

De governance van banken

Recent pleitte minister Bos van Financiën voor kleine, gespecialiseerde banken in plaats van gediversifieerde bankreuzen. Dergelijke banken zouden kleinere risico's met zich meebrengen en kosten de belastingbetaler niet meteen de enorme bedragen die nu nodig zijn om de grotere in leven te houden. Deze wensen kunnen alleen vervuld worden als bestaande beschermingsconstructies worden gehandhaafd of opnieuw worden geïntroduceerd.

Uit Amerikaans en Europees onderzoek komt naar voren dat er een negatieve relatie bestaat tussen enerzijds de schaal en anderzijds zowel de winstgevendheid als de efficiëntie per klant (Schenk, 2006; Tichy, 1990). Vooral zeer grote banken presteren slechter dan de rest. Waarschijnlijk hangt efficiëntie, en de daarmee samenhangende productiviteit, positief samen met stabiliteit en overlevingskans, en dus negatief met het deconfiturerisico. Tot aan een omvang van ongeveer honderd miljard aan activa zijn er schaalvoordelen; daarboven nauwelijks meer. Voor de crisis waren ING, ABN Amro en Rabobank groter dan deze drempelwaarde.

Uit het genoemde onderzoek blijkt tevens dat gediversifieerde ondernemingen het qua efficiëntie slechter doen dan hun gespecialiseerde concurrenten. Dat pleit voor gespecialiseerde banken en tegen banken die zowel actief zijn op eenvoudige spaarmarkten als op ingewikkelde kredietverzekeringmarkten. Ofschoon ook hier uitzonderingen de regel bevestigen, pleit dit eveneens tegen het samenbrengen van bankiers en verzekeraars (*bancassurance*).

Aangezien banken vooral zijn gegroeid door overnames, zal minister Bos daarom kleinere banken in staat moeten stellen zich teweêr te stellen tegen grotere concurrenten die op overnamepad zijn, of grotere banken moeten ontmoedigen, wellicht zelfs verbieden, om andere banken over te nemen zodra het zicht op efficiëntievoordelen zeer klein is. De minister mag dat niet doen door, samen met DNB, een verklaring van geen bezwaar tegen een overname te weigeren, behalve wanneer het prudentiële toezicht dit zou vergen. Door de nog te implementeren Antonveneta-richtlijn, zullen de beperkingen in dit opzicht alleen maar strakker worden. Daarom zal er omgezien moeten worden naar alternatieven.

Realistischer kijk

Veelal wordt nog aangenomen dat overnames primair tot stand komen op basis van rationeel-economisch

keuzegedrag. Dit geloof is gecodificeerd in de theorie van de efficiënte markt voor bestuurstitels, vaker beter bekend onder zijn Engelstalige aanduiding *the theory of the market for corporate control* (Marris, 1964).

Deze theorie behoort tot hetzelfde gedachtegoed als de principaal-agenttheorie die mede heeft geleid tot de wildgroei aan bonussen van de afgelopen twee decennia (Otten, 2007). In een vrije markt voor bestuurstitels zullen bestuurders van goed geleide beursgenoteerde ondernemingen steeds trachten slecht geleide beursgenoteerde ondernemingen over te nemen, in het veronderstelde streven van vrije markten naar maximale efficiëntie. Het risico om overgenomen te worden werkt in deze theorie disciplinerend in die zin dat bestuurders weten dat kapers hun slag zullen slaan als ze zich niet optimaal inzetten voor hun onderneming. Het doet er hierbij niet toe of er sprake is van een overname die al dan niet in gang is gezet door zogenaamde activistische aandeelhouders. Deze gedachtegang heeft gedurende de afgelopen jaren geleid tot een afbraak van allerlei beschermingsconstructies. Omdat het concentratietoezicht al eerder was uitgehouden, was een exuberante overnamemarkt het gevolg. Uit het grote aantal mislukkingen, zowel qua aandeelhouderswaarde als qua reële indicatoren zoals efficiëntie en productiviteit, en uit de hoge recidive, valt te concluderen dat vele van deze overnames geheel contrair zijn aan de genoemde theorie. Wanneer overnames zich manifesteren in golven, wat voor ongeveer tachtig procent van alle overnames het geval is, leidt dit tot grote economische problemen, zoals de afloop van de overnamegolven in de geschiedenis laat zien: ze eindigden allemaal in een recessie (Schenk, 2005).

