

# BESCHERMINGSCONSTRUCTIES NADER BEZIEN

*‘In hoeverre kunnen beschermingsconstructies dienstbaar zijn aan de langetermijnwaardcreatie, in het bijzonder wanneer het algemeen belang betrokken is bij de vennootschap?’*



## Universiteit Leiden

Door: Eyup Cerci

Studentnummer: s1040782

Studie: Master Rechtsgeleerdheid,

Ondernemingsrecht, Universiteit Leiden

Scriptiebegeleider: Mr. T.C.A. Dijkhuizen

Plaats: Den Haag

Datum scriptie: februari 2017

Aantal woorden: 17482

E-mail: eyupcerci@gmail.com

## VOORWOORD

Voor u ligt mijn scriptie die is geschreven ter afsluiting van de Master Ondernemingsrecht aan de Universiteit Leiden.

Deze scriptie gaat over het fenomeen beschermingsconstructies. Door het volgen van het vak Ondernemingsrecht en Concernverhoudingen ben ik geïnteresseerd geraakt in de ontwikkeling daarvan. Binnen het vennootschapsrecht is dit een van de meest actuele, controversiële en dynamische onderwerpen. Op zichzelf is dat voldoende aanleiding voor het schrijven van deze scriptie. Daarnaast is dit een goed voorbeeld van een onderwerp waarbij niet alleen wetenschap en praktijk samenkomen, maar ook de principes van de economie en het recht scherp tegenover elkaar worden gezet.

Deze scriptie is deels geschreven bij het advocatenkantoor Stibbe. Ik waardeer het dat zij mij daartoe de gelegenheid hebben gegeven. Zonder anderen tekort te doen, wil ik deze gelegenheid aangrijpen om allereerst mijn scriptiebegeleider dhr. Dijkhuizen bedanken voor zijn begeleiding. Zijn scherpe en consciëntieuze analyses hebben de kwaliteit van deze scriptie positief beïnvloed. Ook wil ik Manuel Lokin bedanken voor de tijd die hij heeft genomen om te sparren over de inhoud van mijn scriptie. Daarnaast wil ik mijn medestudent Mesut Korkmaz bedanken voor het nalezen van mijn scriptie. Tot slot wil ik mijn familie en mijn leermeester bedanken voor de ondersteuning die zij gedurende mijn studie hebben geboden. Hun kennis en ervaring hebben mij een andere *mindset* gegeven.

Mij rest nu enkel nog u veel leesplezier te wensen.

Eyup Cerci

## INHOUDSOPGAVE

<b>1. INLEIDING</b>	4
1.2    Methode van onderzoek	5
<b>2. BESCHERMINGSCONSTRUCTIES IN ALGEMENE ZIN</b>	6
2.1    Beschermingsconstructies en de algemeen aanvaarde gedachte	6
2.1.1    Een wettelijke definitie ontbreekt	7
2.1.2    Enkele motieven voor het gebruik van beschermingsconstructies	7
2.1.3    Bezwaren tegen het gebruik van beschermingsconstructies	8
2.2    Veelvoorkomende driedeling	10
2.2.1    De uitgifte van preferente aandelen	10
2.2.2    Certificering van aandelen	11
2.2.3    Prioriteitsaandelen	12
2.3    Toelaatbaarheid van beschermingsconstructies	13
2.3.1    Een eerste mijlpaal in de moderne jurisprudentie	13
2.3.2    Enige nuances vanuit de rechtspraak	13
2.4    Tussenconclusie	14
<b>3. HET RIJNLANDS MODEL IS TERUG VAN WEGGEWEEST</b>	16
3.1    Vennootschappelijk belang en het Rijnlands model	16
3.1.1    De klassieke verschillen tussen het <i>stakeholders</i> model en <i>shareholders</i> model	18
3.2    Toenemend aandeelhoudersactivisme	18
3.2.1    De gevolgen van toenemend aandeelhoudersactivisme	20
3.3    De wenselijkheid van beschermingsconstructies	21
3.3.1    Verhouding van het publiek belang tot het algemeen belang	22
3.3.2    Het algemeen belang en de discussie daaromtrent	23
3.3.3    Het algemeen belang als rechtvaardiging	25
3.4    Tussenconclusie	26
<b>4. DE HUIDIGE STAND VAN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES</b>	27
4.1    Van KPN naar ABN Amro	27
4.2    Kentering in het denken over de wenselijkheid van beschermingsconstructies	28
4.2.1    Het geschil tussen Boskalis en Fugro	29
4.3    De Monitoring Commissie Corporate Governance	31

4.3.1	De langetermijnwaardecreatie, het vennootschappelijk belang en een mening daaromtrent	31
4.3.2	Het effect van beschermingsconstructies op langetermijnwaardecreatie	33
4.4	Tussenconclusie	35
<b>5.</b>	<b>CONCLUSIE</b>	36
<b>6.</b>	<b>LITERATUURLIJST</b>	38
	Literatuur	39
	Jurisprudentie	42
	Officiële publicaties	43
	De Code e.a.	43
	Nieuwsartikelen	43

## 1. INLEIDING

Het onderwerp beschermingsconstructies heeft in de juridische literatuur de nodige pennen in beweging gebracht. De aandacht voor beschermingsconstructies is vanuit juridisch oogpunt begrijpelijk. Immers, de mogelijkheden voor het bestuur van een beursvennootschap om zich te beschermen tegen een ongewenste overname raakt de kern van het bestaan van de vennootschap.<sup>1</sup> Steeds rijst de vraag onder welke omstandigheden het opwerpen van een beschermingsconstructie gerechtvaardigd is.<sup>2</sup> Zowel in de rechtswetenschap als door de wetgever is getracht om binnen de juridische kaders voorwaarden te stellen aan het gebruik van beschermingsconstructies. Het heeft niet lang geduurd voordat de Hoge Raad in zijn baanbrekende RNA-beschikking een antwoord gaf op deze vraag.<sup>3</sup> Ondertussen was in het Nederlandse vennootschapsrecht een tendens waarneembaar die gericht was op het versterken van de aandeelhouderspositie ten opzichte van die van andere betrokkenen bij de vennootschap.<sup>4</sup> Daarbij brachten kortetermijnbelangen en aandeelhoudersbelangen van activistische aandeelhouders veelal een inbreuk op het vennootschappelijk belang teweeg.<sup>5</sup> De versterking van de aandeelhouderspositie leidde derhalve tot conflicten tussen het bestuur, de raad van commissarissen (hierna: RvC) en de aandeelhouders over de strategie van de onderneming,<sup>6</sup> en dus ook tot het handhaven dan wel ontmantelen van beschermingsconstructies. Rond 2007 begon het tij zich te keren, dit keer herijking in omgekeerde richting van de aandeelhouderspositie.<sup>7</sup> In het verlengde daarvan werd de discussie over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies verlegd naar de vraag of het (mede) dienen van het algemeen belang als rechtvaardiging kan worden gezien. Mede vanwege de ‘herkalibrering van de aandeelhouderspositie’,<sup>8</sup> lijkt het erop dat anno 2017 de visie op beschermingsconstructies ingrijpend is gewijzigd, hetgeen heeft geleid tot de huidige stand van beschermingsconstructies. In lijn met deze ontwikkelingen stelt de herziene Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: Code 2016) dat het bestuur zich dient te richten op de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders meeweegt.<sup>9</sup> Derhalve staat in deze scriptie de volgende hoofdvraag centraal:

---

<sup>1</sup> A.A. Bootsma e.a., *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, Wetenschappelijk onderzoek ten behoeve van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code naar de praktijk van (potentiële) bescherming(smaatregelen) bij Nederlandse beursvennootschappen en de naleving van Best Practice Bepaling IV.3.11 van de Nederlandse Corporate Governance Code, 4 september 2015, p. 5-7.

<sup>2</sup> Bootsma 2015, p. 5-7.

<sup>3</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161 (*RNA/Westfield*).

<sup>4</sup> B.F. Assink, ‘Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur’, in B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadvies van de Vereniging ‘Handelsrecht’ 2009, Deventer: Kluwer 2009, p. 17.

<sup>5</sup> B.T.M. Steins Bisschop, ‘Beschermingsperikelen - de onhoudbaarheid van beschermingspreferente aandelen’, *TvOB* 2009/1, p. 12.

<sup>6</sup> De Verantwoording van het werk van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code Frijns, p. 47.

<sup>7</sup> Assink 2009, p. 30.

<sup>8</sup> Met het begrip ‘herkalibrering van de aandeelhouderspositie’ wordt bedoeld dat de versterking van de aandeelhouderspositie wordt teruggedrongen. Zie: Assink 2009, p. 41.

<sup>9</sup> De herziene Nederlandse Corporate Governance Code 2016, principe 1.1, p. 13.

“In hoeverre kunnen beschermingsconstructies dienstbaar zijn aan de langetermijnwaardecreatie, in het bijzonder wanneer het algemeen belang betrokken is bij de vennootschap?”

Teneinde deze hoofdvraag te beantwoorden, wordt allereerst in hoofdstuk 2 het begrip beschermingsconstructies in de breedste zin uitgelegd, met de nodige aandacht voor de motieven ervoor en bezwaren ertegen. In het verlengde daarvan wordt de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies onder de loep genomen. In dit kader zal uitgebreid stil worden gestaan bij de welbekende RNA-beschikking. Vervolgens wordt in hoofdstuk 3 uiteengezet hoe het *shareholders*model zich verhoudt tot het *stakeholders*model en wat de oorzaken en gevolgen zijn van het toenemende activisme van aandeelhouders. Daarbij staat het vennootschappelijk belang centraal. Tegen deze achtergrond wordt bezien of het (mede) dienen van het algemeen belang als rechtvaardiging kan gelden voor het opwerpen van een beschermingsconstructie. In hoofdstuk 4 zal dit nader worden uitgewerkt door stil te staan bij de recente ontwikkelingen. Bezien wordt of de herkalibrering van de rol van aandeelhouders geleid heeft tot een gewijzigde visie op beschermingsconstructies en wat dit betekent voor het vennootschappelijk belang. In het verlengde daarvan wordt stilgestaan bij de vraag of de langetermijnwaardecreatie een andere invulling geeft aan het vennootschappelijk belang en of het opwerpen van een beschermingsconstructie waarde creëert op lange termijn voor alle stakeholders. De ontwikkeling van beschermingsconstructies vormt de rode draad in dit onderzoek. Mijn mening zal in het gehele onderzoek door worden geventileerd. In hoofdstuk 5 sluit ik af met een conclusie, waarbij eerst een korte herhaling volgt van het reeds geconstateerde en vervolgens terug zal worden gekomen op de hoofdvraag van dit onderzoek.

## **1.2 Methode van onderzoek**

Het bovenstaande zal onderzocht worden aan de hand van een juridische analyse binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Met dit onderzoek probeer ik inzicht te geven in de meest belangrijke aspecten van het onderwerp. Gezien het korte bestek hiervan kan ik niet op alle aspecten uitgebreid ingaan. In sommige gevallen volsta ik met een korte bespreking, die niet altijd recht doet aan het onderwerp. Dit onderzoek heeft verder geen rechtsvergelijkend karakter, behalve kort bij de bespreking van de verschillen tussen *shareholders*model en *stakeholders*model. Bovendien worden de economische en filosofische overwegingen van dit onderwerp buiten beschouwing gelaten. Teneinde de hoofdvraag te beantwoorden, wordt allereerst kritisch gekeken naar de wet- en regelgeving. Daarnaast wordt de nodige aandacht geschonken aan de bestaande literatuur, jurisprudentie, parlementaire stukken en de actualiteiten. De geraadpleegde websites zijn voor het laatst door mij in februari 2017 bezocht.

## 2. BESCHERMINGSCONSTRUCTIES IN ALGEMENE ZIN

In dit hoofdstuk staat het juridisch kader van beschermingsconstructies bij Nederlandse beursvennootschappen centraal. Allereerst wordt een omschrijving gegeven van het begrip beschermingsconstructies en in het verlengde daarvan komen de motieven voor en bezwaren tegen het gebruik van beschermingsconstructies aan bod. Vervolgens komt ter illustratie een bespreking van een aantal bekende constructies beknopt aan de orde. Tegen deze achtergrond wordt door middel van de rechtspraak de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies uiteengezet, waarbij de rol van de aandeelhouder met betrekking tot de strategie van de onderneming nader wordt gezien.

### 2.1 Beschermingsconstructies en de algemeen aanvaarde gedachte

Onder invloed van de Franse Revolutie is een einde gemaakt aan de in Nederland heersende autocratische vennootschapsstructuur. In deze structuur werden de bewindvoerders<sup>10</sup> door de regering voor het leven benoemd, zonder dat de participanten<sup>11</sup> hierop enige invloed konden uitoefenen.<sup>12</sup> De Franse Code de Commerce bracht als hoofdbeginsel het volgende: gelijkgerechtigdheid van alle aandeelhouders, soevereiniteit der algemene vergadering van aandeelhouders en vrije keuze van de bestuurders uit de aandeelhouders, waarbij de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AvA) beschouwd werd als de hoogste macht binnen de vennootschap.<sup>13</sup> Deze wijziging, die vandaag de dag het fundament vormt van ons vennootschapsrecht, werd aanvankelijk door familiebedrijven uit de 19<sup>e</sup> eeuw met open armen ontvangen. De situatie veranderde echter met de opkomst van de industriële revolutie, die grote kapitaalinvesteringen noodzakelijk maakte, welke niet verschaft konden worden uit het familiekapitaal.<sup>14</sup> Om die reden maakten familiebedrijven veelal de overgang naar open vennootschappen. Dit had de verspreiding van aandelen als gevolg. In ruil hiervoor leverde het bestuur stemmacht in.<sup>15</sup> Tegelijkertijd ontstond veelal de noodzaak om oligarchische regelingen te treffen.<sup>16</sup> Dit zijn kortgezegd regelingen die het machtsevenwicht tussen het bestuur en de AvA beïnvloeden, doorgaans ten voordele van het bestuur.<sup>17</sup> Derhalve hebben oligarchische regelingen een beschermend karakter en kunnen daarom gezien worden als een beschermingsconstructie.

---

<sup>10</sup> De bewindvoerders van toen zijn de bestuurders van nu.

<sup>11</sup> De participanten van toen zijn de aandeelhouders van nu.

<sup>12</sup> R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Kluwer: Deventer 1989, p. 1-2.

<sup>13</sup> Voogd 1989, p. 1-2; M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten*, Kluwer: Deventer 2010, p. 23.

<sup>14</sup> Voogd 1989, p. 3.

<sup>15</sup> Het fenomeen waar bij het aandelenbezit wordt gescheiden van het bestuurlijke toezicht wordt doorgaans aangeduid als '*separation of ownership and power*'. Zie: P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 24-25.

<sup>16</sup> Voogd 1989, p. 3; B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en de rol van aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (oratie Maastricht), Deventer: Kluwer 2015, p. 14-15.

<sup>17</sup> Voogd 1989, p. 4-5.

### 2.1.1 Een wettelijke definitie ontbreekt

Een wettelijke definitie van het begrip beschermingsconstructies ontbreekt in het Nederlandse vennootschapsrecht. Als gevolg hiervan heeft menig rechtsgeleerde getracht deze regelingen nader te omschrijven. Een in het oog springende omschrijving, mede vanwege haar ruime uitleg, is de opvatting van Van Solinge & Nieuwe Weme.<sup>18</sup> In hun opvatting zijn beschermingsconstructies statutaire of niet-statutaire regelingen of handelingen waarmee wordt getracht te voorkomen dat de belangen van de onderneming en de daarbij betrokkenen worden geschaad door ongewenste invloed van kapitaalverschaffers. Hierdoor kan de zeggenschap van de aandeelhouders in geval van een dreigende vijandige overname tijdelijk worden beperkt. Een overname wordt vijandig genoemd als zij geschiedt tegen de wil van het bestuur van de doelvennootschap.<sup>19</sup> Het gevolg van een vijandige overname is dat een activistische aandeelhouder<sup>20</sup> een strategiewijziging kan opdringen die nadelig kan uitpakken voor verschillende stakeholders, waaronder crediteuren, werknemers of leveranciers en andere bij de vennootschap betrokken belanghebbenden. Het bestuur stelt zich veelal op het standpunt dat het zijn taak en verantwoordelijkheid is om de onderneming naar beste vermogen te leiden teneinde de identiteit en onafhankelijkheid van de onderneming te handhaven.<sup>21</sup>

### 2.1.2 Enkele motieven voor het gebruik van beschermingsconstructies

De bovengenoemde omschrijving van beschermingsconstructies wekt de suggestie dat deze slechts worden ingezet om de vennootschap te beschermen tegen ongewenste overnames. Dit verdient echter enige nuancering. Beschermingsconstructies kunnen ook worden ingezet teneinde de stabiliteit van de besluitvorming in de AvA te bevorderen.<sup>22</sup> Dit is met name van belang bij beursvennootschappen, waarin minderheden bij een relatief geringe opkomst van aandeelhouders in de AvA de besluitvorming kunnen dwarsbomen.<sup>23</sup> Daarnaast kunnen beschermingsconstructies het doel hebben

---

<sup>18</sup> G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 10. Beschermingsconstructies. Deel II\*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 632.

