aangeboden aan W.J. Slagter ter gelegenheid van zijn vijfenzestigste verjaardag*, Kluwer, 1988, 197-209.

(25) *Publicatieblad nr. D 3512/35* d.d. 31 december 1985.

op de hoogte zijn, wie aandelen aan toonder in haar vennootschap bezitten. Een meldingsplicht dient dus te berusten bij de deelnemende vennootschap, niet bij de vennootschap, waarin wordt deelgenomen. Een dergelijke melding zal voorkomen, dat de betrokken vennootschap zodanig verrast wordt, dat het reeds te laat is om nog beschermende maatregelen te nemen. Indien het pakket een grote vennootschap betreft, kan die melding ook voor de overheid aanleiding zijn om in te grijpen. Van Schilfgaarde(26), die op zichzelf de totstandkoming van een meldingsplicht toejuicht, vraagt zich af, of de regeling niet veel simpeler kan worden opgezet: iedere mutatie boven 20% moet gemeld worden. Ik acht dit in het geheel niet simpeler: wie dankzij 50 transacties geleidelijk zijn pakket uitbreidt van 20% naar 1/3 dient volgens het voorstel EEG slechts eenmaal te melden doch volgens het voorstel van Van Schilfgaarde 50 maal. Onzekerheid bestaat nog omtrent de sancties op niet-melding. Van Schilfgaarde noemt: ontzegging van stemrecht; het opleggen van de verplichting de (drempeloverschrijdende) aandelen te vervreemden met daarbij een verbod gedurende een bepaalde tijd aandelen in de vennootschap te verwerven; een verbod aan de leden van de Vereniging voor de Effectenhandel assistentie te verlenen bij de uitvoering van een openbaar bod door de overtreder. Aan die voorgestelde sancties zou nog kunnen worden toegevoegd: een ontzegging van dividend op de niet-aangemelde aandelen.

De totstandkoming van Europese maatregelen behoeft nationale regelingen niet overbodig te maken maar die moeten er wel op worden afgestemd. Niet overbodig, omdat door de grote Europese schaal vele fusies, die binnen een klein land als Nederland en België toch van grote betekenis kunnen zijn (men denke in Nederland aan de recente fusie tussen Van Nelle en Douwe Egberts, waardoor 70% van de Nederlandse koffie- en theemarkt en 60% van de markt voor tabak in één (Amerikaanse) hand is gekomen), buiten de werkingssfeer van Europese maatregelen zullen vallen. Bovendien is het de vraag, of het heilige jaar 1992 hier reeds een oplossing zal brengen.

## 5. Een (tijdelijk) nationaal alternatief

In afwachting van Europese maatregelen en wellicht in aanvulling daarop zou men op nationale schaal maatregelen kunnen nemen, waardoor gelijktijdig twee doeleinden kunnen worden nagestreefd:

(26) van Schilfgaarde, P., *o.c.*, 23-24.

zowel een preventieve materiële fusietoetsing als een oplossing voor het dilemma m.b.t. de wenselijkheid of onwenselijkheid van onvriendelijke overnames. Ik veroorloof mij in dit verband te herhalen hetgeen ik zei tijdens de diesrede ter gelegenheid van het 75-jarig bestaan van de Erasmus Universiteit te Rotterdam(27): ,,Men komt dan echter voor een dilemma te staan: worden beschermingsconstructies in aanzienlijke mate teruggedrongen en verboden, dan zullen zij ook ontbreken in de gevallen, waarin zij heilzaam zouden kunnen werken; worden beschermingsconstructies ook in de toekomst royaal toegelaten, dan kunnen zij in de zojuist niet uitputtend genoemde gevallen funest werken. Erkent men dit, dan volgt daaruit de noodzaak van een incidenteel beleid, dus niet het stellen van vaste regels. Incidenteel beleid betekent echter, dat beschermingsconstructies bij het ontstaan alle worden toegelaten maar bij de toepassing afzonderlijk in een bepaald geval buiten werking kunnen worden gesteld. Wie zal echter daarover moeten oordelen? Natuurlijk niet enig orgaan van de doelwit-vennootschap, die haar eigen belangen, ook op korte termijn, zal laten prevaleren boven de belangen als: overleven in een andere vorm op langere termijn, werkgelegenheid, regionale politiek, betalingsbalans, defensie enz. Wij ontkomen er derhalve niet aan de beslissing in handen te leggen van een instantie buiten de strijdende partijen. In de loop der jaren zijn daarvoor reeds verscheidene suggesties gedaan. Door de Commissie Lambers is voorgesteld de preventieve materiële fusietoetsing in handen te leggen van de overheid (met een drempel voor grote fusies en een wachtkamerperiode)(28). Van Schilfgaarde stelt voor om in laatste instantie de SER te laten beslissen (na omzetting van de SER-code Fusiegedragsregels van een verzameling procedureregels in een verzameling mede omvattende materiële regels)(29). Glasz stelt voor(30) om de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam in te scha-