Een realistische kijk op overnames impliceert daarom dat het beleid tenminste zou moeten aansturen op ontmoediging van contraire overnames en van activistisch aandeelhoudersgedrag dat dergelijke overnames door derden uitlokt.

Loyale aandeelhouders

Door sommigen wordt daarom gesteld dat aandeelhouders, in het bijzonder institutionele aandeelhouders, zich veel prudentier zouden moeten opstellen. In dit verband gaf minister Bos aan dat hij graag zou zien dat de pensioenfondsen een grotere rol als aandeelhouder in de Nederlandse banken gaan spelen. Zou dat ervoor kunnen zorgen dat banken klein blijven respectievelijk worden, dat ze niet of minder snel op overnamepad gaan, dat ze niet eenvoudig-

weg door buitenlandse banken worden overgenomen? Dat valt te betwijfelen. Pensioenfondsen zijn immers geen weldoeners, en volgens de Pensioenwet mogen zij dat ook niet zijn. Zij dienen rendement te maken ten behoeve van de pensioengerechtigden. Zeker nu vele pensioenfondsen binnen vijf jaar de dekkingsgraad van de pensioenen structureel moeten verhogen, betekent dit dat de kans groot is dat ook zij de winst zullen pakken indien er een aantrekkelijk bod komt, of dit bod nu conform de genoemde theorie is of niet.

Of de introductie van loyaliteitsvoordelen het gewenste effect zal hebben valt ook te betwijfelen. DSM heeft in 2007 geprobeerd de aandeelhoudersloyaliteit te stimuleren door deze te belonen met extra dividendrecht. Na een onafgebroken registratie van drie jaar zou de betrokken aandeelhouder recht hebben op een premie van dertig procent van het gemiddelde dividend dat over dezelfde drie jaar aan een gewone aandeelhouder zou zijn uitgekeerd. Op verzoek van aandeelhouders verbood de Ondernemingskamer het bestuur van DSM de benodigde statutenwijziging in stemming te brengen. De regeling zou in strijd zijn met het wettelijk beginsel dat aan ieder aandeel van dezelfde soort gelijke rechten dienen te zijn verbonden, ongeacht in wiens handen dat aandeel zich bevindt.

De Hoge Raad oordeelde echter (JOR 2008, 11) dat dit niet correct is omdat de wet juist de mogelijkheid biedt om in de statuten van deze regel af te wijken. Volgens dit college is het daartoe niet nodig om in de statuten aandelen van een aparte soort te creëren. Omdat het hier een cassatie door de Hoge Raad in het belang van de wet betrof had deze uitspraak niet tot effect dat de beslissing van de Ondernemingskamer werd teruggedraaid. Maar de uitspraak biedt wel perspectief voor toekomstige statutenwijzigingen van beursgenoteerde vennootschappen.

Of dit de oplossing voor de banken is, valt te betwijfelen omdat een extra dividendrecht niet opweegt tegen de concrete en onmiddellijke voordelen die aandeelhouders kunnen behalen bij een overname.

Omzetting in een coöperatie

In beginsel zijn er daarom slechts twee wegen die minister Bos zou kunnen bewandelen: omzetting van de vennootschappelijke vorm van de banken in een coöperatieve, en gebruikmaking van beschermingsconstructies. Eerder zei de minister over het eerste alternatief dat hij bang was het kind met het badwater weg te gooien (Eumedion/ICGN-congres, 4 maart 2009). Doelt hij hier op soepele toegang tot de beurs? Dat lijkt op papier inderdaad een groot voordeel voor een beursgenoteerde onderneming. Helaas wordt die toegang in de praktijk voornamelijk gebruikt voor het verwerven van middelen ter bekos-

Het behouden van een prioriteitsaandeel in ABN Amro door de Staat na privatisering kan echter niet worden aangeraden

tiging van overnames, nota bene vooral van overnames met een hoge faalkans (Lazonick en O'Sullivan, 2000; Rappaport en Sirower, 1999). Omzetting van een nv in een coöperatie is echter geen sinecure. Toch is het niet onmogelijk. Indien de Nederlandse Staat bereid zou zijn concessies te doen aangaande het rendement op de investering in ABN Amro, dan zou aan iedere rekeninghouder een lidmaatschapsrecht kunnen worden toegekend en niet-stemgerechtigde participaties kunnen worden uitgegeven waarvan de opbrengst wordt aangewend ten gunste van de Nederlandse Staat.