<sup>19</sup> B.T.M. Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correct en bedrijfsmatig effectieve benadering* (oratie Maastricht), Zutphen: Uitgever Paris 2008, p. 9.

<sup>20</sup> Aandeelhoudersactivisme kenmerkt zich door de invloed die (groot)aandeelhouders op de strategie van de onderneming willen uitoefenen. Daarbij vindt beïnvloeding van het beleid en de strategie plaats in direct contact met betrokken ondernemingsorganen. Zie: T.C. Leliveld, 'Aandeelhoudersactivisme en marktmissbruik', *TFR* 2007/4, p. 104.

<sup>21</sup> W.C.L. van der Grinten, *Beschermingsconstructies en de beurs*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf 1989, p. 4.

<sup>22</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 631.

<sup>23</sup> R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergadering-seizoen 2006: feiten en trends', *TvOR* 2006/5, p. 169-177; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 632; Eumedion, 'Evaluatie van het AVA-seizoen 2015', 9 juli 2015, te raadplegen via [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl). In dit kader moet worden opgemerkt dat het gemiddelde percentage van ter vergadering gebrachte stemmen in AEX-vennootschappen in 2006 36,4% bedroeg. We zien dat het gemiddelde percentage van ter vergadering gebrachte stemmen in 2008 is gestegen naar 47,5%. Recentelijk is gebleken dat de participatie van stemgerechtigden aan de besluitvorming in de AvA de afgelopen jaren tot ongeveer 70% is toegenomen.



de verschillende belangenposities in de vennootschap te handhaven, zoals de positie van de oprichters of van bepaalde kapitaalverschaffers.<sup>24</sup>

In de literatuur wordt verder bepleit dat beschermingsconstructies een positief effect hebben op de (aandeelhouders)waarde op lange termijn en dat deze een instrument vormen voor het bestuur om de belangen van de aandeelhouders beter te behartigen.<sup>25</sup> Een verklaring hiervoor is dat door het inzetten van beschermingsconstructies het overnameproces vertraagd wordt, waardoor andere potentiële bidders een bod kunnen uitbrengen. Het bestuur heeft immers door verschillende biedingen een betere onderhandelingspositie, waardoor een hoger bod kan worden bedongen.<sup>26</sup> Dit wordt ook wel de ‘*stockholder interest-hypothese*’ genoemd. Een empirisch onderzoek naar deze hypothese is geleverd door Rijken.<sup>27</sup> Zijn onderzoek heeft betrekking op alle Nederlandse beursvennootschappen die in de periode 1983-2002 een notering hadden op de Amsterdam Exchange Index (hierna: AEX). Het opwerpen van beschermingsconstructies bood ruim 10% hogere overnamepremies dan voor beursvennootschappen zonder beschermingsmaatregelen.

### 2.1.3 *Bezwaren tegen het gebruik van beschermingsconstructies*

Eén van de grootste bezwaren in de literatuur tegen het gebruik van beschermingsconstructies is de ondermijning van de aandeelhouderspositie.<sup>28</sup> Beschermingsconstructies kunnen afbreuk doen aan het systeem van *checks and balances* binnen de beursvennootschap en kunnen voorbijgaan aan de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders. In de opvatting van Van Solinge & Nieuwe Weme kunnen degenen aan wie bijzondere zeggenschap wordt toegekend – denk hierbij aan houders van prioriteitsaandelen of aan het bestuur van een bevriende stichting – als zodanig geen verantwoording verschuldigd zijn aan enig vennootschappelijk orgaan over de wijze waarop zij hun zeggenschap hebben gebruikt.<sup>29</sup> Dit brengt mee dat beschermingsconstructies kunnen leiden tot ondoorzichtigheid van de feitelijke machtsverhoudingen in de vennootschap en tot het verstoren van het evenwicht in de vennootschap.<sup>30</sup>

Daarnaast hebben beschermingsconstructies volgens de ‘*management entrenchment-hypothese*’ een negatief effect op de aandeelhouderswaarde. Deze hypothese houdt in dat het bestuur

---

<sup>24</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 632.

<sup>25</sup> A. van der Krans & J.B.J. van der Kolk, ‘Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies’, *O&F* 2008/2, p. 35.

<sup>26</sup> Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 35.

<sup>27</sup> H.A. Rijken, ‘Het waarden en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies’, presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de groepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam, te vinden op [http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data\\_o/docs/180\\_5575.pdf](http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data_o/docs/180_5575.pdf). B. Lauterbach, I.B. Malitz & J. Vu, ‘Takeover threats, antitakeover amendments and stock price reaction’, *Managerial and Decision Economics* 1991, p. 499-510.

<sup>28</sup> J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, ‘Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie’ *O&F* 2010/4, p. 63.

<sup>29</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 633. Hierbij verdient opmerking dat zowel besluiten van prioriteitsaandeelhouders als van het bestuur van een bevriende stichting dienen te worden getoetst aan de in art. 2:8 BW opgenoemde redelijkheid en billijkheid.

<sup>30</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 633.

beschermingsconstructies opwerpt om zijn eigen positie veilig te stellen ten koste van de belangen van de aandeelhouders.<sup>31</sup> Een overname heeft namelijk vaak tot gevolg dat het bestuur van de doelvennootschap wordt ontslagen, hetgeen deze bestuurders willen voorkomen omdat dit veelal verlies van positie, macht en prestige betekent.<sup>32</sup> Het opwerpen van een beschermingsconstructie kan tevens tot gevolg hebben dat de effectiviteit van de *market for corporate control* wordt verstoord.<sup>33</sup> Dit laatste houdt in de kern in dat overnames de economische efficiëntie bevorderen en dat slecht presenterende ondernemingen onder de disciplinerende werking van de markt een aantrekkelijk doelwit worden voor een overname.<sup>34</sup> Beschermingsconstructies staan haaks op deze theorie. Schenk kan zich echter hiermee niet verenigen.<sup>35</sup> Hij stelt allereerst dat doelwitten van een openbaar bod stelselmatig beter presteren dan de overige ondernemingen in dezelfde sector. Het zijn dus niet per definitie slecht presterende ondernemingen. Onder verwijzing naar onderzoek wijst hij er bovendien op dat overnames in het algemeen, en vooral op lange termijn, een negatieve uitwerking hebben op de aandeelhouderswaarde en de reële waarde zoals productiviteit, winstgevendheid, marktaandeel en innovatie.<sup>36</sup>

Een ander bezwaar is dat het gebruik van beschermingsconstructies leidt tot een negatief effect op de koers-winstverhouding. Dit fenomeen wordt getypeerd als de *Dutch discount* en behelst het verschijnsel dat Nederlandse aandelen een lagere koers hebben dan vergelijkbare buitenlandse aandelen met dezelfde koers-winstverhouding.<sup>37</sup> Hierdoor zouden buitenlandse beleggers minder snel willen investeren in Nederlandse beursvennootschappen. Het is echter de vraag of dit argument nog standhoudt in de literatuur. Het lijkt erop dat dit argument ondertussen is achterhaald. Van Solinge & Nieuwe Weme stellen dat het verband tussen bescherming en waardeverschil moeilijk te leggen is.<sup>38</sup> De *Dutch Discount* kan immers ook veroorzaakt worden door andere factoren, zoals de liquiditeitsverschillen die invloed hebben op de beurs. Het argument dat buitenlandse beleggers minder snel in Nederlandse beursvennootschappen investeren is volgens De Koning Gans & Oostwouder inconsequent, omdat in elke westerse economie met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk beschermingsconstructies voorkomen.<sup>39</sup> Ik zal later aantonen dat dit bedrijfseconomische argument niet opweegt tegen de voordelen die een beschermingsconstructie biedt. Dit zal nader uitgewerkt worden in paragraaf 3.2.2. Uiteengezet zal worden dat het activisme van aandeelhouders veelal een inbreuk leverde op het vennootschappelijk belang, wat bovendien verstrekkende gevolgen had voor de samenleving.

---

<sup>31</sup> Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 37.

<sup>32</sup> *Ibid.*

<sup>33</sup> Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 62-63.

<sup>34</sup> *Ibid.*

<sup>35</sup> H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *O&F* 2010/18, p. 64.

<sup>36</sup> Shenk 2010, p. 61-71.

<sup>37</sup> Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 63; H.A. Rijken, 'Muur tegen overname is onzin; hoogleraar onderzoekt beschermingsconstructies', *FD* 26 november 2006.

<sup>38</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 633.

<sup>39</sup> De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 63.

## 2.2 Veelvoorkomende driedeling

Het mag nu duidelijk zijn dat de meningen over het gebruik van beschermingsconstructies uiteenlopen. Niettemin hebben zich in de praktijk vanaf de 19<sup>e</sup> eeuw regelmatig constructies ontwikkeld die zeggenschap aan aandeelhouders ontnemen. Deze constructies komen in uiteenlopende vormen voor. De meestvoorkomende en gangbare constructies op de AEX zijn: (i) de uitgifte van preferente aandelen, (ii) de certificering van aandelen en (iii) de uitgifte van prioriteitsaandelen.<sup>40</sup> Deze constructies zullen hierna ter illustratie beknopt uiteen worden gezet.<sup>41</sup>

### 2.2.1 De uitgifte van preferente aandelen

Met de uitgifte van preferente aandelen (hierna: beschermingsprefs) wordt beoogd dat de bevriende stichting over overwegende zeggenschap komt te beschikken in de AvA.<sup>42</sup> Uit het onderzoek van Van der Elst e.a. blijkt dat de uitgifte van beschermingsprefs in Nederland de meestvoorkomende beschermingsmaatregel is.<sup>43</sup> In de praktijk verloopt de bescherming door prefs in een aantal stappen. Eerst wordt de bevoegdheid van de AvA – tot het uitgeven van preferente aandelen en het geven van rechten tot verkrijgen van preferente aandelen – door een specifiek besluit, conform art. 2:96 lid 1 BW, aan het bestuur gedelegeerd.<sup>44</sup> Na dit delegatiebesluit sluit het bestuur namens de vennootschap een overeenkomst met een derde, doorgaans een bevriende stichting, waarin aan deze stichting in de regel een *call optie*<sup>45</sup> wordt verleend tot het nemen van preferente aandelen.<sup>46</sup> Daarbij bepalen de statuten van de stichting en de optieovereenkomst in de regel wanneer de stichting tot het invoeren van de optie mag overgaan. Dit zal veelal het geval zijn bij een dreigende vijandige overname. Wanneer een dergelijke situatie zich voordoet, kunnen vervolgens beschermingsprefs daadwerkelijk worden uitgegeven. Het voordeel hiervan is dat preferente aandelen in tegenstelling tot gewone aandelen – die in gevallen als deze altijd op naam staan en niet hoeven te worden volgestort – slechts dienen te voldoen aan de stortingsplicht van 25%.<sup>47</sup> Aangezien blijkens art. 2:118 BW de houders van preferente aandelen en gewone aandelen een gelijk stemrecht hebben, kan derhalve tegen een relatief klein

---

<sup>40</sup> C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, 24 oktober 2007, p. 56, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/2000\\_2009/2008/b26688.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/2000_2009/2008/b26688.ashx).

<sup>41</sup> Andere mogelijke beschermingsconstructies - zoals verkoop van kroonjuwelen, poison pill, loyaliteitsaandelen, pandora constructie, aandelen met verschillende nominale waarde, structuurregeling, piramideconstructie - laat ik hier verder buiten beschouwing. Zie meer over deze constructies: Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 637-638.

<sup>42</sup> L.M. Mantel & F.G.K. Overkleef, 'De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen', *O&V* 2009/10, p. 194.

<sup>43</sup> Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, p. 56.

<sup>44</sup> Mantel & Overkleef 2009, p. 194-195; Van Ginneken 2010, p. 30.

<sup>45</sup> Het recht om aandelen tegen een van tevoren vastgestelde koers te kopen.

<sup>46</sup> Mantel & Overkleef 2009, p. 194-195; Van Ginneken 2010, p. 30.

<sup>47</sup> Mantel & Overkleef 2009, p. 195; Art. 2:80 lid 1 BW.

bedrag een aanzienlijk belang van stemrechten bij de stichting worden neergelegd.<sup>48</sup> Ik herhaal nog even de zinsnede ‘tegen een relatief klein bedrag’, omdat zelfs voor de financiering van de stortingsplicht een lening wordt verkregen bij de bank. Hierbij wordt de oplossing gekozen het winstrecht van de aandelen te koppelen aan het rentepercentage, waarbij de lening terugbetaald wordt wanneer het overnamegevaar is teruggedrongen.<sup>49</sup> De vennootschap trekt dan immers haar aandelen in. Hierdoor is het mogelijk tegen een relatief klein bedrag de besluitvorming in de AvA te beïnvloeden om zodoende vijandige bidders buiten de deur te houden.<sup>50</sup>

### 2.2.2 *Certificering van aandelen*

Certificering van aandelen is, in tegenstelling tot de zojuist besproken beschermingsprefs, een buiten-statutaire beschermingsconstructie die de afgelopen jaren aan populariteit heeft ingeboet. Bij certificering worden de op naam gestelde aandelen in de vennootschap ten titel van beheer gegeven of overgedragen aan een administratiekantoor (hierna: AK).<sup>51</sup> Het AK, meestal een stichting, geeft vervolgens certificaten van aandelen uit aan de uiteindelijke kapitaalverschaffers, waarbij het in beginsel de ‘juridische eigenaar’ blijft. De ‘economische rechten’ die aan een aandeel verbonden zijn, gaan daarentegen over naar de certificaathouders.<sup>52</sup> Bij certificering van aandelen ontstaat derhalve een driehoeksverhouding tussen de vennootschap, het AK en de certificaathouders, waarbij de rechtsverhouding tussen het AK en de certificaathouders wordt bepaald door administratievoorwaarden die zijn opgenomen in de certificeringsovereenkomst. Dit komt er in de kern op neer dat het AK in beginsel gerechtigd is tot het uitoefenen van het stemrecht en dat de certificaathouders recht hebben op het dividend.<sup>53</sup> Blijkens art. 3:259 lid 1 BW heeft de certificaathouder een vordering op het AK. Het AK incasseert in dat geval de dividenden als aandeelhouder. Sinds de invoering van art. 2:118a lid 1 BW kunnen certificaathouders om een volmacht verzoeken teneinde het stemrecht uit te oefenen. Door de stemmacht neer te leggen bij een bevriend AK, kan certificering van aandelen dus een duidelijk beschermend karakter hebben tegen ongewenste aandeelhoudersinvloed. Dit is echter wel afhankelijk van de omstandigheid of de certificaten royeerbaar of beperkt royeerbaar zijn. Niet-royeerbare certificaten zijn niet toegestaan op de beurs.<sup>54</sup> In hoofdstuk 4 zal certificering van aandelen nader worden gezien in het licht van de beursgang van ABN Amro.

---

<sup>48</sup> Mantel & Overkleef 2009, p. 195.

<sup>49</sup> J. Grazell & R. Kabir, *Beschermingsconstructies en corporate governance: recente ontwikkelingen*, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2001, p. 23; Steins Bisschop 2009, p. 12. Volgens Steins is dit een situatie die dicht bij het financieel steunverbod komt als bedoeld in art. 2:98c BW. Aangezien de stichting geen zekerheid heeft, verleent de bank slechts een lening op basis van de vertrouwelijke relatie met de vennootschap.

<sup>50</sup> Mantel & Overkleef 2009, p. 195; Van Ginneken 2010, p. 33.

<sup>51</sup> Van Ginneken 2010, p. 33; Van Schilfgaarde 2013, p. 230.

<sup>52</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 658.

<sup>53</sup> De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 69.

<sup>54</sup> Van Ginneken 2010, p. 33.