(27) *Macht en onmacht van de aandeelhouder, o.c.*, 44-46.
Zie ook MOK, M.R., ,,Verband tussen kartelrecht en vijandige overnemingen van ondernemingen?", *TVVS*, 1988, 155-156. Zie omtrent België: VAN GERVEN, W., ,,De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht, De rol van de Bankcommissie", in *Van vennootschappelijk belang, Maeijerbundel*, 41-49.

(28) Advies van de SER ,,inzake de toekomstige juridische status van de fusiegedragsregels en inzake een preventieve materiële toetsing van fusies door de overheid" d.d. 21 januari 1977, besproken door WERTHEIMER, H.W., ,,Enige kanttekeningen bij het SER-advies", *inaug. orat. Faculteit Bedrijfskunde en de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de E.U.R.*, 1977 en MOK, M.R. en SCHELTEMA, M., ,,Materiële Fusiecontrole in Nederland?", *Preadviezen Vereniging Handelsrecht*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1978.

(29) VAN SCHILFGAARDE, P., ,,Fusieproblemen bij de n.v. en de b.v. - opmerkingen naar aanleiding van het congres te Nijmegen", *De N.V.*, 1974, 206-211, i.h.b. 209.

(30) GLASZ, J.R., ,,Halen beschermingsconstructies 1992?", *TVVS*, 1988, 165.

kelen, terwijl Buys(31) in overweging geeft om de algemene vergadering der aandeelhouders te revitaliseren door het volmachtensysteem beter te introduceren en om in de SER-Fusiecode, in navolging van het voorstel Van den Boogert, tevens het tenderbod te regelen, een bod op een deel van de aandelen mogelijk te maken en een voorziening te treffen voor de beursoverval, het geleidelijk in stilte opkopen van aandelen zonder een openbaar bod te doen".

Alleen de partiële voorstellen van Buys kunnen mij bekoren. „De overheid is uitnemend geschikt om de aspecten van het algemeen belang af te wegen maar is minder geschikt om strategische plannen van een onderneming, die een fusie overweegt, op haar mérites te beoordelen; de SER zal ondanks de aanwezigheid van Kroonleden toch te veel gevangen blijven in het dilemma van werkgevers- en werknemersbelangen; de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam zal een haar voorgelegd fusieplan te veel vanuit een juridische optiek bezien, en slechts beperkt marginaal toetsen. Mijn eigen gedachten zouden nog het meest aansluiten bij die van de Commissie Lambers: een preventieve materiële fusietoetsing, maar met vijf bijzonderheden(32):

a) De toetsende instantie zou een gemengde samenstelling moeten hebben, met vertegenwoordigers van de overheid, werkgevers, werknemers, de financiële wereld (Vereniging voor de Effectenhandel, het College van Overleg van de gezamenlijke banken en de Vereniging Effectenbezitters) en van de wetenschap, dus een soort public-private-partnership.
b) Deze instantie zou alle *bedrijfs*economische en *algemeen*-economische, en zo nodig ook juridische, factoren tegenover elkaar moeten afwegen en aldus tot een breed gefundeerd oordeel komen na hoor en wederhoor.
c) Indien deze instantie tot het oordeel zou komen, dat een door één der partijen gewenste fusie na toetsing aan alle hiervoor genoemde criteria positief moet worden beoordeeld, zou deze instantie tevens bevoegd moeten zijn om bepaalde beschermingsconstructies te vernietigen of buiten toepassing te verklaren.