Beschermingsconstructies

Realistischer lijkt het echter om de (her-)introductie van beschermingsconstructies te overwegen. Bij een beschermingsconstructie wordt de zeggenschap van kapitaalverschaffers tijdelijk beperkt wanneer een overname dreigt of wanneer een meerderheid van de kapitaalverschaffers een strategieverandering wenst die strijdig is met het belang van de vennootschap.

Bekende beschermingsconstructies zijn onder meer de uitgifte van prioriteitsaandelen, de plaatsing van (een optie op) preferente aandelen bij een speciaal daartoe opgerichte stichting, *high-low voting stock*, de duo- of piramideconstructie, en ten slotte de certificering van aandelen (Van Olfen, 2008).

Prioriteitsaandelen

Bij de uitgifte van prioriteitsaandelen worden aan een bevriende relatie of stichting aandelen uitgegeven waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden worden. Zo kan aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders het recht (de prioriteit) toegekend worden om een bindende voordracht te maken voor de benoeming van bestuurders of commissarissen. Ook de bevoegdheid om nieuwe aandelen uit te geven kan voor een periode van vijf jaar worden gedelegeerd aan prioriteitsaandeelhouders. Bevoegdheden die dwingendrechtelijk toekomen aan de algemene vergadering van aandeelhouders of andere organen van de vennootschap, zoals wijziging van de statuten en ontbinding van de vennootschap, kunnen niet worden overgedragen aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders (Van Schilfgaarde/Winter, 2006). Wel kan voor bepaalde besluiten worden bepaald dat hiervoor de voorafgaande goedkeuring van de prioriteitsaandeelhouders vereist is of dat deze slechts op voorstel van de prioriteitsaandeelhouders genomen kunnen worden.

Het zogenoemde gouden aandeel dat de Nederlandse Staat zowel in KPN als in TPG bezat was in wezen een prioriteitsaandeel. Aan dit aandeel was het voorafgaand goedkeuringsrecht verbonden ten aanzien van een aantal zeer belangrijke besluiten zowel betreffende de activiteiten van deze vennootschappen als hun structuur, zoals met betrekking tot fusie, splitsing, en ontbinding.

Het behouden van een prioriteitsaandeel in ABN Amro door de Staat na privatisering kan echter niet worden aangeraden. Het Europese Hof van Justitie heeft drie jaar geleden (JOR 2006, 287) immers bepaald dat Nederland door de gouden aandelen in KPN en TPG te handhaven de vrijheid van kapitaalverkeer schond die in art. 56 EG-verdrag is vastgelegd. Het Hof oordeelde dat de rechten van de Nederlandse Staat verder gingen dan nodig was om het algemeen belang, zoals de instandhouding van een universele postdienst, veilig te stellen. Het is daarmee onwaarschijnlijk dat het behouden van een gouden aandeel in ABN Amro, om daarmee een overname door een andere bank tegen te gaan, de toets der kritiek van het Europese Hof zou doorstaan.

Beschermingspreferente aandelen

In plaats van prioriteitsaandelen kunnen preferente aandelen worden uitgegeven. Bij uitgifte van deze preferente aandelen geldt niet het voorkeursrecht dat houders van gewone aandelen hebben bij een uitgifte van nieuwe gewone aandelen. Omdat aan preferente aandelen in tegenstelling tot gewone aandelen slechts een beperkt winstrecht is verbonden, kunnen zij uitgegeven worden tegen nominale waarde en niet tegen de veelal veel hogere uitgifteprijs die voor gewone aandelen moet worden gevraagd. Tevens delen preferente aandelen niet

mee in de reserves. Indien deze preferente aandelen op naam luiden hoeft van dit nominale bedrag slechts 25 procent te worden gestort. Aan een preferent aandeel is wel hetzelfde stemrecht verbonden als aan een gewoon aandeel met dezelfde nominale waarde. Dit betekent dat de houder van preferente aandelen voor een relatief gering bedrag veel stemrechten kan uitoefenen die als tegenwicht kunnen dienen tegen de aandelen die een overnemer heeft verworven of tegen de aandelen van zittende aandeelhouders die een strategiewijziging willen doordrukken die strijdig wordt geacht met het belang van de betrokken vennootschap.