### 2.2.3 Prioriteits aandelen

Het hebben van prioriteits aandelen is in Nederland van oudsher een bekende beschermingsconstructie.<sup>55</sup> Kort en goed kunnen de statuten blijkens art 2:92 lid 3 BW aan bepaalde aandelen bijzondere zeggenschapsrechten verbinden. Bij beursvennootschappen worden deze rechten doorgaans aan een bevriende relatie of een stichting gegeven. Deze rechten houden onder meer de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen in, het voorstellen van dividendbeleid en het goedkeuren van statutenwijziging.<sup>56</sup> Dwingendrechtelijke bepalingen die toekomen aan bepaalde organen zijn hier echter van uitgesloten. Met betrekking tot deze besluiten kan wel worden bepaald dat goedkeuring van de prioriteitsaandeelhouders is vereist of dat een besluit slechts op voordracht van de prioriteitsaandeelhouders kan worden genomen. De constructie ontleent feitelijk aan prioriteitsaandeelhouders een vetorecht en hierdoor is het mogelijk zeggenschap te concentreren. Dit kan als bescherming dienen tegen ongewenste aandeelhoudersinvloed.<sup>57</sup> Deze vorm van bescherming heeft als voordeel dat het geen bijzondere acties vereist van het bestuur. Niettemin komt deze maatregel in de praktijk zelden als het enige beschermingsmiddel voor. In de eerste plaats is dit zo, omdat de bescherming zich beperkt tot specifieke zeggenschapsrechten. In de tweede plaats komt dit, omdat uit art. 2:133 lid 2 jo. art 2:142 lid 2 BW blijkt dat dwingendrechtelijke bevoegdheden doorbroken kunnen worden door een besluit van de AvA dat is genomen met tweederde meerderheid van de uitgebrachte stemmen.<sup>58</sup>

## 2.3 Toelaatbaarheid van beschermingsconstructies

De rechtsgeldigheid van de invoering van de meeste statutaire beschermingsconstructies is zo goed als onbetwist.<sup>59</sup> Beschermingsconstructies zijn toegestaan indien de vereiste procedures zijn gevolgd en de besluitvorming rechtsgeldig tot stand is gekomen.<sup>60</sup> Aandeelhouders die zich in hun belang voelen aangetast, hebben op grond van art. 2:15 lid 1 sub b jo. 2:8 BW de mogelijkheid de voorgenomen maatregel te vernietigen door een beroep te doen op de redelijkheid en billijkheid. Sinds het mogelijk is om een onmiddellijke voorziening te treffen, wordt dit beroep aangebracht bij de Ondernemingskamer (hierna: OK). Om die reden wordt in Nederland het bestuurlijk handelen in een vijandige overnamesituatie in toenemende mate genormeerd in de enquêteprocedure.<sup>61</sup>

---

<sup>55</sup> De aanwezigheid van prioriteits aandelen is in 1992 teruggelopen van 42% naar 20% in 2006. Zie: Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, p. 56.

<sup>56</sup> M.M. van den Berg, 'Beschermingsconstructies bij IPO's anno 2015', *V&O* 2015/2, p. 22.

<sup>57</sup> Van den Berg 2015, p. 22.

<sup>58</sup> De Koning Gans & Oostwouder 2010, p. 67. Hierbij wil ik opmerken dat volgens de Nederlandse Corporate Governance Code 2008, *best practice* IV.1.1 een besluit tot het ontnemen van een bindend karakter tot benoeming van een bestuurder of commissaris zelfs bij 'volstreekte meerderheid' door de AvA kan worden doorbroken.

<sup>59</sup> Van Ginneken 2010, p. 38.

<sup>60</sup> Van Ginneken 2010, p. 38-39; M.J.G.C. Raaijmakers, 'Beschermingsconstructies: Auxinvest/GTI Holding', *AA* 1995/2, p. 133.

<sup>61</sup> Van Ginneken 2010, p. 40.

### 2.3.1 *Een eerste mijlpaal in de moderne jurisprudentie*

Een eerste mijlpaal in de moderne jurisprudentie over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies komt voort uit de beschikking die door de OK is gegeven in de Gucci/LVHM-zaak.<sup>62</sup> In deze beschikking is geoordeeld dat de vennootschap in beginsel vrijstaat maatregelen te nemen om te voorkomen dat een aandeelhouder in de vennootschap een overwegende mate van zeggenschap verkrijgt die haar niet welgevallig is.<sup>63</sup> Dit impliceert dat het in stelling brengen van beschermingsconstructies in het geval van een ongewenste overnamesituatie op zichzelf geoorloofd kan zijn. De vraag dringt zich op aan welke vereisten het nemen van een beschermingsmaatregel in het concrete geval moet voldoen om gerechtvaardigd te zijn. Een duidelijk antwoord op deze vraag is gegeven door de Hoge Raad in de RNA/Westfield-beschikking.<sup>64</sup> Deze beschikking is zonder twijfel één van de belangrijkste uitspraken omtrent de normering van beschermingsconstructies in vijandige overnamesituaties.<sup>65</sup> Derhalve zal hierna nader worden stilgestaan bij deze beschikking.

### 2.3.2 *Enige nuances vanuit de rechtspraak*

Rodamco North America NV (hierna: RNA) was een beleggingsmaatschappij waarvan de aandelen genoteerd waren op de beurs. De Australische rechtspersoon Westfield Limited (hierna: Westfield) had op 24 augustus 2001 een belang van 23,9% in RNA verworven en probeerde hiermee beslissende invloed over RNA uit te oefenen. Westfield had onder andere verzocht een buitengewone AvA bijeen te roepen om te beraadslagen en te beslissen over het ontslag van het bestuur en de RvC van RNA. Dit verzoek werd door het bestuur afgewezen. Het bestuur koos voor de volgende beschermingsmaatregel: het richtte een stichting op die maximaal 41,2% van de aandelen in RNA hield.<sup>66</sup> Uiteindelijk kwam deze zaak na lang procederen bij de Hoge Raad.

De Hoge Raad bevestigt in de eerste plaats het uitgangspunt dat het de vennootschap in beginsel vrij staat beleid te voeren tegen pogingen van ongewenste overnames. Tegelijkertijd brengt de Hoge Raad enige nuance aan op dit uitgangspunt. De vraag of een maatregel gerechtvaardigd is, dient volgens de Hoge Raad te worden beantwoord aan de hand van de omstandigheden van het geval. Daarbij zou met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de doelvennootschap in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het opwerpen van de maatregel noodzakelijk is om de status

---

<sup>62</sup> Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AB0446 (*Gucci/LVMH*); Mantel & Overkleef 2009, p. 194; D.M.H. de Leeuw, 'Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht (Boskalis/Fugro, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452)', *TAO* 2015/3, p. 118.

<sup>63</sup> Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AB0446, r.o. 4.2 (*Gucci/LVMH*).

<sup>64</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161 (*RNA/Westfield*).

<sup>65</sup> Van Ginneken 2010, p. 40.

<sup>66</sup> Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AD4598, r.o. 2.1 t/m 2.11 (*RNA/Westfield*).

quo te handhaven.<sup>67</sup> In het verlengde hiervan stelt de Hoge Raad als maatstaf dat een beschermingsmaatregel dient te vallen binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar. Het handhaven van een beschermingsmaatregel voor onbepaalde tijd zal in algemene zin niet gerechtvaardigd zijn.<sup>68</sup> De noodzakelijkheid kan bestaan uit het beschermen van de continuïteit van de vennootschap en de belangen van andere betrokkenen. De maatstaf van een adequate en proportionele reactie geldt zowel voor het opwerpen van de beschermingsmaatregelen als voor het handhaven daarvan.<sup>69</sup> Uit het bovenstaande blijkt dus dat de Hoge Raad een algemeen toetsingskader heeft geformuleerd onder welke omstandigheden het opwerpen dan wel handhaven van een beschermingsconstructie gerechtvaardigd is.

De vraag rijst dan welke rol voor de AvA is weggelegd bij het bepalen van de strategie met betrekking tot het opwerpen en handhaven van een beschermingsconstructie. Een antwoord hierop wordt niet gegeven in de RNA-beschikking. Deze vraag is echter wel een aantal jaren later beantwoord door de Hoge Raad in de ABN Amro- en ASMI-beschikking.<sup>70</sup> Met betrekking tot de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden ondernemingen oordeelde de Hoge Raad in beide beschikkingen dat het in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur en dat de RvC hier slechts toezicht op houdt. De AvA kan haar opvattingen hierover tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten. Het bestuur is evenwel niet verplicht de AvA vooraf bij zijn besluitvorming te betrekken wanneer het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Het feit dat de aandeelhouders het oneens zijn met het beleid van het bestuur en de RvC brengt niet zonder meer mee dat het bestuur gehouden is op de visie van de AvA in te gaan.<sup>71</sup> Het bestuur en de RvC dienen bij hun handelingen immers steeds het belang van de onderneming en de belangen van alle betrokkenen, waaronder de aandeelhouders, in aanmerking te nemen.<sup>72</sup> De rol van de AvA bij het bepalen van de strategie blijkt uit het vorenstaande beperkt te zijn.<sup>73</sup> Hierop moet men zich echter niet blindstaren. Weliswaar heeft de Hoge Raad aandeelhouders betoegeld en bestuursautonomie versterkt, maar tegelijkertijd hebben aandeelhouders de afgelopen tien tot vijftien jaar verschillende mogelijkheden tot hun beschikking gekregen om invloed uit te oefenen op de strategie van de onderneming.

## 2.4 Tussenconclusie

Beschermingsconstructies zijn regelingen die worden ingezet om de belangen van de vennootschap en de daarbij betrokkenen te beschermen tegen ongewenste aandeelhoudersinvloed. Over het gebruik van

---

<sup>67</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*).

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> Van Ginneken 2006, p. 6.

<sup>70</sup> HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, r.o. 4.3 (*ABN Amro*) en HR 8 september 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.1 (*ASMI*).

<sup>71</sup> HR 8 september 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.2 (*ASMI*).

<sup>72</sup> De Leeuw 2015, p. 118. Zie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 631.

<sup>73</sup> De Leeuw 2015, p. 118.

dergelijke maatregelen zijn de meningen in de literatuur verdeeld. In de RNA-beschikking heeft de Hoge Raad zich actief gemengd in deze discussie. In deze beschikking is bevestigd dat het de vennootschap in beginsel vrijstaat beleid te voeren dat erop gericht is zich te beschermen tegen ongewenste aandeelhoudersinvloed. In het verlengde daarvan schetst de Hoge Raad een algemeen toetsingskader waaraan een maatregel dient te voldoen. Ondertussen is algemeen aanvaard dat het bepalen van de strategie van de onderneming een aangelegenheid is van het bestuur onder toezicht van de RvC. De AvA kan haar opvattingen omtrent beschermingsconstructies ter stemming brengen door de haar in de wet en statuten toegekende rechten te benutten.



### 3. HET RIJNLANDS MODEL IS TERUG VAN WEGGEWEEST

Voortbouwend op de taak van het bestuur wordt in dit hoofdstuk allereerst ingegaan op het vennootschappelijk belang en de verhouding daarvan tot het Rijnlands model. Vervolgens wordt de overstap gemaakt naar het toenemend activisme van aandeelhouders, waarbij de nodige aandacht wordt geschonken aan de oorzaken en de gevolgen van de versterking van de positie van de aandeelhouders. In het verlengde daarvan wordt de discussie over de wenselijkheid van beschermingsconstructies nader bezien. Meer in het bijzonder wordt onderzocht of het (mede) dienen van het algemeen belang als rechtvaardiging voor het opwerpen van een beschermingsmaatregel kan dienen.

#### 3.1 Vennootschappelijk belang en het Rijnlands model

Het bepalen van de strategie is, zoals in het voorgaande hoofdstuk blijkt, in beginsel een aangelegenheid van het bestuur. Daarbij dienen bestuurders bij de afweging van hun belangen te handelen binnen de juridische kaders. Zo mag het handelen van het bestuur niet in strijd zijn met de wet, de statuten, de doelomschrijving, de goede zeden en de in art. 2:8 BW bedoelde redelijkheid en billijkheid.<sup>74</sup> Daarnaast dienen bestuurders bij de vervulling van hun taak zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, het zogeheten ‘vennootschappelijk belang’.<sup>75</sup> De precieze betekenis van het begrip vennootschappelijk belang is al jarenlang een voorwerp van een principiële discussie.<sup>76</sup> Maeijer introduceerde dit begrip halverwege de vorige eeuw en omschreef het als ‘*het belang, dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel*’.<sup>77</sup> Met andere woorden: de continuïteit van de onderneming dient centraal te staan. Deze omschrijving wordt ook wel de participantenbenadering genoemd. Tegenover deze benadering staat de resultantebenadering. Daarbij stellen onder andere Van der Heijden & Van der Grinten dat het vennootschappelijk belang gezien moet worden als ‘*de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken*’.<sup>78</sup> Hieruit volgt dus dat op basis van alle omstandigheden moet worden bepaald welk deelbelang in een concreet geval dient te prevaleren.

---

<sup>74</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 394. Indien een besluit zich niet verenigt met deze gronden, zal het ongeldig worden verklaard.

<sup>75</sup> De wet verwijst naar dit begrip in art. 2:129/239 lid 5 BW; Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 24; De Leeuw 2015, p. 118.

<sup>76</sup> P.W.M. van Slobbe, ‘Overnamegevechten, ongewenste investeerders en vitale vennootschappen – Is een investeringstoets ter waarborging van ‘het algemeen belang’ wenselijk?’, *MvO* 2016/7, p. 172.

<sup>77</sup> J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (orantie Nijmegen), in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. Solinge (red.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut – deel 100), Deventer: Kluwer 2009, p. 144.

<sup>78</sup> E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: Tjeenk Willink 1992, nr. 231. Zie ook Van Schilgaarde 2013, p. 28.

Daarbij staan de relevante deelbelangen niet bij voorbaat in een vaste hiërarchie.<sup>79</sup> Zo zullen bijvoorbeeld in een dreigende faillissementssituatie de belangen van de leveranciers zwaarder gaan wegen dan die van de aandeelhouders en vice versa. Het gaat het bestek van dit onderzoek te buiten om nader in te gaan op theoretische verschillen van deze benaderingen. De rode draad in de literatuur over de wijze waarop het vennootschappelijk belang dient ingevuld te worden, is thans in ieder geval gericht op het bevorderen van de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>80</sup> Dit volgt eveneens uit de Cancun-beschikking.<sup>81</sup> In deze beschikking heeft de Hoge Raad overwogen dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Aan het bestuur is derhalve de taak om bij het vervullen van zijn werkzaamheden voortdurend belangen tegen elkaar af te wegen binnen de dimensies van winstgevendheid en geldende wetgeving.<sup>82</sup>

De norm om het vennootschappelijk belang te behartigen wordt het Rijnlands model genoemd.<sup>83</sup> Dit model staat beter bekend als het *stakeholders*model en wordt gekarakteriseerd als een langetermijnsamenwerking van diverse bij de vennootschap betrokken belanghebbenden,<sup>84</sup> en is vooral gebaseerd op de kracht van het collectief, de maatschappelijke consensus en een actieve rol van de Staat.<sup>85</sup> Tegenover het *stakeholders*model staat het *shareholders*model. Dit laatste model, dat van Angelsaksische herkomst is, is daarentegen meer gebaseerd op individueel succes, een minimum aan overheidsbemoediging en winst op korte termijn.<sup>86</sup> Kenmerkend voor het *shareholders*model is dat veelal de positie en het handelen van de aandeelhouders domineren. Daarbij zijn de aandeelhouders doorgaans slechts geïnteresseerd in het maken van winst. Hun manier van denken en handelen kunnen verstrekkende gevolgen hebben voor het bestuur en daardoor ook voor de samenleving.<sup>87</sup> Bij deze gelegenheid wil ik in de volgende paragraaf hier nader op ingaan.

---

<sup>79</sup> B.F. Assink, *De januskop van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2009, p. 38.

<sup>80</sup> M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 1989, p. 12-15; B. Kemp, 'De rol en de positie van de aandeelhouder bij een kapitaalvennootschap in financiële problemen', *TvOB* 2015/6, p. 218; Van Schilfgaarde 2013, p. 28-29; B.F. Assink, 'Belang van de vennootschap, overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 106. Assink stelt dat het vennootschappelijk vooral bestaat uit het bevorderen van het succes van de onderneming over de lange termijn, uitmondend in duurzame waardecreatie in brede zin als logisch resultaat daarvan.

<sup>81</sup> HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, m.nt. Van Schilfgaarde, r.o. 4.2.1 (*Cancun holding*).

<sup>82</sup> *Advies over maatschappelijk ondernemen uitgebracht aan de Staatssecretaris van Economische Zaken* (advies van 15 december 2000, SER 00/11), Den Haag: SER 2000, p. 88, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/2000\\_2009/2000/b19054.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/2000_2009/2000/b19054.ashx). Tot deze deelbelangen behoren de belangen van werknemers, aandeelhouders, andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers en afnemers, maar ook die van de overheid en maatschappelijke groeperingen.