---

(31) BUYS, D.C., „Overname: goedschiks of kwaadschiks", *TVVS*, 1988, 233-239.

(32) Deze voorstellen zijn bestreden door J.M.M. MAEIJER, „25 jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap", Rede uitgesproken te Nijmegen op 16 december 1988 ter gelegenheid van het 25-jarig ambtsjubileum als hoogleraar aan de K.U. Nijmegen, De NV, 1989, 7-8. Daarop is door mij weer gereageerd in Unfriendly take-over of: tender is the (k)night, opstel in een in september 1989 aan mr. A.G. MARIS te 's-Gravenhage aan te bieden feestbundel. Zie omtrent deze voorstellen ook R.P. VOOGD, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, diss. Nijmegen, 1989, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 32, uitg. Kluwer, Deventer, par. IX.3.4.

d) Deze instantie zou niet alleen de bevoegdheid moeten bezitten om een voorgenomen fusie goed te keuren, voorwaardelijk goed te keuren of te verbieden, maar ook om een door één van de partijen gewenste fusie, die door de andere partij als onvriendelijk wordt beschouwd, te bevelen.

e) Deze instantie zou ook het mededingingsbeleid in haar afweging dienen te betrekken, hetgeen er toe zou kunnen leiden, dat voor grote fusies het misbruikstelsel van de WEM wordt vervangen door het verbodstelsel''.

## *RÉSUMÉ*

Une offre d'achat au départ hostile peut se terminer par une reprise amicale. Les mesures de protection remplissent dès lors une fonction utile, puisque la volonté de contrecarrer ces mesures peut dépendre de la satisfaction de certains souhaits (par exemple en ce qui concerne le montant de l'offre — publique — sur les parts de la société à racheter ou la composition du conseil d'administration et de la haute direction de l'entreprise fusionnée). Le fait qu'à ce jour aucun rachat hostile n'ait abouti aux Pays-Bas est dû en partie à l'existence de mesures de protection, mais également à des facteurs fortuits, comme par exemple l'évolution des cours après la date de l'offre, la volonté d'actionnaires individuels de répondre soit à l'une soit à l'autre offre (d'un «chevalier blanc») ou la rapidité de réaction d'une société cible pour recourir à une mesure de protection déjà existante (par exemple émission d'actions préférentielles à une fondation amie de continuité). Parmi les autres mesures de protection connues, coïncidant en partie avec des règles oligarchiques, il y a l'émission d'actions prioritaires, la certification d'actions et la règle de 1%. Il existe d'autres mesures de protection venant des Etats-Unis, comme le «poison pill», le «crown jewel» et le «golden parachute». Ces mesures également appelées «systèmes du chat dans un sac» devraient, selon l'auteur, être considérées comme inadmissibles aux Pays-Bas. Aucune des mesures autorisées n'est hermétique. En premier lieu, la réalité économique prévaudra toujours sur un système juridique. En second lieu, un système juridique peut toujours être juridiquement contesté car, si tout le poids économique se trouve du côté de l'assaillant, le dernier bastion (par exemple la fondation Continuité, la fondation Bureau de Gestion, lorsque 100% des certificats sont entre les mains de l'assaillant ou la fondation Priorité, lorsque 100% des actions ordinaires sont entre les mains de l'assaillant), donc les administrateurs d'une telle fondation agissent contre toute logique, équité et bonne foi (art. 7, livre 2 Code Civil), si l'opposition n'est menée que contre l'assaillant comme tel en méconnaissance de l'importance économique de ce dernier. Les mesures de protection ne sont donc que temporaires, mais cela suffit souvent pour effrayer les «raiders» qui financent souvent leur attaque par des moyens étrangers et ne peuvent en général pas se permettre de perdre du temps.

