

Beschermingsconstructies: overbodig

Inleiding

In Nederland is het mogelijk vele beursfondsen met relatief weinig geld te manipuleren. Daarnaast is het mogelijk een 100% belang in een vennootschap te verwerven zonder dat de bewuste vennootschap dat weet. Verder zijn vaak grote pakketten aandelen in vaste handen zonder dat dat bekend gemaakt wordt. Het gevolg hiervan is dat de aandeelhouder geen inzicht heeft in de mogelijke zeggenschapsverdeling binnen de vennootschap en in de vrije verhandelbaarheid van de aandelen.

Een verbetering is de nieuwe EG-richtlijn waarbij bepaald wordt dat men een belang van 10% in een bepaalde vennootschap bekend moet maken. Deze richtlijn kan een eerste stap naar betere bescherming van de aandeelhouder tegen koersmanipulaties zijn. Het nadeel van deze richtlijn voor de aandeelhouder is, dat het voor een potentiële overnemer moeilijker wordt een andere vennootschap over te nemen. Er wordt een extra beveiligingsconstructie voor de vennootschap gecreëerd.

In dit artikel wordt kort ingegaan op de in Nederland bestaande beschermingsconstructies en op de voornemens van de Vereniging voor de Effectenhandel om tot beperking van deze constructies te komen. Mijn stelling is dat ook als de voornemens van de Vereniging ten uitvoer worden gelegd, er nog grote problemen rond de beschermingsconstructies blijven bestaan. Daarna wordt de regelgeving op dit punt in het Verenigd Koninkrijk besproken. De conclusie is dat als in ons land soortgelijke regels als in Engeland zouden worden ingevoerd, de meeste problemen rond de beschermingsconstructies zouden zijn opgelost.

Beschermingsconstructies in Nederland

Certificering van aandelen

Bij certificering van aandelen worden aandelen die op naam of aan toonder gesteld zijn, gehouden door een administratiekantoor dat tegenover de aan-

delen certificaten aan toonder uitgeeft waaraan geen stemrecht is verbonden. Certificaten kunnen royeerbaar, beperkt-royeerbaar of niet-royeerbaar zijn. Royeerbare certificaten kunnen door de certificaathouder worden ingewisseld in de onderliggende aandelen, zodat de certificaathouder weer aandeelhouder wordt; bij niet-royeerbare certificaten ontbreekt deze mogelijkheid. De Vereniging voor de Effectenhandel acht niet-royeerbare certificaten onaanvaardbaar. Zij beperkt haar afwijzing evenwel tot nieuw uit te geven certificaten. Dat is te betreuren omdat ook thans reeds de niet-royeerbare certificaathouder zijn stemrecht is ontnomen. Hij mist hierdoor elke invloed op het beleid van de vennootschap, waarvan hij kapitaalverschaffer is.

Voor beperkt-royeerbare certificaten zijn de statuten en het bestuur van het administratiekantoor van belang. De Vereniging voor de Effectenhandel wil in de statuten een bepaling laten opnemen, die als norm voor het stemgedrag "de behartiging van de belangen van certificaathouders" voorschrijft. Voorts zal het bestuur van het administratiekantoor in meerderheid uit onafhankelijke bestuurders moeten bestaan. Een eerste probleem hierbij is, waar de grenzen getrokken moeten worden. Zijn bevriende advocaten of een bestuurder van een bevriende onderneming onafhankelijk? Een tweede veel groter en onoplosbaar bezwaar met betrekking tot deze onafhankelijkheid is dat het bestuur van de onderneming niet zelf het beleid van het administratiekantoor mag bepalen, terwijl dat toch een beslissende bevoegdheid in de onderneming heeft. Waarop is de bepaling gebaseerd dat een willekeurige derde wel het beleid mag bepalen? Iemand die werkelijk onafhankelijk is en dus niets met het bedrijf te maken heeft, krijgt een beslissende stem. Dit betekent dat een bedrijf zich overlevert aan een 'wijs man'.

Een ander probleem is de gebruikelijke 1%-beperkingsregel in de statuten van de vennootschap. Dit brengt ons op het Scholten Aardappelmeelfabrieken-arrest (HR 4/1/1963, NJ 64-434) waarin de Hoge Raad heeft bepaald dat het inschakelen van stromannen niet per se onrechtmatig is. Men richt vijftig bv's op

en draagt de aandelen aan die bv's over tegen een reële prijs. Vervolgens benoemt men één directeur voor al deze bv's. Deze directeur deponeert namens de vijftig bv's de aandelen en mobiliseert zodoende 50% van de stemmen. Bij een overname gaat het er dus niet om of men de aandelenmeerderheid heeft, maar of men genoeg stromannen kan mobiliseren.