<sup>83</sup> Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 24.

<sup>84</sup> De Code 2016, preambule, p. 8.

<sup>85</sup> P. Bakker, S. Evers, N. Hovers e.a., 'Het Rijnlands model als inspiratiebron', *HMR* 2005/103, p. 72.

<sup>86</sup> *Ibid.*

<sup>87</sup> *Ibid.*, p. 75.

### 3.1.1 *De klassieke verschillen tussen het stakeholdersmodel en shareholdersmodel*

Over de klassieke verschillen tussen het *stakeholdersmodel* en *shareholdersmodel* stelt Van Schilfgaarde dat de verschillen tussen beide benaderingen intussen minder groot zijn dan wordt verondersteld.<sup>88</sup> Zo stelt hij dat het bij het *shareholdersmodel* gaat om het verwezenlijken van de belangen van aandeelhouders op lange termijn, waarbij de behartiging van de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen een voorwaarde is.<sup>89</sup> Ik ben van mening dat de verschillen in beide benaderingen toch groter zijn dan de manier waarop Van Schilfgaarde het interpreteert en beschrijft. Als we ervan uitgaan dat aandeelhouders inderdaad streven naar winst op lange termijn, dan kan ik mij verenigen met de manier waarop Van Schilfgaarde dit omschrijft. In de praktijk is dit echter een illusie. Doorgaans streven aandeelhouders, met name Angelsaksische aandeelhouders, naar winst op korte termijn. Juist dit principiële verschil heeft de afgelopen jaren tot veel spanning geleid in de rechtspraak, literatuur, praktijk en maatschappij. In de hiernavolgende paragraaf zal dit nader worden uiteengezet. Daarnaast is dit verschil goed te zien bij de normering van het bestuurlijk handelen in situaties waar sprake is van een vijandige overname.<sup>90</sup> Uit het Doetinchemse IJzergieterij-arrest volgt immers dat besluiten mogen worden genomen die ingaan tegen de belangen van aandeelhouders, indien het vennootschappelijk belang dit vergt.<sup>91</sup> Daarentegen heeft het Supreme Court in Delaware expliciet bepaald dat bestuurders geen beschermingsmaatregelen mogen treffen gericht op het beschermen van niet-aandeelhouders, tenzij dit ook een belangrijk financieel voordeel biedt aan de aandeelhouders.<sup>92</sup> Deze twee uitgangspunten zijn elkaars tegengestelde. Ook hebben beide benaderingen gevolgen voor het handelen van de bestuurders en de dagelijkse gang van zaken binnen een onderneming.<sup>93</sup> Het bestuur in een *shareholdersmodel* is verplicht het aandeelhoudersbelang voorop te stellen. Hierdoor is de handelingsvrijheid van het bestuur veelal beperkt tot het behartigen van de belangen van de aandeelhouders, in tegenstelling tot het *stakeholdersmodel*, waarbij het bestuur immers rekening dient te houden met de belangen van allen die bij de vennootschap zijn betrokken en derhalve in beginsel een ruimere handelingsvrijheid heeft.

## 3.2 Toenemend aandeelhoudersactivisme

In Nederland heeft tot 2007 sterk het gevoel geheerst dat het *stakeholdersmodel* onder druk is komen

---

<sup>88</sup> Van Schilfgaarde 2013, p. 27.

<sup>89</sup> Van Schilfgaarde 2013, p. 27.

<sup>90</sup> Van Ginneken 2006, p. 7.

<sup>91</sup> HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*). De Hoge Raad had hier kort en goed bepaald dat besluiten mogen worden genomen die ingaan tegen de belangen van aandeelhouders, indien het vennootschappelijk belang die vraagt.

<sup>92</sup> Van Ginneken 2006, p. 7. Daarin wordt verwezen naar *Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1985).

<sup>93</sup> Van Ginneken 2006, p. 7-8.

te staan.<sup>94</sup> Die druk werd veelal toegeschreven aan het activisme van buitenlandse aandeelhouders, met name Angelsaksische, die het *shareholders*model als uitgangspunt zien. Dit had vooral te maken met het toenmalige denken over de *corporate governance*.<sup>95</sup> Het toenmalige denken was immers gericht op een zekere versterking van de positie van aandeelhouders ten opzichte van andere bij de vennootschap betrokkenen.<sup>96</sup> Dit volgt op een periode van tien tot vijftien jaar waarin de versterking van de positie van aandeelhouders is verankerd in de wetgeving, de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) en een aantal geruchtmakende uitspraken.<sup>97</sup> Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het wetsvoorstel ter aanpassing van de structuurregeling.<sup>98</sup> Sinds de aanpassing van de structuurregeling heeft de AvA meer invloed gekregen op de samenstelling, de benoeming en het ontslag van de leden van de RvC.<sup>99</sup> De invoering van de structuurregeling heeft daarnaast nieuwe wetten ‘meegesmokkeld’ die voor alle aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen gelden. Te denken valt bijvoorbeeld aan het agenderingsrecht als bedoeld in art. 2:114a BW.<sup>100</sup> Een andere belangrijke ontwikkeling kwam van de Code.<sup>101</sup> Deze werd voor het eerst op 9 december 2003 gepubliceerd door de Commissie Corporate Governance Code, ook wel bekend onder de naam commissie Tabaksblat, en heeft sinds 31 december 2004 een wettelijke grondslag.<sup>102</sup> De Code Tabaksblat versterkte in beginsel de positie van aandeelhouders door onder meer het beperken van beschermingsconstructies en het afleggen van meer verantwoordelijkheid door het bestuur en de RvC aan de aandeelhouders.<sup>103</sup> Tot slot hebben rechterlijke uitspraken een belangrijke bijdrage geleverd aan de versterking van de positie van de aandeelhouders.<sup>104</sup> Zo hebben de uitspraken Gucci/LVMH, HBG/Boskalis en RNA/Westfield geleid tot onder andere nieuwe regels omtrent het verstrekken van informatie door het bestuur aan de aandeelhouders, de betrokkenheid van aandeelhouders bij

---

<sup>94</sup> Assink 2009, p. 17-30; J.J. Prinsen, ‘Corporate governance op de grens van een nieuw decennium – verhouding tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders van de beursvennootschap’, *O&F* 2011/19, p. 29.

<sup>95</sup> Prinsen 2011, p. 29.

<sup>96</sup> Assink 2009, p. 19; Prinsen 2011, p. 29.

<sup>97</sup> Assink 2009, p. 17-30; Prinsen 2011, p. 29.

<sup>98</sup> Assink 2009, p. 22; Ginneken 2010, p. 35. Het idee van de oorspronkelijke structuurregeling uit 1971 was dat de RvC, mede namens de aandeelhouders, toezicht zou houden op het bestuur. De gedachte was immers dat aandeelhouders in grote vennootschappen niet voldoende in staat waren het bestuur te controleren. Echter, mede vanwege de benoeming van de RvC door een zogenaamd coöptatiesysteem, werd de structuurregeling veelal gebruikt als een beschermingsconstructie en dit pakte ongunstig uit voor de aandeelhouders. De oorspronkelijke structuurregeling leidde derhalve tot veel kritiek en was in 2004 aanleiding voor aanpassing.

<sup>99</sup> Abma 2006, p. 10.

<sup>100</sup> Abma 2006, p. 10. Zo heeft de AvA ingevolge art. 2:135 lid 1 BW ook het recht gekregen het bezoldigingsbeleid van de vennootschap vast te stellen. Daarnaast kan de AvA met een gewone meerderheid van stemmen een voordracht voor benoeming van een commissaris doorbreken. Verder hebben certificaathouders conform art. 2:118a BW het recht gekregen om in ‘vredestijd’ in de AvA zelf te stemmen. Dit mag slechts door het AK in ‘oorlogstijd’ worden geweigerd. In de rechtspraktijk wordt ‘oorlogstijd’ gedefinieerd als de omstandigheid dat een vijandig bod op de vennootschap wordt voorbereid of is uitgebracht, of wanneer het uitoefenen van het stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap. Daarentegen is dit ‘in vrede’ niet het geval.

<sup>101</sup> Abma 2006, p. 10.

<sup>102</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code 2003; Art. 2:391 lid 5 BW.

<sup>103</sup> W.B. Kuijpers & M. Meinema, ‘De nieuwe Nederlandse corporate governance code 2008’, *AA* 2009/3, p. 178-184.

<sup>104</sup> Er zijn meerdere factoren die hebben bijgedragen aan de versterking van de positie van de aandeelhouders. Te denken valt aan de invoering van de euro of de toenemende globalisering en internationalisering van de markt. Echter, deze vallen buiten het bestek van dit onderzoek.

overnames en de (tijdelijke) toelaatbaarheid van het opwerpen van beschermingsconstructies bij een vijandige overname.<sup>105</sup>

### 3.2.1 *De gevolgen van toenemend aandeelhoudersactivisme*

Uit onderzoek van Abma blijkt dat Nederlandse beursvennootschappen als gevolg van de versterking van de positie van de aandeelhouders sterk zijn geïnternationaliseerd.<sup>106</sup> Zo hadden *Private equity*-partijen, *hedge funds* en staatsfondsen zich als nieuwe spelers op de markt begeven, en hadden zich zowel in de AvA als daarbuiten actiever opgesteld en gebruikgemaakt van de aan hen toekomende wettelijke rechten.<sup>107</sup> Daarbij bracht het kortetermijndenken veelal een inbreuk op het vennootschappelijk belang teweeg.<sup>108</sup> Dit leidde tot veel conflicten tussen het bestuur (en de RvC) en de aandeelhouders over de strategie van de onderneming. Meer in het bijzonder heeft dit geleid tot de ontmanteling van gehele of gedeeltelijke beschermingsconstructies.<sup>109</sup> Een goed voorbeeld hierbij is de interventie van The Children Investment Fund (TCI) – dat slechts één procent van de aandelen van ABN hield – over de *stand alone*-strategie van ABN Amro.<sup>110</sup> Dat éne procent was zelfs in dit geval voldoende om de nodige druk te leggen op ABN Amro, die als gevolg hiervan een fusie heeft voorbereid met Barclays, wat uiteindelijk heeft geleid tot opsplitsing en vervolgens hergroepering van ABN Amro met Fortis-onderdelen. Hierdoor hadden de aandeelhouders buitengewoon veel winst gemaakt zonder dat de overige stakeholders van de banken hier voordeel van hadden. Zo zijn er meer voorbeelden te noemen waarbij het aandeelhoudersactivisme een inbreuk maakte op het vennootschappelijk belang. De AFM noemt in dit kader in haar rapport ‘Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik’ als voorbeelden de ontwikkelingen rond TNT, ASMI, AHOLD, VNU en STORK.<sup>111</sup>

Niettemin merkte de Minister van Financiën ten aanzien van de overnamestrijd rond ABN Amro in 2007 op dat deze niet is ontvlamd door doorgesloten aandeelhoudersactivisme van TCI, maar dat vooral ABN Amro daartoe heeft aangezet.<sup>112</sup> Dat de Minister een dergelijke uitspraak heeft gedaan vind ik opmerkelijk, omdat al geruime tijd in de rechtspraak werd gesproken over ongewenst activisme van buitenlandse aandeelhouders. De toenemende frustratie in de maatschappij was in ieder geval niet onopgemerkt gebleven bij de evaluatie van de Code Tabaksblat, die mede als gevolg van de

---

<sup>105</sup> Abma 2006, p. 11; Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, ECLI:NL:GHAMS;2001:AB0446 (*Gucci/LVMH*); HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1468 (*HBG/Boskalis*) en HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161 (*RNA/Westfield*).

<sup>106</sup> R. Abma, ‘De veranderende positie van de aandeelhouder: import van normen en waarden uit Angelsaksische landen’, *GB* 2006/2, p. 11. In 1995 was slechts 37% van de aandelen van de AEX-vennootschappen in handen van buitenlandse partijen. Dit percentage is in 2003 toegenomen tot 69%. In 2005 is dit percentage zelfs toegenomen tot 75%. Uit tabel 2 blijkt dat 47,8% van de aandelen in AEX-vennootschappen in handen is van Angelsaksische landen.

<sup>107</sup> De Verantwoording van het werk van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code Frijns 2008, p. 47.

<sup>108</sup> A.B.M. Kohn, ‘Beschermingsconstructies nader bezien’, *TvOB* 2010/5, p. 125.

<sup>109</sup> De verantwoording van het werk van de commissie, Monitoring Commissie Corporate Governance 2008, p. 47.

<sup>110</sup> Steins Bisschop 2008, p. 24-25; Steins Bisschop 2009, p. 11.

<sup>111</sup> *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten maart 2007, p. 21-24, te vinden op [www.afm.nl](http://www.afm.nl); Steins Bisschop 2008, p. 24; Zie ook Steins Bisschop 2009, p. 10-11.

<sup>112</sup> *Kamerstukken II* 2006/07, 31 052, 2, p. 8.

economische crisis in 2008 en de negatieve gevolgen van ongewenst activisme van aandeelhouders aan de actualiteit is aangepast door de Commissie Frijns.<sup>113</sup> In de geactualiseerde Code zijn nieuwe bepalingen opgenomen over de responstijd in *best practice* IV.4.4 en II.1.9. Daarnaast heeft dit geleid tot het gedeeltelijk terugdraaien van enkele wettelijke maatregelen door de wetgever. Zo werd bijvoorbeeld de drempel om gebruik te maken van het agenderingsrecht als bedoeld in art. 2:114a BW verhoogd en werden aanpassingen in het enquêterecht doorgevoerd.

### 3.3 De wenselijkheid van beschermingsconstructies

Nu moet ik gelijk toegeven dat de discussie omtrent de wenselijkheid van beschermingsconstructies over het algemeen een uitgekauwd onderwerp is. Niettemin wil ik hierbij nader stilstaan, omdat het een steeds terugkerend onderwerp is waarbij beschermingsconstructies afhankelijk van de dynamiek in het vennootschapsrecht van kleur verschieten. Daarnaast raakt de mogelijkheid van een vennootschap om zich te beschermen tegen een vijandige overname de kern van het bestaan van de vennootschap. In die zin is het een actuele discussie.

Als aanvangspunt van het ontstaan van de discussie omtrent de wenselijkheid van beschermingsconstructies wordt veelal gewezen op de jaren '90 van de vorige eeuw, waarbij de discussie met name is geprikkeld door het rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel.<sup>114</sup> In de kern houdt de discussie dus in of het opwerpen van een beschermingsmaatregel tegen een (poging tot) vijandige overname gerechtvaardigd is. De wetgever heeft lange tijd geworsteld met deze vraag, waarbij pogingen tot verankering van het antwoord op deze vraag zijn mislukt. Dit getuigt allicht van de complexiteit van de vraag. Het heeft niet lang geduurd voordat de Hoge Raad in zijn baanbrekende RNA-beschikking, verwijzend naar paragraaf 2.3.2, een antwoord heeft gegeven op deze vraag. Het hangt van de omstandigheden van het geval af, waren de wijze woorden van de Hoge Raad.<sup>115</sup> Om die reden kan geen algemene conclusie worden getrokken omtrent de vraag wanneer het opwerpen van een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is. De Hoge Raad heeft echter in deze uitspraak een toetsingskader geformuleerd in welke omstandigheden het opwerpen van een beschermingsconstructie gerechtvaardigd kan worden. In het verlengde van de RNA-beschikking zijn in de Stork-beschikking in 2007 enige verscherpingen aangebracht in het toetsingskader onder meer door het noodzakelijkheids criterium te objectiveren en de tijdsruimte voor overleg te beperken.<sup>116</sup> Hiermee heeft de rechtspraak een duidelijk antwoord gegeven op de vraag die al een aantal decennia rechtsgeleerden en wetgevers wakker heeft doen liggen.

---

<sup>113</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code 2008.

<sup>114</sup> Assink 2009, p. 41; Van Ginneken 2010, p. 26 e.v.; Bootsma e.a. 2015, p. 13.

<sup>115</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*).

<sup>116</sup> Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Centaurus c.s./Stork NV*).

Het toetsingskader dat de Hoge Raad heeft geformuleerd zorgt er naar mijn mening enerzijds voor dat het bestuur niet handelt naar eigen goeddunken en anderzijds dat de aandeelhouders geen vrijbrief hebben bij hun doen en laten. Partijen dienen immers in redelijkheid te overleggen over de strategie van de onderneming, waarbij de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming centraal dient te staan.<sup>117</sup> Hiermee wordt voorkomen dat zonder overleg strategiewijzigingen worden opgedrongen die niet in het belang van de onderneming zijn. Door het handhaven dan wel opwerpen van een beschermingsconstructie krijgt het bestuur dus de ruimte om als evenwichtskunstenaar de verschillende belangen tegen elkaar af te zetten. Aangezien het bestuur hierdoor een hoger overnamebod kan afdwingen, komt dit uiteindelijk het vennootschappelijk belang ten goede,<sup>118</sup> dat gericht is op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Dit wordt temeer duidelijk als de periodes van voor en na de versterking van de aandeelhouderspositie worden vergeleken, zoals reeds beschreven in paragraaf 3.2.