L'auteur donne un aperçu des arguments pour et contre des mesures de protection. A ce sujet, une discussion animée est en cours aux Pays-Bas à la suite de la proposition de l'Association pour le commerce des valeurs — largement retirée par la suite —, destinée à limiter sérieusement l'admissibilité de l'importance et du cumul de mesures de protection dans le cas de sociétés dont les actions sont cotées en bourse.

Il ne faut pas s'attendre non plus à ce que toutes les mesures de protection soient abolies en Europe, lors de la réalisation du marché européen de 1992. De sérieuses réserves d'ordre politique et juridique seraient émises contre de telles propositions, même en Europe (en raison tout autant de la menace représentée par les Etats-Unis et le Japon que des rapports de force existant entre les Etats-membres de la CE; songeons ici aux problèmes relatifs à la 5e directive CE sur l'harmonisation du droit des sociétés). On peut s'attendre tout au plus à une interdiction européenne en ce qui concerne la possibilité d'émettre encore des actions préférentielles après l'annonce d'une offre publique. Toutefois, on peut prévoir de nouvelles mesures au niveau européen dans les années à venir, comme par exemple l'uniformisation de la procédure en cas' d'offre publique, un règlement en matière de concentrations et

un règlement relatif à la déclaration de paquets d'actions. Si le règlement des concentrations, mis en chantier à Bruxelles depuis 1973, était mis en place, il comporterait des seuils tellement élevés qu'il pourrait difficilement s'appliquer à des fusions à l'échelle néerlandaise (et belge). C'est la raison pour laquelle une réglementation nationale en matière de fusions et de reprises doit exister à côté de la réglementation européenne.

L'auteur termine en se référant au discours qu'il a prononcé, le 8 novembre 1988, à l'occasion du 75e anniversaire de l'Université Erasmus à Rotterdam; il y proposait des règles nationales pour le contrôle des reprises amicales et hostiles, exercé par un organe mixte, au sein duquel seraient représentés à la fois les pouvoirs publics et les entreprises au sens large et qui aurait la compétence d'interdire certaines fusions ou d'imposer une fusion souhaitée par une des parties seulement.

## *ZUSAMMENFASSUNG*

Eine unfreundliche angefangene Übernahme kann in eine freundliche Übernahme enden. Schutzkonstruktionen zeigen auch dann noch ihren Nutzen, weil die Bereitschaft Schutzkonstruktionen abzubauen von der Einwilligung gewisser Wünsche abhängig gemacht werden kann. (Etwa in Bezug auf die Höhe des — öffentlichen — Gebotes auf die Aktien der überzunehmenden Gesellschaft, oder auf die Zusammensetzung des Vorstands und des Aufsichtsrates des fusionierten Unternehmens).

Daß in den Niederlanden bisher keine einzige unfreundliche Übernahme gelungen ist, ergibt sich nur teilweise aus den vorhandenen Schutzkonstruktionen, aber teilweise auch aus zufälligen Faktoren, wie dem Kursverlauf nach dem Datum des Gebotes, der Bereitschaft der einzelnen Aktieninhaber entweder auf das eine oder auf das andere Gebot (eines ,,white knight'') einzugehen, oder der schnellen Reaktionsfähigkeit der visierten Gesellschaft nachträglich eine schon vorbereitete Schutzkonstruktion anzuwenden (Etwa die Emission von Vorzugsaktien an eine befreundete Stiftung Kontinuität).

Andere bekannte Schutzkonstruktionen, teilweise mit oligarchischen Reglungen zusammenfallend, sind die Emission von Prioritätsaktien, die Zertifizierung der Aktien und die 1%-Reglung. Außerdem werden amerikanische Schutzkonstruktionen wie die ,,poison pill'', die ,,crown jewel'' und die ,,golden parachute'' erwähnt. Diese auch als ,,Katze-im-Sack''-Konstruktionen umschriebenen Maßnahmen sollen — also der Verfasser — in den Niederlanden als unzulässig betrachtet werden.