Preferente aandelen

Ter bescherming van een onderneming tegen overname worden ook wel preferente aandelen uitgegeven. Deze krijgen vaak een vast dividendpercentage en zorgen er voor dat het stemrecht van het aandelenkapitaal verwaartert. De Vereniging voor de Effectenhandel heeft het standpunt ingenomen dat de preferente beschermingsaandelen slechts mogen worden geplaatst bij een stichting, die als doelomschrijving "het behartigen van de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen" heeft. Het bestuur van de stichting zal onafhankelijk moeten zijn. Hierbij doen zich dezelfde problemen voor als bij de onafhankelijkheid van het bestuur van administratiekantoor.

De Vereniging wil ook een verdere beperking stellen aan de uitgifte van preferente aandelen. Daartoe stelt de Vereniging voor, dat een voorafgaande, per geval verleende, toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig is voor een uitgifte die groter is dan 50% van het totaal van de uitstaande gewone aandelen. Deze beschermingsconstructie is wel zeer merkwaardig, vooral vanwege de hoge kosten die ermee gemoeid zijn (dividend in plaats van fiscaal aftrekbare rentekosten). Beter zou het zijn om de looptijd van de preferente aandelen te beperken. Naar mijn mening kan een looptijd van niet langer dan zes maanden de vennootschap voldoende adempauze geven om zich te bezinnen op een naderende overname.

Prioriteitsaandelen

Met de uitgifte van prioriteitsaandelen wordt beoogd de macht van de aandeelhoudersvergadering te beperken door toekenning van bepaalde bevoegdheden, zoals statutenwijziging, liquidatie van de vennootschap en goedkeuring van besluiten tot uitgifte van aandelen, aan houders van prioriteitsaandelen. Omdat deze mogelijkheid in het Burgerlijk Wetboek is opengelaten, beperkt de Vereniging voor de Effectenhandel zich in haar commentaar tot de groepering waaruit personen kunnen voortkomen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de wijze waarop van het stemrecht van prioriteitsaandelen gebruik gemaakt wordt. De Vereniging stelt zich op het standpunt dat de verantwoordelijkheid voor de wijze van

uitoefening van dit stemrecht voor ten hoogste de helft kan toekomen aan leden van het bestuur van de vennootschap. Omdat verder het prioriteitsrecht door de stemmen van tweederde van het geplaatste kapitaal doorbroken kan worden, gaat van de prioriteitsaandelen veel minder afscherming uit dan van de hiervoor besproken twee beschermingsconstructies.

Stembeperving

In de vergadering van aandeelhouders hebben alleen aandeelhouders stemrecht, waarbij ingevolge de wet iedere aandeelhouder ten minste één stem heeft. Hoewel de hoofdregel in de wet is dat ieder aandeel één stem heeft, laat de wetgever de mogelijkheid open van een statutaire regeling die het aantal stemmen van één en dezelfde aandeelhouder beperkt.

Aangezien deze beschermingswijze gebaseerd is op de wet, gaat het de Vereniging voor de Effectenhandel te ver om het gebruik hiervan te beperken. Het stemrecht echter is mijns inziens het belangrijkste recht van een aandeel. Dit recht mag men niet beknotten. Bij beperking van het stemrecht ontstaat ongelijkheid tussen de verschillende aandelen van dezelfde vennootschap, afhankelijk van wie deze aandelen bezit.

Zoals wij bij de bespreking van de certificering van aandelen gezien hebben, kan men via stromannen deze beperking omzeilen. Het gaat er dan niet meer om, wie economisch het grootste belang in de vennootschap bezit, maar wie het meest inventief zijn stromannen weet te mobiliseren.

Gemeenschappelijk-bezitconstructie

In een gemeenschappelijk-bezitconstructie worden de aandelen in de te beschermen vennootschap gehouden door middel van een holding-vennootschap, waarvan de aandelen ter beurze genoteerd zijn. De houders van de genoteerde aandelen hebben op deze wijze géén rechtstreekse zeggenschap meer in de algemene vergadering van aandeelhouders van de betreffende vennootschap. De Vereniging voor de Effectenhandel heeft over deze constructie nog geen uitgesproken mening. Mijn inziens is deze constructie uit den boze, omdat zij hetzelfde effect heeft als niet-royeerbare certificaten, waarbij het bestuur van het administratiekantoor in dienst is van de vennootschap. De Vereniging zou ook deze constructie moeten verbieden.