Ondertussen is de discussie verlegd naar de vraag of het opwerpen van een beschermingsconstructie mede in het licht van het algemeen belang als rechtvaardigingsgrond kan worden gezien. De aandacht voor deze vraag vloeit met name voort uit de overnameperikelen rond KPN door América Móvil.<sup>119</sup> Teneinde deze vraag te beantwoorden zal eerst vastgesteld moeten worden of het algemeen belang onderdeel is van het vennootschappelijk belang. In het hiernavolgende hoofdstuk zal teruggegrepen worden op deze vraag, maar dan zal dit worden gezien vanuit de veranderende visie op beschermingsconstructies.

### 3.3.1 *Verhouding van het publiek belang tot het algemeen belang*

Het algemeen belang kan gezien worden als een genus van het publiek belang.<sup>120</sup> Er is geen vastomlijnde definitie te geven van het begrip publiek belang. Dit komt mede vanwege de verschillende contexten waarin het begrip een rol speelt en de uiteenlopende functies die het begrip in die contexten vervult.<sup>121</sup> Hierdoor kan er tevens geen vruchtbaar debat worden gevoerd over de inhoud van het begrip waardoor de betekenis ervan uitblijft. Ik sluit mij aan bij de omschrijving van Nijland.<sup>122</sup> Volgens Nijland is sprake van een publiek belang wanneer een taak op grond van wettelijke regels wordt uitgevoerd. Immers, als er sprake is van een overheidsoptreden conform wettelijke regels, dan zal het daarbij om een publieke taak gaan die gepaard gaat met en gefundeerd is op een onderliggend publiek belang. Het algemeen belang kan omschreven worden als een belang van

---

<sup>117</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*); De Leeuw 2015, p. 118.

<sup>118</sup> Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 35.

<sup>119</sup> G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen', *OR* 2014/67, p. 324-331.

<sup>120</sup> J. Nijland, *De overheidsonderneming. Overheidsinvloed in kapitaalvennootschappen nader beschouwd* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 2013, p. 19.

<sup>121</sup> B.P. Vermeulen, 'De publieke taak: een veelzijdig begrip', in: J.W. Sap, B.P. Vermeulen en C.M. Zoethout (red.), *De publieke taak*, Deventer: Kluwer 2003, p. 19 e.v.

<sup>122</sup> Nijland 2013, p. 19.

de hele maatschappij of een omvangrijk gedeelte van de maatschappij.<sup>123</sup> Daarbij zij vermeld dat het hierbij gaat om een belang dat het vennootschappelijk belang overstijgt. Te denken valt aan het belang van de financiële stabiliteit, veiligheid en continuïteit van nutsvoorzieningen. Daarnaast dient als gegeven te worden aangenomen dat er vennootschappen bestaan waarin de Nederlandse maatschappij een groot belang heeft.<sup>124</sup> Een goed voorbeeld daarvan is KPN, die over privacygevoelige informatie beschikt die de gehele maatschappij of een omvangrijk gedeelte van de maatschappij aangaat.<sup>125</sup> Dergelijke vennootschappen worden aangeduid als vitaal.

### 3.3.2 *Het algemeen belang en de discussie daaromtrent*

Het bovenstaande leidt tot de vraag of vitale vennootschappen gehouden zijn met het algemeen belang rekening te houden als publiekrechtelijke wetgeving hen daartoe niet verplicht. Het antwoord daarop kan niet in de wet worden gevonden. In de rechtspraak is slechts in de Cancun-beschikking bepaald dat bestuurders en commissarissen mede op grond van hetgeen is bepaald in art. 2:8 BW zorgvuldigheid dienen te betrachten met betrekking tot alle belangen die bij de vennootschap zijn betrokken.<sup>126</sup> De literatuur biedt meer handvatten, doch de meningen lijken verdeeld te zijn. Timmerman stelt dat onze maatschappij op de lange termijn geen goede toekomst tegemoet gaat als deze eenzijdig wordt gericht op de economische realiteit van het maken van winst op de korte termijn zonder rekening te houden met het algemeen belang.<sup>127</sup> Meer in het bijzonder stelt hij, verwijzend naar Assink,<sup>128</sup> dat vennootschappen een zorgplicht hebben jegens diegenen die nauw bij haar werkzaamheden betrokken zijn. Met behulp van een dergelijke analyse zou volgens hem beslist moeten worden of de vennootschap gehouden is het algemeen belang in aanmerking te nemen naast andere belangen. Daarbij krijgt hij met name steun van De Jongh en Kemperink.<sup>129</sup> Beiden zien ruimte voor het algemeen belang in het vennootschappelijk belang. De Jongh stelt in dit kader dat het beleid van de vennootschap mede gericht dient te zijn op het behartigen van het publiek belang en Kemperink stelt dat hiervoor door de wetgever aangegeven dient te worden dat de activiteiten van de vennootschap van algemeen belang zijn.<sup>130</sup>

In tegenstelling tot bovengenoemde auteurs is Van Slobbe van mening dat er goede redenen zijn om met grote terughoudendheid aan te nemen dat het algemeen belang een onderdeel is van het

---

<sup>123</sup> R. Abma, 'Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder', *WPNR* 2015/7048, p. 126.

<sup>124</sup> Van Slobbe 2016, p. 170.

<sup>125</sup> Kemperink 2014, p. 326. KPN vervult een belangrijke rol op het gebied van telecommunicatie in Nederland. Praktisch gezien beheert KPN het gehele vaste netwerk. KPN levert verder belangrijke overheidsdiensten, zoals het alarmnummer 112, het defensienetwerk en het regeringsnetwerk. Dergelijke diensten zouden als diensten van algemeen belang aangemerkt moeten worden.

<sup>126</sup> HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, r.o.4.2.2 (*Cancun holding*).

<sup>127</sup> L. Timmerman, 'De breedte van het vennootschapsrecht, enkele inleidende opmerkingen', *WPNR* 2015/7048, p. 93-94.

<sup>128</sup> Assink 2015, p. 116-117.

<sup>129</sup> J.M. de Jongh, 'Privatisering, bescherming en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 118-124; G.N.H. Kemperink, 'Internationale overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 95-101.

<sup>130</sup> De Jongh 2015, p. 118-124; Kemperink 2015, p. 95-101.



vennootschappelijk belang.<sup>131</sup> Van Slobbe lijkt zich met name te baseren op de sterke analyse van Boukema die onder andere tot conclusie kwam dat het begrip algemeen belang onvoldoende kan worden gespecificeerd en derhalve niet leent om gekwalificeerd te worden als een juridisch relevant begrip.<sup>132</sup> Zo geeft Van Slobbe allereerst aan dat het ondernemingsrechtelijke systeem vennootschappen vrijheid geeft in het ontplooiën van hun activiteiten. Dit argument is gebaseerd op het vrijheidsbeginsel. De keerzijde is echter dat het de vennootschap ook vrijstaat te voorzien in brede maatschappelijke behoeften. In die zin is het in de woorden van Timmerman, een kwestie van een mensvisie.<sup>133</sup> Daarbij opgemerkt dat in de wet niet rechtens een verplichting bestaat dat de vennootschap zich moet richten op de bevordering van enig algemeen belang, behoudens dat het naar mijn mening meeleeft in de geest van het recht en diepgeworteld is in het Rijnlands model. Dit laatste wordt impliciet bevestigd door Van Slobbe. Hij stelt immers dat de vennootschap zich vrijwillig kan committeren aan de bevordering van enig maatschappelijk belang. De enige obstakel hierbij lijkt dus het ontbreken van een wettelijke bepaling. Dit leidt tot het tweede argument van Van Slobbe, waarbij hij stelt dat eerdere pogingen tot verankering van het algemeen belang in de wet zijn verworpen.<sup>134</sup> Dit zegt naar mijn mening niet dat de huidige rechtsopvattingen de verankering van het algemeen belang niet toelaten. Dat zal nog bezien moeten worden. Zo stipt Timmerman de belangenverbreding van de vennootschap aan en stelt dat gedurende het tijdvak 1930-1970 geleidelijk in de wet en rechtspraak het idee is losgelaten dat de vennootschap niet alleen op het aandeelhoudersbelang is gericht.<sup>135</sup> Binnen deze ontwikkeling van belangenverbreding ben ik van mening dat anno 2017 ook het algemeen belang valt. Neem bijvoorbeeld in dit kader de beschikking van de OK inzake Ageas, voorheen Fortis tegen VEB c.s., waarin bepaald is dat het bestuur van een systeembank bij zijn besluitvorming het algemeen maatschappelijk belang dient te betrekken.<sup>136</sup> Weliswaar gaat het in deze beschikking om een systeembank waarbij het vennootschappelijk belang anders dient te worden ingevuld,<sup>137</sup> maar wanneer deze beschikking tegen het licht van de herkalibrering van de aandeelhouderspositie wordt gehouden, kan hieruit worden opgemaakt dat het een positieve verschuiving richting belangenverbreding is, waaronder het algemeen belang valt te scharen. Immers, volgens Bartman en Dijkhuizen vormt deze beschikking een duidelijke breuk met het verleden.<sup>138</sup> Verder stelt Van Slobbe dat bestuurders niet competent zijn om vast te stellen wat het algemeen belang inhoudt. Dat bestuurders niet competent zijn, wil niet zeggen dat ze door cursussen dan wel trainingen wel competent kunnen worden. We

---

<sup>131</sup> Van Slobbe 2016, p. 173-174.

<sup>132</sup> C.A. Boukema, 'Algemeen belang en ondernemingsbelang', in: *Op de grenzen van komend recht* (Opstellen aangeboden aan prof. Mr. J.H. Beekhuis), Zwolle: Tjeenk Willink en Deventer: Kluwer 1969, p. 53-65.

<sup>133</sup> Timmerman 2015, p. 94.

<sup>134</sup> Van Slobbe 2016, p. 173-174.

<sup>135</sup> Timmerman 2015, p. 94.

<sup>136</sup> Hof Amsterdam (OK) 05 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991, r.o. 4.4 (*VEB e.a./Ageas N.V., voorheen Fortis N.V./VEB c.s.*).

<sup>137</sup> T.C.A. Dijkhuizen, 'Een ander vennootschappelijk belang bij banken?', in: G. Solinge, M. van Offline, M.P. Nieuwe Weme en C.D.J. Bulten (red.), *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut – deel 115)*, Deventer: Kluwer 2013, p. 114.

<sup>138</sup> Dijkhuizen 2013, p. 106-107; Hof Amsterdam (OK) 05 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991, m.nt. Steef M. Bartman onder 2 (*Ageas N.V., voorheen Fortis N.V./VEB c.s.*).

spreken hier wél over topmannen van de belangrijkste vennootschappen van onze samenleving. Tegelijkertijd moet ik toegeven dat de vage begripsomschrijving van het algemeen belang in combinatie met de harde economische realiteit kan meebrengen dat bestuurders te snel gebruik zullen maken van deze troef om hun eigen belangen na te streven. Daarbij merk ik nog op dat sinds het rapport van de Sociaal-Economische Raad in 1969 nog steeds een algemeen aanvaarde definitie van het begrip algemeen belang in de literatuur ontbreekt en derhalve de nodige vragen oproept in de praktijk.<sup>139</sup>

### 3.3.3 *Het algemeen belang als rechtvaardiging*

Ervan uitgaande dat het algemeen belang een onderdeel is van het vennootschappelijk belang, kom ik terug op de vraag of het opwerpen van een beschermingsmaatregel mede vanwege het dienen van het algemeen belang gerechtvaardigd is. Het vennootschapsrecht biedt naar mijn mening daartegen geen belemmering, temeer omdat uit de RNA-beschikking volgt dat een beschermingsconstructie kan worden getroffen onder meer met het oog op de continuïteit van het beleid van de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.<sup>140</sup> Het gaat hier om ruime kaders, te weten: (i) de continuïteit van de vennootschap, (ii) de continuïteit van het beleid van de vennootschap en (iii) de belangen van diegenen die bij de vennootschap zijn betrokken.<sup>141</sup> In het verlengde hiervan voegt de Hoge Raad toe dat het niet gaat om een limitatieve opsomming. Een en ander brengt dus mee dat als het beleid van de vennootschap (mede) is gericht op het behartigen van het publiek belang, dan kan dit belang ook meegewogen worden als factor voor het opwerpen van een beschermingsconstructie.<sup>142</sup> Dit deed zich ook voor bij KPN. Daar had de Stichting Continuïteit van KPN de uitoefening van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd, waarbij verwezen werd naar de belangen van de Nederlandse staat.<sup>143</sup>

Dat de RNA-beschikking geen belemmering vormt, brengt nog niet mee dat deze ook wenselijk is. Ik ben van mening, mede vanwege de grote belangen van de maatschappij die erbij betrokken zijn, dat het dienen van het publiek belang een overheidstaak moet zijn. De tijdelijke toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en het feit dat het uiteindelijk de aandeelhouders zijn die beslissen over een bod, brengt immers mee dat het publiek belang niet geheel gewaarborgd zal

---

<sup>139</sup> *Advies inzake de herziening van het ondernemingsrecht uitgebracht aan de Minister van Justitie* (adviesnr. 19 september 1969, SER 69/14), s'-Gravenhage: SER 1969, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/1960\\_1969/1969/b04979.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/1960_1969/1969/b04979.ashx). In dit rapport wordt in gegaan op het voorstel van de commissie-Verdam, die ingesteld is bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960, genoemd naar haar voorzitter, prof. mr. Verdam, p. 78, 82 en 115. De commissie-Verdam was voorstander om in de wet op te leggen, dat 'de commissarissen hun taak vervullen binnen het raam van het algemeen belang ten behoeve van het geheel der belangen van de vennootschap en van de met haar verbonden ondernemingen'.

<sup>140</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*).

<sup>141</sup> De Jongh 2015, p. 118; HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*).

<sup>142</sup> De Jongh 2015, p. 121.

<sup>143</sup> Kemperink 2014, p. 326.

zijn.<sup>144</sup> Ondertussen heeft de overheid het voornemen om overnames in bepaalde sectoren te toetsen aan de nationale veiligheid.<sup>145</sup> Totdat dit voornemen zich heeft vertaald in een wettelijke regeling dient de overheid gebruik te maken van de aan hun wettelijk toekomende rechten om het publiek belang te waarborgen. Hierbij kan naast het gebruik van beschermingsconstructies gedacht worden aan een publiek aandeelhouderschap of, zoals Zaman, Portier & Nijland voorstellen, om de statutaire doelstellingen zodanig in te stellen dat deze een beschermend effect hebben voor het publiek belang.<sup>146</sup> De invulling van de doelomschrijving geldt namelijk als richtsnoer voor het bestuur. Tot die tijd dient ook het bestuur, vooral tegen de achtergrond van de Cancun-beschikking, de nodige zorgvuldigheid te betrachten bij de afweging van de verschillende belangen, waaronder het algemeen belang, totdat het voornemen van de overheid om overnames in bepaalde sectoren te toetsen aan de nationale veiligheid, wettelijk is verankerd.

### 3.4 Tussenconclusie

Het vennootschappelijk belang is gericht op het bevorderen van de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Door de versterking van de aandeelhouderspositie kwam het vennootschappelijk belang onder druk te staan. Dit wordt vooral duidelijk door de periodes van voor en na de herkalibrering van de aandeelhouderspositie te vergelijken. Daarnaast kan hieruit onder andere worden afgeleid dat het opwerpen dan wel handhaven van (tijdelijke) beschermingsconstructies het vennootschappelijk belang ten goede komt. Ervan uitgaande dat het algemeen belang onderdeel is van het vennootschappelijk belang, ben ik verder van mening dat het opwerpen van een beschermingsconstructie, mede vanwege het dienen van het algemeen belang, gerechtvaardigd is totdat de overheid zich deze taak wettelijk heeft toegeëigend. Tot die tijd kan de overheid gebruik maken van de aan haar toekomende wettelijke rechten om het algemeen belang te waarborgen. Het bestuur dient in alle opzichten zorgvuldigheid te betrachten, vooral als het algemeen belang betrokken is bij het vennootschappelijk belang.

---

<sup>144</sup> Van Slobbe 2016, p. 176-177.