Die wohl zulässigen Schutzkonstruktionen sind alles andere als lückenfrei. An erster Stelle wird schließlich die wirtschaftliche Realität immer über die juristische Konstruktion vorherrschen. An zweiter Stelle ist schließlich eine juristische Konstruktion auch juristisch angreifbar, weil, falls die sämtlichen wirtschaftlichen Interessen in die Hände des Überfalltäters geraten, das letzte Bollwerk (etwa die Stiftung Kontinuität, die Stiftung Verwaltungsbüro, während 100% der Zertifikate in die Hände des Überfalltäters geraten sind, oder die Stiftung Priorität, während 100% der normalen Aktien in die Hände des Überfalltäters geraten sind), also der Vorstand einer solchen Stiftung, wider die Redlichkeit, Billigkeit oder wider Treu und Glauben (Art. 7 Buch 2 BGB) handelt, wenn er, unter der Verkennung der wirtschaftlichen Interessen des Überfalltäters, nur wegen der Bekämpfung des Überfalltäters

Opposition führt. Schutzkonstruktionen bieten daher nur einen zeitweiligen Schutz, der allerdings meistens genügt um Raider zu erschrecken, weil sie ihren Überfall öfters mit fremdem Vermögen finanzieren und sich deshalb keinen Zeitverlust leisten können.

Der Verfasser bietet einen Überblick der Argumente für und wider Schutzkonstruktionen. In den Niederlanden kam es im vergangenen Jahr zu einer angeregten Auseinandersetzung über dieses Thema. Veranlaßt wurde die Diskussion durch einen — später größenteils wieder eingezogenen — Vorschlag des Vereins für den Effektenhandel, bei Gesellschaften mit börsenfähigen Aktien in die Zulässigkeit des Umfangs und der Kumulierung der Schutzkonstruktionen erhebliche Einschränkungen einzubauen.

Es ist nicht zu erwarten, daß bei der Vervollendung des innereuropäischen Marktes 1992 alle Schutzkonstruktionen in Europa abgeschafft sein werden. Gegen solche Vorschläge gäbe es auch innerhalb Europa (sowohl in Anbetracht der Bedrohung durch Amerika und Japan wie in Anbetracht des Verhältnisses zwischen schwachen und starken Mitgliedstaaten der EG) große Bedenken politischer und juristischer Art (Erinnern Sie sich der Probleme hinsichtlich der 5. EG-Richtlinie zur Harmonisierung des Handelsgesellschaftsrechtes).

Ein europäisches Verbot kann höchstens in Bezug auf die Möglichkeit nach der Ankündigung eines öffentlichen Gebotes noch Vorzugsaktien herauszugeben erwartet werden. Andere Maßnahmen auf europäischem Niveau allerdings können in den nächsten Jahren wohl erwartet werden, wie eine Vereinheitlichung des Verfahrens bei einem öffentlichen Gebot, eine Konzentrationsverordnung und eine Reglung hinsichtlich der Anmeldung von Beständen an Wertpapieren. Wenn die Konzentrationsverordnung, womit man sich in Brüssel schon seit 1973 beschäftigt, zustande käme, hätte sie solche hohen Schwellen, daß diese Verordnung bei Fusionen in niederländischen (und belgischen) Verhältnissen nur selten eine Anwendung finden würde. Deshalb behält neben einer europäischen Reglung auch die nationale Reglung von Fusionen und Übernahmen seine Bedeutung.

Der Verfasser beschließt seinen Beitrag, unter der Verweisung zu der von ihm gehaltenen Rede anläßlich des 75-jährigen Jubiläums der Erasmus-Universität in Rotterdam am 8. November 1988, mit dem Vorschlag einer nationalen Reglung für die Überprüfung freundlicher und unfreundlicher Übernahmen durch ein gemischtes Organ, in dem sowohl die Obrigkeit wie die Betriebswelt in weitestem Sinne vertreten sind, und das zuständig sein würde sowohl gewisse Fusionen zu verbieten, wie sogar eine Fusion zu befehlen, wenn sie nur von einer der Parteien beansprucht wird.