'Crown jewel' en 'poison pill'

Er zijn constructies denkbaar, waarbij ten behoeve van een of meer sub-holdings beschermingsmaatregelen worden toegepast die de zeggenschap van de holding over de sub-holding

aantasten. Met deze maatregelen bereikt men dat de juridische band wordt doorgesneden tussen de aandeelhouder in de vennootschap enerzijds en degenen die in de afgescheiden sub-holding bevoegd zijn tot beslissingen die voor de aandeelhouder van belang zijn. 'Gifpil'-constructies houden in dat bepaalde, voor de vennootschap nadelige, consequenties intreden, zodra zich specifieke, van te voren bepaalde, ontwikkelingen voordoen, zoals een onvriendelijk bod.

De Vereniging voor de Effectenhandel wil voorschrijven, dat van het nemen van dergelijke beschermingsmaatregelen onverwijld een openbare mededeling wordt gedaan. Bovendien stelt de Vereniging dat het nemen van deze maatregelen die een essentiële invloed op de marktwaarde van de vennootschap en de positie van de aandeelhouder hebben, ontoelaatbaar is gedurende de periode waarin een bod uitstaat, een en ander onverlet de bevoegdheid die de algemene vergadering van aandeelhouders terzake reeds toekomt. De vraag van toelaatbaarheid als geen bieding uitstaat dient aan het oordeel van de rechter te worden overgelaten.

Mijns inziens zijn deze praktijken ontoelaatbaar omdat ze een duidelijke negatieve invloed hebben op de marktwaarde van de aandelen.

Regelgeving in het VK

In het Verenigd Koninkrijk vond men dat de beslissing van een eventuele overname uiteindelijk aan de aandeelhouders diende toe te komen. Daarnaast achtte men mogelijke koersmanipulaties ongewenst. Men ging ervan uit dat een goede regelgeving essentieel is om de integriteit van de financiële markten te waarborgen. Daarbij werd veel aandacht besteed aan de positie van de aandeelhouder. De wetgevende macht in het Verenigd Koninkrijk heeft het bij een eenvoudige wetgeving gelaten ten einde verdere regelgeving en de interpretatie daarvan flexibel te houden. Het bedenken en controleren van deze verdere regelgeving is opgedragen aan het Panel on Take-overs and Mergers (het Panel). Bij overnames, fusies en bij het opbouwen van grote pakketten aandelen heeft de overnemende partij zich te houden aan de Company Act 1985, de City Code on Take-overs and Mergers (Code) en de Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (Rules). Bovengenoemde Code en Rules zijn door het Panel ontwikkeld en dienen als leidraad voor overnames en fusies in het Verenigd Koninkrijk.

Het uitgangspunt van de Code is in de eerste plaats ervoor te zorgen dat aandeelhouders bij overnames een

eerlijke en gelijke behandeling krijgen. Uit deze opvatting volgt dat wanneer iemand controle over een vennootschap verkrijgt, hij de premie voor die controle moet delen met de andere aandeelhouders (zie de 30%-regel hierna).

In de tweede plaats huldigt het Panel het principe dat het bestuur van een over te nemen vennootschap géén acties mag ondernemen, waardoor een bonafide bod op de vennootschap gedwarsboemd wordt of waardoor de aandeelhouders niet de kans krijgen een bod naar waarde te schatten.

Om een indruk te krijgen van de regelgeving die de aandeelhouder moet beschermen tegen manipulatie van de aandelenkoers zal ik hier enkele van de belangrijkste regels weergeven.