<sup>145</sup> Van Slobbe 2016, p. 169; Bootsma e.a. 2015, p. 19; *Kamerstukken II* 2013/14, 32 013, 46, p. 1; *Kamerstukken II* 2013/14, 24 095, 368, p. 1-7; *Kamerstukken II* 2013/14, 30 821, 22, p. 1-3. Volgens de Minister van Economische Zaken bestaat er inderdaad behoefte aan een aanvullend instrument waarmee het verkrijgen van de zeggenschap bij vitale vennootschappen getoetst moet worden aan de nationale veiligheid. Daarbij baseert de Minister zich op het rapport van de werkgroep Economische Veiligheid, die twaalf vitale sectoren heeft aangemerkt waarbij rekening dient gehouden te worden met het algemeen belang. Op basis van dit voornemen is voor het verkrijgen van zeggenschap vooraf een verklaring van geen bezwaar nodig. Het wetsvoorstel heeft zich tot op heden nog niet vertaald in een wettelijke regeling.

<sup>146</sup> D.F.M.M. Zaman, G.M. Portier & J. Nijland, 'Governance en bescherming van banken', *O&F* 2014/22, p. 74.

## 4. DE HUIDIGE STAND VAN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

Dit hoofdstuk staat in het teken van de huidige stand van de beschermingsconstructies. Daarbij wordt stilgestaan bij de recente ontwikkelingen, met name bij de ontwikkelingen rond de beursgang van ABN Amro met certificaten, de voorgenomen overnamepoging van Bpost op Post NL, het geschil tussen Boskalis/Fugro en de Code 2016. Tegen deze achtergrond wordt gezien of de herkalibrering van de aandeelhouderspositie geleid heeft tot een kentering in het denken van beschermingsconstructies. Daarnaast wordt onderzocht wat de consequenties van de langetermijnwaardecreatie zijn voor de invulling van het vennootschappelijk belang. Tot slot wordt gezien wat het effect van beschermingsconstructies is voor deze langetermijnwaardecreatie.

### 4.1 Van KPN naar ABN Amro

De overnameperikelen rond KPN door América Móvil in 2013 riepen niet alleen de vraag op of herleving van een *call optie* op beschermingsprefs mogelijk is, maar stelden in het bijzonder, zoals uit het voorgaande blijkt, de vraag centraal of de overheid een grotere beschermende rol zou moeten innemen bij overnames waarbij het algemeen belang een belangrijke rol speelt.<sup>147</sup> Illustratief hieraan is de beursgang van ABN Amro. Daarbij stond niet zozeer de vraag centraal of ABN Amro beschermd zou moeten worden, maar eerder op welke wijze dit diende te geschieden.<sup>148</sup> Halverwege 2015 kondigde de Minister van Financiën aan dat ABN Amro geen beschermingsprefs als beschermingsconstructie zou hebben maar certificaten.<sup>149</sup> In de loop van 2015 heeft ABN Amro na ruim acht jaar haar rentree op de beurs gemaakt. De beursgang met certificaten is in deze eeuw ongezien. De keuze voor certificaten bij de rentree van ABN Amro hield onder andere verband met de betrokkenheid van de Europese Centrale Bank (hierna: ECB) bij het afgeven van een zogenoemde verklaring van geen bezwaar.<sup>150</sup> De juiste toepassing van de wettelijke regels brengt bij beschermingsprefs immers mee dat de ECB pas enkele maanden na het uitoefenen van de optie een dergelijke verklaring zal afgeven.<sup>151</sup> De ECB was niet bereid om vooraf een verklaring van geen bezwaar te geven. Hierdoor ontstond er gebrek aan zekerheid bij het afgeven van een verklaring van geen bezwaar. Een dergelijke verklaring is bij certificaten niet vereist.<sup>152</sup>

---

<sup>147</sup> Bootsma e.a. 2015, p. 19.

<sup>148</sup> Bootsma e.a. 2015, p. 19; *Kamerstukken II* 2013/14, 32 013, 46, p. 1. Zo werd in de Tweede Kamer eind mei 2013 de motie Nijboer aangenomen, waarbij aan de regering werd verzocht: "schriftelijk nader te onderbouwen hoe de publieke belangen, die met de stabiliteit en continuïteit van de dienstverlening van ABN Amro gemoeid zijn, kunnen worden verankerd in de statuten van de onderneming dan wel kunnen worden verbonden aan het invoeren van de rechten op de preferente aandelen in de statuten van de Stichting Continuïteit".

<sup>149</sup> R. Abma, 'Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO', *OR* 2015/73, p. 387.

<sup>150</sup> Bootsma e.a. 2015, p. 19.

<sup>151</sup> De Jongh 2015, p. 118-119.

<sup>152</sup> Abma 2015, p. 388; Bootsma e.a. 2015, p. 19.

Certificaten als beschermingsconstructie staan vooral in een kwaad daglicht omdat de Code dit verbiedt en strenge eisen stelt aan de transparantie van het AK.<sup>153</sup> Hoewel de Code als *soft law* wordt aangemerkt, zijn de principes in de Code vergelijkbaar met de in Nederland aanvaarde algemene opvattingen over goede *corporate governance*.<sup>154</sup> Aan de Code ligt het ‘pas toe of leg uit’-principe ten grondslag.<sup>155</sup> Dit houdt in dat de in de Code vervatte principes in beginsel dienen te worden nageleefd en dat afwijking door beursvennootschappen slechts is toegestaan als dit wordt toegelicht in het jaarverslag. Om deze reden dient ABN Amro de afwijking van de Code ingevolge art. 2:391 lid 5 BW met redenen omkleed te motiveren in haar jaarverslag. Daarbij is een belangrijk aandachtspunt dat de Stichting Administratiekantoor (hierna: STAK) van ABN Amro op een andere wijze handelt dan een normale STAK. Ingevolge art. 2:118a lid 1 BW is de STAK gehouden op verzoek van de certificaathouder hem het stemrecht te verschaffen. Bij ABN Amro is de situatie net wat anders. De STAK van ABN Amro is onder normale omstandigheden niets meer dan een lege huls.<sup>156</sup> In vreedstijd verleent de STAK namelijk automatisch stemvolmachten aan de certificaathouders en mag zij alleen na uitdrukkelijke instructies deelnemen aan de stemming op de AvA. Pas in oorlogstijd komt de STAK in actie.<sup>157</sup> In dergelijke gevallen worden de stemrechten van certificaathouders tijdelijk beperkt, uitgesloten of herroepen voor de duur van maximaal twee jaar. Daarnaast is bepaald dat de STAK stemadviezen kan uitbrengen teneinde te bevorderen dat certificaathouders het stemrecht teruggeven aan de STAK.<sup>158</sup>

#### **4.2 Kentering in het denken over de wenselijkheid van beschermingsconstructies**

Uit de bovengenoemde ontwikkelingen blijkt dat de visie op beschermingsconstructies bij vennootschappen die een algemeen belang vertegenwoordigen ingrijpend is gewijzigd. Een voorbeeld hiervan is; ondanks dat de Minister van Financiën in 2007 ontkende dat de overnamestrijd rond ABN Amro was ontstaan door doorgeschoten aandeelhoudersactivisme, werd in de loop van 2015 voor de beursgang van ABN Amro voor certificering van aandelen als beschermingsmaatregel gekozen, terwijl dit vanuit economisch perspectief minder aantrekkelijk is en ook niet met de Code valt te verenigen.<sup>159</sup> Daarnaast blijkt uit het rapport van de werkgroep Economische Veiligheid dat de overheid nauw betrokken wil zijn bij de overname van vennootschappen die een algemeen belang vertegenwoordigen door deze te toetsen aan de nationale veiligheid.<sup>160</sup> De kentering in het denken

---

<sup>153</sup> Abma 2015, p. 387.

<sup>154</sup> HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, r.o. 4.8 (*ABN Amro*). De HR heeft in deze uitspraak bepaald dat de Code een uiting vormt van de in Nederland heersende rechtsopvatting, welke mede inhoud geeft aan de eisen van de redelijkheid en billijkheid.

<sup>155</sup> De Code 2016, p. 11.

<sup>156</sup> Abma 2015, p. 388.

<sup>157</sup> *Ibid.*

<sup>158</sup> *Ibid.*

<sup>159</sup> Abma 2015, p. 389.

<sup>160</sup> Werkgroep Economische Veiligheid, Tussen naïviteit en paranoia. Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse overnames en investeringen in vitale sectoren, april 2014. Bijlage bij *Kamerstukken II 2013/14*, 30821, 22, p. 1-3. De

over de wenselijkheid van beschermingsconstructies doet zich ook in sterke mate voor bij vennootschappen die geen algemeen belang vertegenwoordigen. Zo kopte het Financieele Dagblad onlangs dat het inzetten van een gifpil<sup>161</sup> als beschermingsconstructie door PostNL de laatste hoop is voor de Tweede Kamer.<sup>162</sup> Hoewel Bpost slechts een vriendelijke overname had beoogd, wilden regeringspartijen door het uitoefenen van politieke druk voorkomen dat PostNL werd overgenomen door Bpost. Mede vanwege deze politieke druk uit Den Haag heeft Bpost uiteindelijk afgezien van de overname.<sup>163</sup> Ook kan de gewijzigde visie op beschermingsconstructies worden afgeleid uit het consultatiedocument van de herziene Corporate Governance Code, dat op 11 februari 2016 is gepresenteerd door de Commissie Van Manen (hierna: de Commissie).<sup>164</sup> Zo werd in het consultatiedocument voorgesteld dat certificering van aandelen als beschermingsconstructie mocht worden ingezet als dit dienstig zou zijn aan de langetermijnwaardecreatie voor de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen. Dat dit uiteindelijk niet is meegenomen in de Code 2016 doet er niet toe. Alleen al het vastleggen in het consultatiedocument getuigt namelijk van een gewijzigde visie op beschermingsconstructies, en in het bijzonder op certificering van aandelen. In paragraaf 4.3 zal uitgebreid op de Code 2016 worden ingegaan. Tot slot blijkt uit de rechtspraak dat er standvastig wordt vastgehouden aan de opvatting dat het primaat van het beleid van de onderneming een aangelegenheid is van het bestuur, en dat het bestuur zelfs bevoegd is een ‘aanbeveling’ tot ontmanteling van een beschermingsconstructie niet op te nemen als stempunt in de agenda.<sup>165</sup> In dit kader is het geschil tussen Boskalis en Fugro relevant; dit geschil zal in het hiernavolgende nader worden besproken.<sup>166</sup>

#### 4.2.1 *Het geschil tussen Boskalis en Fugro*

Boskalis heeft bezwaar gemaakt tegen een door Fugro ingestelde beschermingsconstructie. Daarmee wil Boskalis gebruikmaken van de algemene vergadering van Fugro om een aanbeveling in stemming te brengen. Deze aanbeveling houdt kort en afdoende in dat door een besluit van het bestuur de beschermingsconstructie wordt beëindigd.<sup>167</sup> Nadat Fugro heeft geweigerd het agendapunt ter stemming te brengen, is het geschil uitgemond in een kortgedingprocedure bij de

---

sectoren zijn: energie, telecom/ICT, drinkwater, voedsel, gezondheid, financieel, keren & beheren oppervlaktewater, rechtsorde, openbaar bestuur, transport en chemische en nucleaire industrie.

<sup>161</sup> Gifpil-constructie ofwel poison pill: waarmee men een bedrijf tracht te beschermen tegen een vijandige overname door de verkoop van activa of winstgevendende dochterondernemingen aan een bevriende onderneming dan wel door extreem hoge betalingen te doen aan partners, management of individuele aandeelhouders, zodat de overname tegengehouden wordt. Zie: Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 638 onder f.

<sup>162</sup> A. Weissink, ‘Inzet gifpil door PostNL is laatste hoop voor de Tweede Kamer’, *FD* 1 december 2016.

<sup>163</sup> C. van Zeijl, ‘Hypocriete opstelling van Den Haag bij bod op PostNL’, *FD* 8 december 2016.

<sup>164</sup> Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 11 februari 2016, p. 50.

<sup>165</sup> F.M. Peters & F. Eikelboom, ‘De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro’, *WPNR* 2015/7061, p. 407-413; T.C.A.

<sup>166</sup> Hof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531 (*Fugro/Boskalis*).

<sup>167</sup> Peters & Eikelboom 2015, p. 407-413; T.C.A. Dijkhuizen, ‘Boskalis/Fugro: het agenderingsrecht verder uitgehold’, *Bb* 2016/1, p. 1.

voorzieningenrechter.<sup>168</sup> Weliswaar heeft de voorzieningenrechter geoordeeld dat Boskalis conform art. 2:114a lid 1 BW kan verlangen dat een beschermingsmaatregel tijdens de algemene vergadering wordt besproken, maar het bestuur is niet gehouden het voorstel ter stemming te brengen als de AvA geen bevoegdheid heeft om over het desbetreffende onderwerp een besluit te nemen.<sup>169</sup> Derhalve is Fugro niet verplicht de aanbeveling tot ontmanteling van de beschermingsconstructie als stempunt te agenderen. Dit oordeel werd eveneens gehandhaafd door het Hof Den Haag.<sup>170</sup>

Dijkhuizen plaatst deze uitspraak terecht in de context van herkalibrering van de aandeelhouderspositie binnen het vennootschapsrecht.<sup>171</sup> Onder verwijzing naar Assink,<sup>172</sup> legt hij uit dat ten aanzien van de ontwikkeling rond de aandeelhouderspositie een slingerbeweging is te ontwaren. Na de Tweede Wereldoorlog heerste immers enige tijd de opvatting dat de vennootschap een instituut is waarbij alle belangen van stakeholders belangrijk waren.<sup>173</sup> Eind jaren '90 groeide het besef dat de rol van de AvA in het model van het ondernemingsbestuur versterkt dient te worden teneinde de aandeelhouders in staat te stellen beter toezicht te houden op het bestuur.<sup>174</sup> Een eerste belangrijk tegenwicht aan de scheve verhouding binnen het ondernemingsbestuur werd in 1997 geboden door het eindrapport van de Corporate Governance in Nederland; De Veertig Aanbevelingen.<sup>175</sup> Als gevolg van dit rapport is de discussie omtrent de versterking van de positie van aandeelhouders aangevangen, hetgeen er uiteindelijk toe heeft geleid dat iedereen het er in 2004 over eens was dat aandeelhouders meer rechten moesten krijgen. Het toekennen van extra rechten aan aandeelhouders druiste logischerwijs in tegen de bestuursautonomie en de mogelijkheid voor het bestuur om over de strategie van de onderneming te beslissen; dus ook het opwerpen van een beschermingsconstructie. Het toenemende activisme van aandeelhouders en de negatieve gevolgen daarvan voor de samenleving waren in de loop van 2007 aanleiding voor de herkalibrering van de aandeelhouderspositie.<sup>176</sup> De herkalibrering van de rol van aandeelhouders heeft uiteindelijk geleid tot de huidige visie omtrent beschermingsconstructies, waarbij er onder andere standvastig wordt vastgehouden aan het uitgangspunt dat het bepalen van de strategie van de onderneming een aangelegenheid is van het bestuur.

Ik merk nog op dat uit deze ontwikkeling voorts blijkt dat het vennootschapsrecht continu in beweging is. Opmerkelijk aan de positie van de aandeelhouders is dat zij constant als een koorddanser aan het balanceren zijn, waarbij het onderwerp beschermingsconstructies de flexibele stok vormt die dient om de balans te bewaren. De tijd dat beschermingsconstructies in zwang zijn, herleeft naar mijn

---

<sup>168</sup> Rb. Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452 (*Fugro/Boskalis*).

<sup>169</sup> Rb. Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452, r.o. 4.9 (*Fugro/Boskalis*).

<sup>170</sup> Hof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531, r.o. 17 (*Fugro/Boskalis*).

<sup>171</sup> Dijkhuizen 2016, p. 9.

<sup>172</sup> Assink 2009, p. 39-40.

<sup>173</sup> Zie bijv. HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).

<sup>174</sup> Assink 2009, p. 20; Dijkhuizen 2016, p. 9.

<sup>175</sup> Assink 2009, p. 20. Ik citeer: "Een belangrijk eerste tegenwicht aan deze scheve verhoudingen is geboden in 1997 door het eindrapport 'Corporate Governance in Nederland; De Veertig Aanbevelingen' van de eerste Nederlandse Commissie *Corporate Governance*."