## *SUMMARY*

A take-over whose intentions are unfriendly can end in a friendly take-over. This is why protective mechanisms fulfil a useful function, since the willingness to break down protective mechanisms can be made dependent on the granting of certain requests (e.g. with regard to the size of the public offer for the shares of the company which is to be taken over, or the composition of the Management Board and of the Committee of Auditors of the merged company). The fact that in the Netherlands

no unfriendly bid has hitherto succeeded is only partly due to the existence of protective mechanisms; it is also due to certain random factors, such as developments on the stock market after the date on which the bid was made, the willingness on the part of individual shareholders to accept a certain bid (made by a "white knight") or the speed with which the target company acts in order to avail itself of a protective mechanism which is already available (e.g. the issuing of preferential shares to a Friendly Society). Other known protective mechanisms, which partly coincide with oligarchic constructions, consist in the issuing of priority shares, the certification of shares and 1 per cent rules. In addition, mention is made of American protective mechanisms such as the "poison pill", the "crown jewel" and the "golden parachute". Such mechanisms, also known as "cat in the bag constructions", must, in the author's view, be regarded as inadmissible in The Netherlands. Not one of those protective mechanisms which are admissible is watertight. First, economic reality will, in the final analysis, invariably triumph over legal constructions. Second, legal constructions are also capable of legal challenge, because if the raider becomes the depositary of all the economic interests involved, the last bastion (e.g. the "Stichting Continuïteit" or the "Stichting Administratiekantoor", if 100 per cent of the certificates have fallen to the raider, or the "Stichting Prioriteit", if 100 per cent of the ordinary shares have fallen to the raider), i.e. the Management of this type of Friendly Society, acts contrary to the requirements of reasonableness or good faith (Article 7, Part 2 Civil Code), where, contrary to the raider's economic interest, the only purpose of opposing this move is to oppose the raider. Accordingly, protective mechanisms only provide temporary protection, which is nevertheless often sufficient to deter raiders, who often finance their raid by means of resources which do not belong to them, and consequently cannot afford any loss of time.

The author provides a survey of the arguments for and against protective mechanisms. A lively debate was conducted on this subject in The Netherlands at the time of the proposal — subsequently withdrawn — by the Shares Marketing Association (Vereniging voor de Effectenhandel) to impose considerable limits to the admissibility of the size and the possibilities of accumulation of protective mechanisms with companies having shares quoted on the stock market.

There is no expectation that with the completion of the European Internal Market in 1992 all protective mechanisms in Europe will be eliminated. Any such proposal would meet many legal and political objections within Europe (both with a view to competing with the US and Japan and with regard to the relationship between the weak and the strong Member States of the EC) — bearing in mind more specifically the problems to which the fifth Directive on the harmonisation of Company Law has given rise. The most that can be expected is a prohibition at the European level with regard to the possibility of issuing preferential shares even after the announcement of a public offer. It is legitimate, however, to expect at the European level other measures, such as a uniform procedure with regard to public offers, a Regulation on concentrations of companies and a set of rules concerning the announcement of packages of shares. If the "concentration regulation", which has occupied the EEC authorities in Brussels since 1973, were to be enacted, the thresholds involved could be so high that they could only very seldom be applied to mergers among Dutch (and Belgian) firms. This is why it is important to retain national rules on mergers and take-overs in addition to European rules.

The author concludes his contribution by referring to a speech made by him on the

occasion of the 75th anniversary of the Erasmus University at Rotterdam on 8 November 1988, which contained a proposal for a national rule under which the friendly or unfriendly take-overs by mixed organs would be assessed by mixed organs, on which both the authorities and the companies would have a considerable representation and which would have the power to prohibit certain mergers from taking place, and even to order a merger which was desired by one of the parties only.