Het is natuurlijk niet nodig en efficiënt om deze aandelen uit te geven en uit te laten staan indien er geen dreiging voor de vennootschap bestaat. Daarom wordt aan een speciaal daartoe opgerichte stichting een optie toegekend om de preferente aandelen te nemen zodra de dreiging ontstaat. Voorts wordt er dan een bepaling in de statuten van de vennootschap opgenomen op grond waarvan de aandelen, zodra de dreiging geweken is, kunnen worden ingetrokken tegen terugbetaling van het daarop gestorte bedrag. Zo kan bereikt worden dat deze beschermingspreferente aandelen een tijdelijk karakter hebben. Dit is in lijn met het arrest van de Hoge Raad in de RNA-zaak (NJ 2003, 256). Maeijer merkt in zijn noot onder dit arrest overigens op dat dit slechts in het algemeen geldt. Onder bijzondere omstandigheden, zoals in het geval van *asset-strippers of corporate raiders*, zou er wellicht van kunnen worden afgeweken.

Deze beschermingsconstructie is in 2007 gebruikt door Stork om de hedgefondsen Centaurus en Paulson, die het concern wensten op te splitsen, buiten de deur te houden. Deze hedgefondsen verzochten het bestuur van Stork een buitengewone vergadering van aandeelhouders te houden waarbij als agendapunt zou moeten worden behandeld het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen. Als reactie hierop oefende de stichting haar optie op de preferente aandelen uit zodat Centaurus en Paulson geen meerderheid konden verkrijgen in de aandeelhoudersvergadering. De te hulp geroepen Ondernemingskamer bepaalde (JOR 2007, 42) vervolgens dat de preferente aandelen moesten worden ingetrokken, onder meer omdat de optie tot uitgifte in 1990 was gegeven ter voorkoming van een malafide overval, en daar was hier geen sprake van. Voorts overwoog de Ondernemingskamer dat er niet aan kon worden voorbijgegaan dat beschermingsconstructies als de onderhavige in beginsel een slechts beperkte strekking hebben. Zij geven bestuurders en commissarissen wel de tijd zich te vergewissen van de opvattingen en voornemens van een activistische aandeelhouder, maar dat kan niet eindeloos duren. Het liep overigens voor Stork toch nog goed af omdat de hedgefondsen hun voorgestane beleid niet goed gemotiveerd hadden. Kan hieruit geconcludeerd worden dat de uitgifte van preferente aandelen in de toekomst geen deugdelijk middel is om genoteerde banken tijdelijk te beschermen? Niet zonder meer. Wel moet de optie tot uitgifte daarvan niet alleen verleend zijn om een overname tegen te gaan maar ook om een strategiewijziging tegen te houden die schadelijk kan zijn voor de vennootschap. Bovendien mag de bescherming slechts tijdelijk zijn.

Inmiddels is er echter nog een veel grotere bedreiging voor de effectiviteit van deze beschermingsconstructie opgedoken. Met de invoering van de 13e Richtlijn met betrekking tot het overnamebod, is in de wetgeving namelijk de verplichting opgenomen om een openbaar bod uit te brengen bij verkrijging van dertig procent of meer van de stemrechten in de algemene vergadering. Voor onafhankelijke stichtingen die preferente aandelen hebben verkregen in een beursvennootschap en daarmee dertig procent of meer van de stemrechten hebben verworven, bestaat alleen een uitzondering op deze biedplicht indien de preferente aandelen zijn uitgegeven nadat op de doelvennootschap een openbaar bod is uitgebracht (art. 5:71 lid 1 onder c Wft). Dit maakt deze beschermingsconstructie in Stork-achtige situaties, waarbij Centaurus en Paulson konden rekenen op veel meer dan dertig procent van de stemrechten en er geen openbaar bod werd uitgebracht, weinig effectief. De hierna beschreven certificering van aandelen zou in een dergelijk geval veel beter werken (Dortmond, 2008).

**Dit betekent
dat de houder van
preferente aandelen
voor een relatief
gering bedrag veel
stemrechten kan
uitoefenen**

High-low voting

Van high-low voting stock spreekt men wanneer aandelen worden uitgegeven met een verschillende nominale waarde doch met gelijke financiële rechten. Normaal gesproken is de nominale waarde ook de basis voor de aan het aandeel verbonden financiële rechten op dividend, reserves en het liquidatieoverschot. In de statuten kan echter worden bepaald dat bijvoorbeeld aan een aandeel

A met een nominale waarde van tien euro dezelfde financiële rechten worden toegekend als aan een aandeel B met een nominale waarde van een euro. Om nu te bereiken dat op de aandelen B toch hetzelfde bedrag moet worden gestort, wordt tevens bepaald dat op deze aandelen naast een nominaal bedrag van een euro een agio van negen euro moet worden gestort. Het stemrecht is gekoppeld aan de nominale waarde zodat op een aandeel A tien stemrechten (high voting stock) kunnen worden uitgeoefend en op een aandeel B slechts één stemrecht (low voting stock). De aandelen B worden vervolgens bij een beursgang publiekelijk geplaatst terwijl de aandelen A bij de oorspronkelijke aandeelhouders blijven. Zo kunnen deze aandeelhouders met een relatief gering economisch belang toch de zeggenschap blijven houden.