<sup>176</sup> Assink 2009, p. 41; Dijkhuizen 2016, p. 9.

mening weer. Dit levert zoals gezegd een positieve bijdrage aan het vennootschappelijk belang. Het vennootschappelijk belang is immers gericht op het bevorderen van de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, waarbij gestreefd dient te worden naar langetermijnwaardecreatie voor de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen. Dit laatste wordt uitdrukkelijk vooropgesteld in de Code 2016. Aangezien de Code altijd in beweging is en met de geest van de tijd meegaat,<sup>177</sup> kan tevens hieruit worden opgemaakt dat het idee is losgelaten dat de vennootschap is gericht op het aandeelhoudersbelang. Immers, door de langetermijnwaardecreatie als richtsnoer voor het bestuur te laten gelden, schuift de Commissie het aandeelhoudersprimaat naar de achtergrond.

### **4.3 De Monitoring Commissie Corporate Governance**

Het moge nu duidelijk zijn dat het bestuur verantwoordelijk is voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In de Code 2016 is voorts de nadruk gelegd op langetermijnwaardecreatie voor de vennootschap en de aan haar verbonden ondernemingen. Daarbij dient het bestuur de daartoe in aanmerking komende belangen van de stakeholders mee te wegen. De RvC op haar beurt houdt toezicht op het bestuur.<sup>178</sup> Volgens de Commissie wordt van bestuurders verwacht dat zij bij de uitoefening van hun taak duurzaam handelen door zich te focussen op de langetermijnwaardecreatie. Teneinde dit te bewerkstelligen, dient het bestuur een strategie vorm te geven waarbij de belangen van de stakeholders zorgvuldig worden afgewogen. De focus op langetermijnwaardecreatie laat echter onverlet dat de strategie van de onderneming voortdurend om korte termijn aanpassingen kan vragen.<sup>179</sup> Dit is mede afhankelijk van de marktdynamiek waarbinnen de aan de vennootschap verbonden onderneming opereert.<sup>180</sup>

#### *4.3.1 De langetermijnwaardecreatie, het vennootschappelijk belang en een mening daaromtrent*

De vraag dringt zich op wat onder langetermijnwaardecreatie moet worden verstaan. In de Preambule van de Code 2016 is opgenomen dat het bestuur dient te streven naar het creëren van waarde op lange termijn voor alle stakeholders.<sup>181</sup> Stakeholders dienen immers erop te kunnen vertrouwen dat hun belangen worden behartigd, hetgeen een voorwaarde vormt om binnen de vennootschap te kunnen samenwerken.<sup>182</sup> De invulling van de langetermijnwaardecreatie kan in tegenstelling tot de Code 2008 een kentering worden genoemd, aangezien deze ‘waarde’ definieert als aandeelhouderswaarde op

---

<sup>177</sup> De Code 2016, preambule, p. 7.

<sup>178</sup> De Code 2016, toelichting bij principe 1.1, p. 13 en 43.

<sup>179</sup> *Ibid.*

<sup>180</sup> Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 11 februari 2016, p. 7.

<sup>181</sup> De Code 2016, preambule, p. 7-8; S.H.M.A. Dumoulin, ‘Het voorstel voor een nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code: visie en strategie’, *OR* 2016/69, p. 327.

<sup>182</sup> De Code 2016, preambule, p. 7-8.



lange termijn en dus niet als langetermijnwaardecreatie voor alle stakeholders.<sup>183</sup> Verder lijkt dit nieuw voorgestelde uitgangspunt een minder scherpe richtsnoer voor het bestuur te zijn dan die uit de Code 2008. Daarbij opgemerkt, het bestuur heeft met deze norm wel de mogelijkheid om een eigen invulling te geven aan de langetermijnwaardecreatie. Dit maakt de toepasbaarheid van de Code flexibeler, omdat een ‘one size fits all’-oplossing voor de invulling van de langetermijnwaardecreatie niet bestaat.<sup>184</sup> Immers, elke vennootschap is gebaseerd op eigen waarden en normen.<sup>185</sup>

Dumoulin stelt dat de langetermijnwaardecreatie een nadere invulling zal geven aan het begrip vennootschappelijk belang.<sup>186</sup> Dit argument overtuigt mij niet. De opvatting dat het bestuur gehouden is te streven naar winst voor alle stakeholders wordt namelijk al geruime tijd betoogd in de rechtspraak.<sup>187</sup> Zo volgt uit de ABN Amro-beschikking en de ASMI-beschikking, respectievelijk van 2007 en 2010, dat het bestuur bij de vervulling van zijn taak het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden ondernemingen voorop dient te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, in aanmerking behoort te nemen bij zijn besluitvorming.<sup>188</sup> Hieruit kan afgeleid worden dat het belang van de aandeelhouder deel uitmaakt van de belangen van ‘alle betrokkenen’, niet meer en niet minder.<sup>189</sup> In het verlengde daarvan heeft de Hoge Raad in 2014 in de Cancun-beschikking overwogen dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.<sup>190</sup> Derhalve zal de langetermijnwaardecreatie naar mijn mening de invulling van het vennootschappelijk belang onverlet laten.

In paragraaf 3.2 is reeds gesteld dat activistische aandeelhouders de afgelopen jaren het bestuur onder druk hebben gezet om kortetermijnwinsten te implementeren in de strategie van de vennootschap. Dit leidde tot een bankencrisis, woekerpolissen en corruptiezaken.<sup>191</sup> Het fundament hiervoor is naar mijn mening gecreëerd doordat de aandeelhouderswaarde op lange termijn centraal werd gesteld. Deze is immers geïnspireerd op het Angelsaksische model<sup>192</sup>, dat aandeelhouders primaat vooropstelt. In combinatie met de versterking van de aandeelhouderspositie heeft dit het vennootschappelijk belang zwaar onder druk gezet wat uiteindelijk heeft geleid tot een gewijzigde visie op beschermingsconstructies. De Code 2016 is onder andere het resultaat van deze visie, die langetermijnwaardecreatie voor alle stakeholders vooropstelt. Meer in het bijzonder bepaalt de Code

---

<sup>183</sup> Dumoulin 2016, p. 327.

<sup>184</sup> R. Soonieus, ‘Board moet lange termijn waardecreatie omarmen’, *FD* 22 juli 2016.

<sup>185</sup> *Ibid.*

<sup>186</sup> Code 2008, preambule, p. 6; Dumoulin 2016, p. 328.

<sup>187</sup> W.J. Oostwouder, ‘Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie’, *O&F* 2016/24, p. 43.

<sup>188</sup> HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, r.o. 4.5 (*ABN Amro*) en HR 8 september 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.1 (*ASMI*).

<sup>189</sup> Oostwouder 2016, p. 43.

<sup>190</sup> HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, r.o.4.2.1 (*Cancun holding*).

<sup>191</sup> C. Honée, ‘De board moet praten over de code’ (interview met Jaap van Manen), *Management Scope* 5 augustus 2015, te vinden op <http://managementscope.nl/magazine/artikel/903-jaap-van-manen-corporate-governance-code-charles-honee-allen-overy>. Volgens Van Manen hebben deze problemen allemaal te maken met het winstbejag op korte termijn; *Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code*, 11 februari 2016, p. 3.

<sup>192</sup> R. Soonieus, ‘Board moet lange termijn waardecreatie omarmen’, *FD* 22 juli 2016.

2016 in Principe 1.1.4 dat het bestuur onder toezienend oog van de RvC verantwoordelijkheid dient af te leggen ten aanzien van deze langetermijnwaardecreatiestrategie. Zo moet het bestuur in het bestuursverslag (schriftelijk) een toelichting geven op de visie en de strategie betreffende de langetermijnwaardecreatie. Dit moet het bestuur zowel op korte als lange termijn rapporteren. Het vorenstaande brengt mijns inziens mee dat het immuun wordt tegenover het activistische aandeelhoudersgedrag, die korte termijn winsten beogen te implementeren in de strategie van de onderneming en als gevolg hiervan zal het bestuur tot een evenwichtige besluitvorming komen. Tegen deze achtergrond ben ik eveneens van mening dat dit ook goed weerstand zal bieden tegen de zogenoemde ‘*management entrenchment*-hypothese’.<sup>193</sup> Temeer, omdat zowel het bestuur als de RvC voor een zorgvuldige afweging van de betrokken belangen dienen te zorgen, waarbij het vennootschappelijk belang centraal staat. Het is het bestuur dat verder zorgt dat de RvC tijdig en nauw betrokken is bij het overnameproces.<sup>194</sup> Indien het bestuur tekort schiet in de bovengenoemde verplichtingen kan bestuursaansprakelijkheid op de loer liggen. Derhalve zal het bestuur weinig tot geen ruimte hebben om beschermingsconstructies in stelling te brengen om zijn eigen belangen na te streven.

#### 4.3.2 *Het effect van beschermingsconstructies op langetermijnwaardecreatie*

Aanvankelijk werd in het consultatiedocument gesteld dat certificering van aandelen uitsluitend als beschermingsconstructie mocht worden gebruikt voor zover deze dienstig zou zijn aan het creëren van langetermijnwaardecreatie voor de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen.<sup>195</sup> Daarbij stelde de Commissie voor de zinsnede – dat de certificering van aandelen een middel is om te voorkomen dat door absenteïsme een (toevallige) meerderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand kan zetten – te schrappen, omdat de opvatting dat de certificering van aandelen niet gebruikt wordt als beschermingsconstructie, zich volgens de Commissie niet met de praktijk en de geldende wetgeving daaromtrent verenigt.<sup>196</sup> De participatie van stemgerechtigden aan de besluitvorming in de AvA is namelijk de afgelopen jaren tot ongeveer 70% toegenomen.<sup>197</sup> Als gevolg van de consultatiereacties is, zoals reeds gesteld, uiteindelijk afgezien van certificering als beschermingsmaatregel.<sup>198</sup> Hoewel de certificering van aandelen als beschermingsconstructie is

---

<sup>193</sup> Het bestuur zet beschermingsconstructies in om een overname te voorkomen en om zodoende haar eigen positie veilig te stellen ten koste van de belangen van aandeelhouders. Zie: Van der Krans & Van der Kolk, p. 37

<sup>194</sup> De Code 2016, principe 2.8, p. 28.

<sup>195</sup> Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 11 februari 2016, p. 49-50.

<sup>196</sup> *Ibid.*

<sup>197</sup> Eumedion, ‘Evaluatie van het AVA-seizoen 2015’, 9 juli 2015, p. 3, te vinden op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf>; Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 11 februari 2016, p.50.

<sup>198</sup> *Reacties op het voorstel van herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code – verantwoording van het werk van de Commissie*, 8 december 2016, principe 4.4, p. 26. Met een kleine wijziging in de tekst ten aanzien van absenteïsme dat certificering een middel “kan” zijn om absenteïsme te voorkomen.

teruggehaald, bevat het bovenstaande sterke aanwijzingen dat beschermingsconstructies dienstbaar zijn aan de langetermijnwaardecreatie. Hierna zal ik uiteenzetten wat het effect is van beschermingsconstructies in het algemeen, en certificering van aandelen in het bijzonder, voor de langetermijnwaardecreatie.

In paragraaf 2.1.2 is gesteld dat volgens het ‘*stockholder interest*-hypothese’ beschermingsconstructies positief effect hebben op de (aandeelhouders)waarde en een instrument vormen om de belangen van aandeelhouders beter te beschermen. De verklaring hiervoor is onder andere dat het opwerpen van beschermingsconstructies het overnameproces zal vertragen, waardoor het bestuur uiteindelijk een hoger bod kan afdwingen.<sup>199</sup> De keerzijde is dat bij continue aanwezigheid van beschermingsconstructies de waardering van een vennootschap achterblijft.<sup>200</sup> Hieruit kan afgeleid worden dat tijdelijk opwerpen van een beschermingsconstructie (aandeelhouders)waarde creëert op lange termijn. Omdat waarde thans wordt gedefinieerd als waardecreatie voor alle stakeholders, zal het opwerpen van een beschermingsconstructie dus ook waarde voor alle stakeholders creëren. Dit geldt eveneens voor certificering van aandelen. Daarbij opgemerkt, wanneer een vennootschap overweegt certificering van aandelen als beschermingsmaatregel in te stellen, zou deze maatregel slechts in oorlogstijd bescherming moeten bieden.<sup>201</sup> Hierbij past het uitgangspunt dat het AK in vreedstijd alleen op uitdrukkelijke instructie van een certificaathouder mag deelnemen aan de stemming op de AvA. Uiteraard geldt dat het AK niet automatisch stemt op de aandelen waarop de certificaathouders niet via een volmacht stemmen.<sup>202</sup> Een belangrijk detail hierbij is dat het AK de certificaathouders automatische stemvolmachten verleent. Deze vorm van bescherming doet zich, zoals in paragraaf 4.1 is uiteengezet, reeds voor bij ABN Amro.

Tot slot merk ik op dat de langetermijnwaardecreatie mijns inziens invloed kan hebben op het noodzakelijkheids criterium dat uit de RNA-beschikking voortvloeit. Uit de RNA-beschikking blijkt immers dat het gebruik van beschermingsconstructies gerechtvaardigd kan zijn als deze maatregel noodzakelijk is, onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van diegenen die daarbij zijn betrokken.<sup>203</sup> De nieuwe definitie van ‘waardecreatie’ sluit zich hier nauw aan. Derhalve voorspel ik dat bij de benadeling van één der partijen, het noodzakelijkheids criterium het opwerpen van een beschermingsconstructie eerder zal rechtvaardigen dan dit het geval zou zijn bij de aandeelhouderswaarde op lange termijn. Genoeg reden voor het vennootschappelijk belang dus om zege te vieren.

---

<sup>199</sup> Van der Krans & Van der Kolk 2008, p. 35.

<sup>200</sup> A. van der Krans, ‘Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk’, *O&F* 2016/24, p. 16.

<sup>201</sup> Van der Krans 2016, p. 16.

<sup>202</sup> *Ibid.*

<sup>203</sup> HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161, r.o. 3.7 (*RNA/Westfield*).

#### **4.4 Tussenconclusie**

De herkalibrering van de positie van aandeelhouders die sinds 2007 op gang is gekomen, heeft geleid tot de huidige stand van beschermingsconstructies. Zo is duidelijk geworden dat de rol van de overheid bij overnames waarbij het algemeen belang in het geding is, steeds groter wordt. Daarnaast blijkt uit de rechtspraak dat standvastig wordt vastgehouden aan het uitgangspunt dat het bepalen van de strategie van de onderneming een aangelegenheid is van het bestuur. De gewijzigde visie op beschermingsconstructies heeft een positieve invloed op het vennootschappelijk belang en dus ook op de continuïteit van de onderneming. Uit de Code 2016 blijkt dat het bestuur dient te streven naar het creëren van langetermijnwaarde voor alle stakeholders. De langetermijnwaardecreatie zal onder andere bijdragen aan de besluitvorming, zal de invulling van het vennootschappelijk belang onverlet laten, en zal het opwerpen van een beschermingsconstructie eerder rechtvaardigen.

## 5. CONCLUSIE

Ter herinnering, de hoofdvraag van dit onderzoek luidt als volgt:

*“In hoeverre kunnen beschermingsconstructies dienstbaar zijn aan de langetermijnwaardecreeatie, in het bijzonder wanneer het algemeen belang betrokken is bij de vennootschap?”*

Voordat deze vraag wordt beantwoord, eerst een korte herhaling van de belangrijkste constatering uit de vorige hoofdstukken.

Allereerst is in hoofdstuk 2 geconstateerd dat beschermingsconstructies regelingen zijn die worden ingezet teneinde de belangen van de vennootschap en de daarbij behorende stakeholders te beschermen tegen ongewenste aandeelhoudersinvloed. Verder is duidelijk geworden dat het opwerpen van beschermingsconstructies aandeelhouders(waarde) creëert op lange termijn. Daarnaast is ten aanzien van de rechtvaardiging van beschermingsconstructies duidelijk geworden dat zij vooral noodzakelijk dient te zijn en dat zij dient te vallen binnen de marges van een adequate, proportionele reactie op het dreigende gevaar. Eveneens is duidelijk geworden dat in de rechtspraak is aanvaard dat het bepalen van de strategie van de onderneming een aangelegenheid is van het bestuur. De AvA kan haar opvattingen over beschermingsconstructies tot uitdrukking brengen door de uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten.

Voorts is in hoofdstuk 3 geconstateerd dat het vennootschappelijk belang thans is gericht op het bevorderen van de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het opwerpen van een beschermingsconstructie komt het vennootschappelijk belang ten goede. Dit is onder andere waargenomen door een blik te werpen op de periodes van voor en na de versterking van de aandeelhouderspositie. Bovendien ben ik van mening dat het algemeen belang een onderdeel is van het vennootschappelijk belang en om die reden het mede dienen van het algemeen belang een gerechtvaardigde reden is voor het opwerpen van een beschermingsconstructie, dit temeer omdat de RNA-beschikking geen belemmering hiertoe vormt. Het bestuur dient bij het behartigen van het algemeen belang in alle opzichten zorgvuldigheid te betrachten, in ieder geval totdat de overheid zich deze taak wettelijk zal toe-eigenen. Tot die tijd kan de overheid gebruikmaken van de aan haar toekomende wettelijke rechten om het algemeen belang te waarborgen.