## *RESUMEN*

Una compra empezada de manera poco amable puede acabar como una compra amable. Los mecanismos de protección desempeñan aquí un papel útil, porque la buena disposición de demoler los mecanismos de protección puede depender del cumplimiento de ciertos deseos (como los referentes al monto de la puja — pública — sobre las acciones de la sociedad que se quiere comprar o los referentes a la composición de la dirección y del consejo de comisarios de la empresa fusionada). El que en los Países Bajos hasta ahora aún no se haya realizado ninguna compra poco amable, se debe en parte a la existencia de mecanismos de protección, pero también en parte a factores casuales, tales como la evolución de las cotizaciones después de la fecha de la puja, la voluntad de los accionistas individuales de acceder a una u otra puja (de un «white knight») o la rapidez con que actúa la sociedad blanco de la compra para utilizar aún un mecanismo de protección ya preparado (por ejemplo, emisión de acciones preferenciales a una fundación amiga — «Stichting Continuïteit»). Otros mecanismos de protección conocidos, que coinciden en parte con las regulaciones oligárquicas, son la emisión de acciones prioritarias, la certificación de acciones y la regulación del 1%. Aparte de eso, se hace mención de mecanismos de protección americanos, tales como la «poison pill», la «crown jewel» y el «golden parachute». Según el autor, los Países Bajos deberían prohibir estos mecanismos, que también se llaman «mecanismos-gato-por-liebre». Ninguno de los mecanismos de protección admitidos es irrecusable. En primer lugar, la realidad económica siempre será la que venza a un mecanismo jurídico. En segundo lugar, un mecanismo jurídico también es jurídicamente contestable,porque, si todo el interés económico va a parar a manos del «raider», el último bastión (hablamos por ejemplo de la «Stichting Continuïteit» («Fundación Continuidad»), la «Stichting Administratiekantoor» («Fundación Oficina de Administración»), mientras que el 100% de los certificados se encuentran en manos del «raider», o la «Stichting Prioriteit» («Fundación Prioridad»), mientras que el 100% de las acciones ordinarias han podido ser adquiridas por el «raider»)... bien, este último bastión, o sea la dirección de tal «Fundación», actúa de manera poco razonable, en contradicción con la equidad o la buena fe (art. 7, libro 2 del Código Civil) si no se toma en consideración el interés económico del «raider» y sólo se hace oposición para luchar contra él. Así, los mecanismos de protección sólo dan una protección temporal, pero muchas veces ya es sufieciente para desanimar a los «raiders», que en general financian su ataque con capital ajeno y que por consiguiente no pueden permitirse ninguna pérdida de tiempo.

El escritor da un resumen de los argumentos en pro y en contra de los mecanismos de protección. En Holanda ha surgido el año pasado una viva discusión acerca de

esto en ocasión de la proposición — retirada en su mayor parte más tarde — de la Asociación para el Comercio de Valores tendente a limitar considerablemente el tamaño y la acumulación de mecanismos de protección en sociedades con acciones cotizadas en Bolsa.

No se prevé que, con la realización del mercado europeo interno en 1992, se hayan eliminado todos los mecanismos de protección en Europa. Contra tales proposiciones, también dentro de Europa (tanto en vista de la amenaza de EEUU y del Japón como en vista de la relación entre los estados miembros débiles y fuertes de la CE) habría grandes objeciones de orden político y jurídico (pensamos en los problemas con relación a la 5ª directiva de la CE para la armonización del derecho sobre sociedades). Sólo se puede esperar una prohibición europea en cuanto a la posibilidad de emitir aún acciones preferenciales después del anuncio de una puja pública. Pero en los años a venir sí se pueden esperar otras medidas a nivel europeo, tales como la reglamentación del procedimiento en una puja pública, una ordenanza de concentración y una reglamentación sobre el anuncio de paquetes de acciones. Si se realizara la ordenanza de concentración, en que se está trabajando en Bruselas ya desde 1973, ésta tendría umbrales tan altos que sólo podría ser aplicada raramente en caso de fusiones holandesas (y belgas). Por eso sigue siendo importante una regulación nacional de fusiones y compras al lado de una regulación europea.

El escritor concluye su exposición refiriéndose al discurso que pronunció en ocasión del 75 aniversario de la fundación de la Universidad Erasmo de Rotterdam, el 8 de noviembre de 1988, con una proposición para una regulación nacional con miras al control de compras amables y poco amables por un órgano mixto, con una importante representación tanto de las autoridades como del sector empresarial y con competencias tanto para prohibir ciertas fusiones como para ordenar una fusión, deseada por sólo una de las partes.