1. Als een persoon of een groep van personen 5% of meer van een bepaalde vennootschap bezitten hebben ze de verplichting om die situatie bekend te maken. Deze persoon of personen moeten binnen 5 dagen volgende op de dag waarop de verplichting ontstaat aan de betreffende vennootschap meedelen, welk belang zij hierin bezitten.
2. Alle aandeelhouders van dezelfde soort aandelen moeten op gelijke wijze behandeld worden.
3. Nadat de over te nemen vennootschap gehoord heeft dat er voor haar bedrijf meer dan oppervlakkige belangstelling bestaat, mag zij zonder toestemming van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders geen activiteiten ontplooiën die een eventuele bieding onaantrekkelijk maken.
4. Wanneer een persoon of groep van personen die samenwerken 30% of meer van een vennootschap hebben verkregen, zijn zij verplicht een bieding op alle uitstaande aandelen van die vennootschap uit te brengen.
5. Aandelen van een vennootschap kunnen alleen op verzoek van de betreffende vennootschap tijdelijk uit de notering worden genomen.
6. Het bestuur van de over te nemen vennootschap moet onafhankelijk advies vragen over elke bieding. De inhoud van dat advies moet aan de aandeelhouders bekendgemaakt worden.
7. Gedurende de biedingsperiode mag de overnemende partij geen aandelen verkopen van de over te nemen vennootschap, behalve in bijzondere door het Panel te bepalen gevallen. Verkopen beneden de biedingsprijs zijn in geen geval toegestaan.
8. Als de overnemende partij na het biedingsbericht aandelen in de over te nemen vennootschap koopt tegen een hogere prijs dan aangegeven in het biedingsbericht moet de overnemende partij haar bieding verhogen tot de hoogste prijs die zij voor enig aandeel betaald heeft.

9. Een persoon die 1% of meer van de aandelen van de overnemende of over te nemen vennootschap bezit moet elke transactie in deze aandelen publiekelijk bekend maken.
10. Een tenderbod op minder dan 30% van de vennootschap is meestal toegestaan. Hier gelden dezelfde regels als voor een gewoon bod¹.
11. Men mag in een periode van 7 dagen niet meer dan 10% van het aandelenkapitaal met stemrecht van een vennootschap kopen als door deze transacties het bezit in deze vennootschap meer dan 15% maar minder dan 30% bedraagt.
12. Wanneer men door aankoop van aandelen 15% of meer stemrecht in een vennootschap verkrijgt, moet men op de daaropvolgende dag deze aankoop en het totale belang in die vennootschap aan de Stock Exchange en het Panel bekend maken. Als men meer dan 15% van de vennootschap bezit, moet men, telkens wanneer men dit cijfer met een procent overschrijdt, dit aan het Panel melden.
13. Een vermogensbeheerder die de vrije hand heeft in de door hem beheerde portefeuilles, moet deze portefeuilles als één geheel beschouwen. Hiervoor gelden de hierboven genoemde regels.

Bovengenoemde regels vormen slechts een klein deel van de Code en de Rules, maar men voelt hieruit zeer duidelijk het belang dat het Panel hecht aan de positie van de aandeelhouder.

Conclusie

De regelgeving ten aanzien van overnames en fusies, zoals die in het Verenigd Koninkrijk gehanteerd wordt, is erop gericht koersmanipulaties tegen te gaan. Beschermingsconstructies zijn niet meer nodig, omdat men ruim de tijd heeft om een eventuele bieding te beoordelen. Vennootschappen kunnen niet worden verrast door een onverwachte grote aandeelhouder.

Omdat het op de Amsterdamse Effectenbeurs nog steeds vrij eenvoudig is een koers te manipuleren, zou een soortgelijke regelgeving, zoals hierboven beschreven, aan te bevelen zijn.

Conrad-Jan E. Crol

De auteur is directeur van Chart Investments B.V. te Naarden, bureau voor effectenresearch en vermogensbeheer.

1. Een tenderbod zoals dat het afgelopen jaar op Audet is uitgebracht kent men in het Verenigd Koninkrijk niet en is evenals in Amerika niet toegestaan.

Rijksbegroting

Op vrijdag 30 september a.s. organiseert het Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven haar jaarlijkse discussiemiddag naar aanleiding van het verschijnen van de Miljoenennota. Het thema is dit jaar: "De Rijksbegroting op het raakvlak van beleid en beheer; naar verbetering van het comptabele bestel". Sprekers zijn: prof.dr. A.D. Bac (VNG en KU Brabant), mr. R. Bekker (Ministerie van VROM) en prof. mr. C.A. de Kam (RU Groningen). Na afloop van de inleidingen is er gelegenheid tot discussie.

Plaats: Nederlands Congresgebouw, Churchillplein 10, Den Haag, Rembrandtzaal. Aanvang: 14.00 uur. De bijeenkomst is voor iedere belangstellende vrij toegankelijk.