Deze constructie is destijds gebruikt bij KPN-Qwest (Parson, 2000). Het is de vraag of ze ook geschikt is voor bijvoorbeeld ABN Amro. Als de Nederlandse Staat high voting stock zou houden, en low voting stock bij het publiek zou plaatsen, is de kans groot dat het Europese Hof dit als een verboden belemmering zou zien van de vrijheid van kapitaalverkeer. Evenals bij het gouden aandeel wordt dan immers door een staatsmaatregel met een betrekkelijk gering kapitaalbelang een onevenredig grote zeggenschap behouden waardoor het voor andere investeerders minder aantrekkelijk wordt om te investeren.

Duoconstructie

Bij de duoconstructie worden twee vennootschappen aan de beurs genoteerd. Het gaat dan om een holding en een subholding. Van de aandelen van de holding wordt minder dan de helft aan het publiek uitgegeven. De meerderheid van de aandelen blijft in handen van degenen die aandeelhouder waren voor de beursgang. De holding houdt weer iets meer dan vijftig procent van de aandelen in de subholding. De overige aandelen van de subholding worden dan ook bij het publiek geplaatst. Zo kunnen degenen die aandeelhouder waren voor de beursgang bijna 75 procent van de waarde van hun aandelen verzilveren en toch de controle over de subholding en de daaraan verbonden groepsmaatschappijen behouden. Deze constructie zou momenteel alleen bij ABN Amro gebruikt kunnen worden; bij deze bank bezit de Staat immers de aandelen waardoor er bij een

beursgang een duoconstructie zou kunnen worden opgezet.

Hoewel deze constructie door de familie Heineken bij het gelijknamige beursfonds wordt toegepast, betekent dit niet dat het introduceren ervan door de Nederlandse Staat bij de privatisering van ABN Amro geoorloofd is. Ook hier bestaat er een gerede kans dat dit zou worden gezien als een staatsmaatregel die een belemmering vormt voor de vrijheid van kapitaalverkeer.

Certificering

Bij certificering worden de aandelen niet bij de kapitaalverschaffers geplaatst maar bij een speciaal daartoe opgerichte onafhankelijke stichting. Deze stichting geeft aan de kapitaalverschaffers certificaten van aandelen uit. Op grond van een in 2004 ingevoerde wettelijke bepaling (art. 2:118a BW) moet het bestuur van de stichting een volmacht verstrekken waarmee de houders van certificaten het stemrecht op de onderliggende aandelen kunnen uitoefenen. Alleen bij uitzondering mag het bestuur van de stichting de volmacht beperken of uitsluiten dan wel een gegeven volmacht herroepen. Het vorige kabinet wilde deze mogelijkheid nog afschaffen, maar met het oog op het optreden van activistische aandeelhouders heeft de Tweede Kamer daartegen geprotesteerd, en met succes (Zaman, 2008). ING beschikt al over deze beschermingsconstructie. Het geeft te denken dat tijdens de laatste vergadering van aandeelhouders van ING juist ook de institutionele beleggers hebben aangedrongen op afschaffing ervan. Eumedion, de vereniging van institutionele beleggers waartoe ook de pensioenfondsen behoren, heeft in een reactie op het rapport van de commissie-Maas onlangs kenbaar gemaakt tegen het gebruik van deze constructie bij banken te zijn. De meest betrouwbare langetermijnaandeelhouder is een Stichting Administratiekantoor waarvan het bestuur onafhankelijk is en zich op grond van zijn statuten moet richten op het belang van de onderliggende vennootschap. Deze constructie wordt niet alleen gehanteerd bij ING maar ook bij Van Lanschot en Kas Bank. Eumedion heeft er recent ook op gewezen dat certificering deze ondernemingen niet heeft kunnen beschermen tegen de financiële crisis. Dat is juist, maar in tegenstelling tot ABN Amro zijn deze banken niet ten prooi gevallen aan activistische aandeelhouders en niet opgekocht door concurrenten die de bedoeling hadden hen te splitsen. Deze banken doen er verstandig aan de certificering niet op te heffen.