Bovenal is in hoofdstuk 4 geconstateerd dat de herkalibrering van de aandeelhouderspositie ervoor heeft gezorgd dat de visie op beschermingsconstructies anno 2017 ingrijpend is gewijzigd, met name bij vennootschappen die een algemeen belang vertegenwoordigen. De Code 2016 stelt in lijn met deze visie dat het bestuur verantwoordelijk is voor de continuïteit van de vennootschap, waarbij gestreefd dient te worden naar langetermijnwaardecreeatie voor alle stakeholders. Hieruit kan worden opgemaakt dat het idee is losgelaten dat de vennootschap zich dient te richten op het aandeelhoudersbelang. De langetermijnwaardecreeatie voor alle stakeholders zal naar mijn mening

bijdragen aan een evenwichtige besluitvorming en zal de invulling van het vennootschappelijk belang onverlet laten. Bovendien zal het, het opwerpen van een beschermingsconstructie eerder rechtvaardigen. In het verlengde daarvan ben ik van mening dat de Code 2016 goede weerstand biedt tegen de ‘*management entrenchment*-hypothese’.

Terugkomend op de hoofdvraag van dit onderzoek: uit het bovenstaande kan het antwoord op de hoofdvraag worden afgeleid. Beschermingsconstructies zijn dienstbaar aan de langetermijnwaardecreatie, in het bijzonder wanneer het algemeen belang betrokken is bij de vennootschap. Beschermingsconstructies creëren immers (aandeelhouders)waarde op lange termijn, en dit komt het vennootschappelijk belang ten goede. Het vennootschappelijk belang is gericht op het bevorderen van het bestendige succes van de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen. Aangezien de Code 2016 waarde definieert als de langetermijnwaardecreatie voor alle stakeholders, zal het opwerpen van beschermingsconstructies dus ook dienstbaar zijn aan de langetermijnwaardecreatie. Andersom, zal de langetermijnwaardecreatie enigszins invloed hebben op het noodzakelijkheids criterium dat uit de RNA-beschikking volgt. Dit zal het opwerpen van een beschermingsconstructie eerder dan bij aandeelhouderswaarde op lange termijn rechtvaardigen, wat uiteindelijk weer een bijdrage zal leveren aan het vennootschappelijk belang. Kortom, beschermingsconstructies zijn, linksom of rechtsom, dienstbaar aan de langetermijnwaardecreatie. Het bovenstaande geldt temeer voor vennootschappen die een algemeen belang vertegenwoordigen, omdat deze belangen de hele maatschappij of een omvangrijk gedeelte van de maatschappij aangaan. Eén ding is zeker, over beschermingsconstructies en het vennootschappelijk belang is de afgelopen eeuw veel geschreven, maar het laatste woord is er zeker nog niet over gezegd.

## 6. LITERATUURLIJST

### Literatuur

#### **Abma, OR 2015, p. 387-391**

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

#### **Abma, WPNR 2015, p. 126**

R. Abma, 'Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder', *WPNR* 2015/7048, p. 126.

#### **Abma, TvOR 2006, p. 169-177**

R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergadering-seizoen 2006: feiten en trends', *TvOR* 2006/5, p. 169-177.

#### **Abma, GB 2006, p. 10-11**

R. Abma, 'De veranderende positie van de aandeelhouder: import van normen en waarden uit Angelsaksische landen', *GB* 2006/2, p. 10-11.

#### **AFM-Rapport**

*Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten maart 2007, p. 21/24, te vinden op [www.afm.nl](http://www.afm.nl). Steins Bisschop 2008.

#### **Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009**

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, Mr. C. Assers *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 10. Beschermingsconstructies. Deel II\*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Assink, WPNR 2015, p. 116-117**

B.F. Assink, 'Belang van de vennootschap, overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 116-117.

#### **Assink 2009**

B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2009, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Assink 2009**

B.F. Assink, *De januskop van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2009.

#### **Bakker, Evers, Hovers e.a., HMR 2005, p. 72-75**

P. Bakker, S. Evers, N. Hovers e.a., 'Het Rijnlands model als inspiratiebron', *Holland Management Review* 2005/103, p. 72-75.

#### **Boukema 1969**

C.A. Boukema, 'Algemeen belang en ondernemingsbelang', in: *Op de grenzen van komend recht* (Opstellen aangeboden aan prof. Mr. J.H. Beekhuis), Zwolle: Tjeenk Willink en Deventer: Kluwer 1969.

#### **Van den Berg, V&O 2015, p. 22**

M.M. van den Berg, 'Beschermingsconstructies bij IPO's anno 2015', *V&O* 2015/2, p. 22.

**Bootsma e.a. 2015**

A.A. Bootsma e.a. *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, Wetenschappelijk onderzoek ten behoeve van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code naar de praktijk van (potentiele) bescherming (smaatregelen) bij Nederlandse beursvennootschappen en de naleving van Best Practice Bepaling IV.3.11 van de Nederlandse Corporate Governance Code, 4 september 2015, te vinden op <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2775>.

**Bulten, TOP 2007, p. 142**

C.D.J. Bulten, 'Lessen uit Stork', *TOP* 2007/3, p. 142.

**Dijkhuizen, OR 2016, p. 1-9**

T.C.A. Dijkhuizen, Boskalis/Fugro: het agenderingsrecht verder uitgehold, *OR* 2016/1, p. 1-9.

**Dijkhuizen 2013**

T.C.A. Dijkhuizen, 'Een ander vennootschappelijk belang bij banken?', in: G. Solinge, M. van Offlen, M.P. Nieuwe Weme en C.D.J. Bulten (red.), *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut – deel 115)*, Deventer: Kluwer 2013.

**Dumoulin, OR 2016, p. 328**

S.H.M.A. Dumoulin, 'Het voorstel voor een nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code: visie en strategie', *OR* 2016/69, p. 328.

**Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007**

C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, 24 oktober 2007, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/2000\\_2009/2008/b26688.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/2000_2009/2008/b26688.ashx).

**Eumedion 2015**

Eumedion, 'Evaluatie van het AVA-seizoen 2015', 9 juli 2015, te vinden op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf>.

**Van Ginneken 2010**

M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten*, Deventer: Kluwer 2010.

**Van Ginneken, OR 2006, p. 9**

M.J. van Ginneken, 'Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang', *OR* 2006/171, p. 9.

**Grazell & Kabir 2001**

J. Grazell & R. Kabir, *Beschermingsconstructies en corporate governance: recente ontwikkelingen*, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2001.

**Van der Grinten 1989**

W.C.L. van der Grinten, *Beschermingsconstructies en de beurs*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf 1989.

**Van der Heijden & Van der Grinten 1992**

E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: Tjeenk Willink 1992.

**Vermeulen 2003**

B.P. Vermeulen, 'De publieke taak: een veelzijdig begrip', in: J.W. Sap, B.P. Vermeulen en C.M. Zoethout (red.), *De publieke taak*, Deventer: Kluwer 2003.



**Honée, *Management Scope* 5 augustus 2015**

C. Honée, 'De board moet praten over de code' (interview met Jaap van Manen), *Management Scope* 5 augustus 2015, te vinden op <http://managementscope.nl/magazine/artikel/903-jaap-van-manen-corporate-governance-code-charles-honee-allen-overly>.

**De Jongh, *WPNR* 2015, p. 118-124**

J.M. de Jongh, 'Privatisering, bescherming en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 118-124.

**Kemp 2015**

B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en de rol van aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (oratie Maastricht), Deventer: Kluwer 2015.

**Kemp, *TvOB* 2015, p. 218**

B. Kemp, 'De rol en de positie van de aandeelhouder bij een kapitaalvennootschap in financiële problemen', *TvOB* 2015/6, p. 218.

**Kemperink, *WPNR* 2015, p. 95-101**

G.N.H. Kemperink, 'Internationale overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048, p. 95-101.

**Kemperink, *OR* 2014, p. 324-331**

G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Móvil en de rol van de Raad van Commissarissen', *OR* 2014/67, p. 324-331.

**Kohn, *TvOB* 2010, p. 125**

A.B.M. Kohn, 'Beschermingsconstructies nader bezien', *TvOB* 2010/5, p. 125.

**De Koning Gans & Oostwouder, *O&F* 2010, p. 63-69**

J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, 'Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie' *O&F* 2010/4, p. 63-69.

**Van der Krans, *O&F* 2016, p. 16**

A. van der Krans, 'Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk', *O&F* 2016/24, p. 16.

**Van der Krans & Van der Kolk, *O&F* 2008, p. 24-37**

A. van der Krans & J.B.J. van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominantier wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *O&F* 2008/2, p. 35-37.

**Kuijpers & Meinema, *AA* 2009, p. 178-184**

W.B. Kuijpers & M. Meinema, 'De nieuwe Nederlandse corporate governance code 2008', *AA* 2009/3, p. 178-184.

**Lauterbach, Malitz & Vu, *Managerial and Decision Economics* 1991, p.499-510**

B. Lauterbach, I.B. Malitz & J. Vu, 'Takeover threats, antitakeover amendments and stock price reaction', *Managerial and Decision Economics* 1991, p. 499-510.

**De Leeuw, *TAO* 2015, p. 118**

D.M.H. de Leeuw, 'Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht (Boskalis/Fugro, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452)', *TAO* 2015/3, p. 118.

**Leliveld, *TFR* 2007, p. 104**

T.C. Leliveld, 'Aandeelhoudersactivisme en marktmisbruik', *TFR* 2007/4, p 104.

**Maeijer 2009**

J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (oratie Nijmegen 1964), in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. Solinge (red.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut – deel 100)*, Deventer: Kluwer 2009.

**Mantel & Overkleef, O&V 2009, p. 194**

L.M. Mantel & F.G.K. Overkleef, 'De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen', *O&V* 2009/10, p. 194.

**Mendel 1989**

M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 1989.

**Nijland 2013**

J. Nijland, *De overheidsonderneming. Overheidsinvloed in kapitaalvennootschappen nader beschouwd* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 2013

**Oostwouder, O&F 2016, p. 37-43**

W.J. Oostwouder, 'Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie', *O&F* 2016/24, p. 37-43.

**Peters & Eikelboom, WPNR 2015, p. 407-413**

F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro', *WPNR* 2015/7061, p. 407-413.

**Prinsen, O&F 2011, p. 29**

J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium – verhouding tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders van de beursvennootschap', *O&F* 2011/19, p. 29.

**Raaijmakers, AA 1995, p. 133**

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Beschermingsconstructies: Auxinvest/GTI Holding', *AA* 1995/2, p. 133.

**Rapport-Commissie Verdam 1960**

De commissie, ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960, genoemd naar haar voorzitter, prof. mr. Verdam, p. 78-82.

**Rijken 2006**

H.A. Rijken, 'Het waarderen en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies', presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de groepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam, te vinden op [http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data\\_o/docs/180\\_5575.pdf](http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/data_o/docs/180_5575.pdf).

**Schenk, O&F 2010, p. 61-71**

H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *O&F* 2010/18, p. 64-71.

**Van Schilfgaarde 2013**

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013.

**SER-advies de winst van waarden 2000**

*Advies over maatschappelijk ondernemen uitgebracht aan de Staatssecretaris van Economische Zaken* (advies van 15 december 2000, SER 00/11), Den Haag: SER 2000, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/2000\\_2009/2000/b19054.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/2000_2009/2000/b19054.ashx).

### **SER-advies inzake de herziening van het Ondernemingsrecht**

SER, *Advies inzake de herziening van het ondernemingsrecht uitgebracht aan de Minister van Justitie* (adviesnr. 19 september 1969, SER 69/14), s'-Gravenhage: SER 1969, te vinden op [https://www.ser.nl/~media/db\\_adviezen/1960\\_1969/1969/b04979.ashx](https://www.ser.nl/~media/db_adviezen/1960_1969/1969/b04979.ashx).

### **Van Slobbe, *MvO* 2016, p. 170-177**

P.W.M. van Slobbe, 'Overnamegevechten, ongewenste investeerders en vitale vennootschappen – Is een investeringstoets ter waarborging van 'het algemeen belang' wenselijk?', *MvO* 2016/7, p. 170-177.

### **Steins Bisschop, *TvOB* 2009, p. 10-12**

B.T.M. Steins Bisschop, 'Beschermingsperikelen - de onhoudbaarheid van beschermingspreferente aandelen', *TvOB* 2009/1, p. 10-12.

### **Steins Bisschop 2008**

B.T.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correct en bedrijfsmatig effectieve benadering* (oratie Maastricht), Zutphen: Uitgever Paris 2008.

### **Timmerman, *WPNR* 2015, p. 93-94**

L. Timmerman, 'De breedte van het vennootschapsrecht, enkele inleidende opmerkingen', *WPNR* 2015/7048, p. 93-94.

### **Voogd 1989**

R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Kluwer: Deventer 1989.

### **Werkgroep Economische Veiligheid 2014**

Werkgroep Economische Veiligheid, Tussen naïviteit en paranoia. Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse overnames en investeringen in vitale sectoren, april 2014. Bijlage bij *Kamerstukken II* 2013/14, 308 21, nr. 22.

### **Zaman, Porties & Nijland, *O&F* 2014, p. 74**

D.F.M.M. Zaman, G.M. Portier & J. Nijland, 'Governance en bescherming van banken', *O&F* 2014/22, p. 74.

## Jurisprudentie

### **Hoge Raad**

- HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).
- HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161 (*RNA/Westfield*).
- HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1468 (*HBG/Boskalis*).
- HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (*ABN Amro*).
- HR 8 september 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (*ASMI*).
- HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804 (*Cancun holding*).
- HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, m.nt. Van Schilfgaarde (*Cancun holding*).

## **Gerechtshof**

- Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AB0446 (*Gucci/LVMH*).
- Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Centaurus c.s./Stork NV*).
- Hof Amsterdam (OK) 05 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991 (*Ageas N.V., voorheen Fortis N.V./VEB c.s.*).
- Hof Amsterdam (OK) 05 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991, m.nt. Steef M. Bartman (*Ageas N.V., voorheen Fortis N.V./VEB c.s.*).
- Hof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531 (*Fugro/Boskalis*).

## **Rechtbank**

- Rb. Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452 (*Fugro/Boskalis*).

## Officiële publicaties

- *Kamerstukken II* 2006/07, 31 052, 2, p. 8.
- *Kamerstukken II* 2013/14, 24 095, 368, p. 1-7.
- *Kamerstukken II* 2013/14, 30 821, 22, p. 1-3.
- *Kamerstukken II* 2013/14, 32 013, 46, p. 1.

## De Code e.a.

- De Nederlandse Corporate Governance Code 2008, te vinden op <http://www.mccg.nl/>.
- De Verantwoording van het werk van de Commissie Monitoring Corporate Governance Code 2008, te vinden op <http://www.mccg.nl/>.
- Consultatiedocument Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2016, 11 februari 2016, te vinden op <http://www.mccg.nl/>.
- Reacties op het voorstel van herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code – verantwoording van het werk van de Commissie, 8 december 2016, te vinden op <http://www.mccg.nl/>.
- De Nederlandse Corporate Governance Code 2016, te vinden op <http://www.mccg.nl/>.

## Nieuwsartikelen

### **Keuning, FD 31 december 2015**

W. Keuning, 'Eindspel rond begonnen na faillissement', *FD* 31 december 2015.

### **Rijken, FD 26 november 2006**

H.A. Rijken, 'Muur tegen overname is onzin; hoogleraar onderzoekt beschermingsconstructies', *FD* 26 november 2006.

**Soonieus, *FD 22 juli 2016***

R. Soonieus, 'board moet lange termijn waardecreatie omarmen', *FD 22 juli 2016*.

**Van Zeijl, *FD 8 december 2016***

C. van Zeijl, 'Hypocriete opstelling van Den Haag bij bod op PostNL', *FD 8 december 2016*.

**Weissink, *FD 1 december 2016***

A. Weissink, 'Inzet gifpil door PostNL is laatste hoop voor de Tweede Kamer', *FD 1 december 2016*.

**Wester, *NRC 3 november 2007***

J. Wester, 'Overgenomen op eigen kosten, en die van u!' *NRC 3 november 2007*.

**Westerhuis, *FD 27 november 2015***

G. Westerhuis, 'ABN Amro zet certificaat weer in bij verkoop', *FD 27 november 2015*.