Hennipmanlezing

Op vrijdag 7 oktober a.s. om 14.00 uur wordt aan de Universiteit van Amsterdam, Jodenbreestraat 23, zaal 2174, de zesde Hennipmanlezing gehouden. Spreker is: prof. Willem H. Buitter (Yale University) over "Budgetary policy, international and intertemporal trade in the global economy". Inlichtingen: J.G. Odink, Universiteit van Amsterdam, Jodenbreestraat 23, 1011 NH Amsterdam, tel. 020 - 525 4255/4252.

Macht en marketing

Op 6 oktober 1988 organiseert de Marketing Associatie KUB het congres "Macht en marketing" op de universiteit te Tilburg. Op het congres zal het te voeren marketingbeleid, de communicatie van de 'corporate identity' en de interne organisatie noodzakelijk om te komen tot een machtspositie worden belicht door sprekers van IBM, Q8, Unilever en ABN.

Plaats: Aula Kath. Universiteit Brabant, Hogeschoollaan 225, Tilburg. Tijd: 10.00 - 17.00 uur. Inlichtingen: Marketing Associatie KUB, kamer 0-52, Hogeschoollaan 225, 5037 GC Tilburg, tel. 013 - 663044.

MANS

Op donderdag 20 oktober 1988 viert de Stichting MANS haar eerste lustrum onder het motto "Kwaliteit is eindeloos". De lustrumbijeenkomst wordt gehouden in de Jaarbeurs te Utrecht, waar na een inleiding door de voorzitter, ir. W.J. ter Hart, zal worden gesproken door: ir. A.H.C. Deleye (Volvo Car) over "De rol van het topmanagement"; Louis van Dijk (pianist) over "Uw uitgangspunten over mijn kwaliteit, en de mijne"; en drs. F. Maljers (Unilever) over "Kwaliteit, zoveel hoofden, zoveel zinnen". De bijeenkomst wordt besloten met een paneldiscussie.

Inlichtingen: Stichting MANS, p/a Holland Organizing Center, telefoon 070 - 65 78 50.

Ontwikkelingseconomie

Op 7 oktober 1988 organiseren het Centrum voor Ontwikkelingsprogrammering van de Erasmus Universiteit Rotterdam en de Studiekring Post-Keynesiaanse Economie een internationale conferentie over vier decennia economische ontwikkeling onder de titel "Dynamics of a dual world economy". Naast ontwikkelingseconomen uit Nederland en België zullen prof.dr. H.W. Singer, prof.dr. S. Chakravarty, prof.dr. Nelson P. Moyo, prof.dr. R. Cassen en prof. C.I. Bradford inleidingen houden.

Plaats: Erasmus Universiteit Rotterdam. Aanvang: 9.30 uur. Kosten: f 45 (voor studenten: f 35), over te maken op rekeningnummer 50 42 16 007 van de Erasmus Universiteit Rotterdam onder vermelding van "Dynamics of a dual world economy". Inlichtingen: K. Schippers, Erasmus Universiteit Rotterdam, kamer TB-24, postbus 1738, 3000 DR Rotterdam, tel. 010 - 408 2167.

Vakbeweging

Op vrijdag 4 november 1988 organiseert de Vereniging voor het Onderzoek van Arbeidsverhoudingen een studiebijeenkomst over het thema "de plaats en toekomst van de Nederlandse vakbeweging". Als sprekers zijn uitgenodigd J. Visser (UvA) en R. Vreeman (FNV).

Plaats: Jaarbeursgebouw Utrecht. Tijd: 14.00-16.30 uur. Kosten (alleen voor niet-leden): f 15, over te maken op giro 1583868 t.n.v. de penningmeester van de NVA te Leidschendam. Inlichtingen zijn te verkrijgen bij het secretariaat van de NVA te Leidschendam, telefoon: 070-990357.

Beginnende leraren

De Vereniging van economieleraren organiseert een aantal bijeenkomsten voor beginnende leraren economie. Tijdens deze bijeenkomsten worden allerlei zaken besproken die vastzitten aan het doceren van het vak economie op VWO, HAVO en MBO. De bijeenkomsten worden gehouden in Amersfoort op een aantal zaterdagen en vrijdagavonden, te beginnen eind september. Informatie is te verkrijgen bij J.P.M. Blaas (020-794430) en D.W. Smit (05202-25575). Aanmelden kan schriftelijk, onder vermelding van vak en school, bij D.W. Smit, Chr. Hogeschool Windesheim (afd. Lerarenopleiding), postbus 10090, 8000 GB Zwolle.