Het verdient dan ook zeker overweging om deze constructie bij een nieuwe beursgang van ABN Amro in te voeren. Het is niet waarschijnlijk dat dit door het Europese Hof zal worden aangemerkt als een staatsmaatregel die een belemmering vormt voor de vrijheid van kapitaalverkeer. Anders dan bij het gouden aandeel heeft immers niet de Nederlandse Staat een beslissende invloed op belangrijke besluitvorming van de geprivatiseerde vennootschap, maar

een onafhankelijke stichting. Daarnaast is er nog wel de overweging van de Ondernemingskamer dat beschermingsconstructies in beginsel een beperkte strekking dienen te hebben. Geldt dat ook voor certificering? Het mag natuurlijk niet de bedoeling zijn om de volmacht structureel aan de certificaathouder te ontzeggen. De constructie is weliswaar net als de Oosterscheldedam permanent, maar de schuiven mogen alleen dicht blijven zolang het stormt.

Conclusie

De vrije overnamemarkt maakt het periodiek mogelijk dat de economie wordt overstroomd door economisch inefficiënte overnames en door opportunistische activistische aandeelhouders die niet zelden dergelijke overnames aanjagen. De consequenties hiervan kunnen ingrijpend zijn. Zij kunnen leiden tot deconfitures en via allerlei kettingreacties tot erger. Dit geldt in het bijzonder in de bancaire sector. Overnames van banken die de efficiëntie, en daarmee de overlevingskans van die banken aantasten, en overnames van pakketten bancaire aandelen die bedoeld zijn om onrust te stoken en uiteindelijk tot hetzelfde kunnen leiden, dienen in het algemeen economisch belang te worden bestreden. Certificering van aandelen biedt het meeste perspectief. Door certificering wordt als het ware een buffer in het leven geroepen die onwenselijk geachte overnames van de bank, dan wel delen ervan, tenminste tijdelijk kan tegenhouden. Het belangrijkste argument tegen certificering, en bescherming in het algemeen, berust op een theorie die in de praktijk gelogenstraft wordt. De meeste overnames, ook in de bancaire sector, mislukken immers. Zij scheppen noch aandeelhouderswaarde, noch efficiëntieverbetering binnen de gefuseerde eenheid. Daardoor moet worden afgeraden het beleid nog langer te stoelen op de gedachte dat de overnamemarkt economisch efficiënt is.

LITERATUUR

- Dortmond, P. (2008) Beschermingsprefs. In: Nieuwe Weme, M., G. van Solinge, R. ten Have en L. Hijmans van den Bergh (red.) *Handboek openbaar bod*. Deventer: Kluwer.
- Lazonick, W. en M. O'Sullivan (2000) Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35.
- Marris, R. (1964) *The economic theory of 'managerial' capitalism*. New York: Free Press.
- Offen, M. van (2008) *Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw*. Oratie, Radboud Universiteit Nijmegen.
- Otten, J. (2007) *Agency theory and executive compensation: essays in corporate governance*. Dissertatie, Universiteit Utrecht.
- Parson, H. (2000) High/low voting stock bij beursvennootschappen. *Vennootschap & onderneming*, 10(1), 29–32.
- Rappaport, A. en M. Sirower (1999) Stock or cash? The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard business review*, 77(6), 147–158.
- Schenk, H. (2005) Organisational economics in an age of restructuring, or: How corporate strategies can harm your economy. In: De Gijssel, P. en H. Schenk (red.) *Multidisciplinary economics*. Dordrecht: Springer.
- Schenk, H. (2006) Mergers and concentration policy. In: Bianchi, P. en S. Labory (red.) *International handbook on industrial policy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Schilfgaarde, P. van (2006) *Van de BV en de NV*. Deventer: Kluwer.
- Tichy, G. (1990) Bankengröße und Effizienz. *Kredit und kapital*, 33(3), 358–388.
- Zaman, D. (2008) De nieuwe rol van de stichting administratiekantoor. In: Nieuwe Weme, M.P., G. van Solinge, R. ten Have en L. Hijmans van den Bergh (red.) *Handboek openbaar bod*. Deventer: Kluwer.

JURISPRUDENTIE

- Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007, 42 m.nt. J.M. Blanco Fernandez (Stork).
- HR 18 oktober 2002, NJ 2003, 612 m.nt. J.M.M. Maeijer (RNA).
- HR 14 december 2007, JOR 2008, 11, m.nt. A Doorman (DSM).