

Certificering als beschermingsmaatregel: mag het nou wel of niet?

Inleiding

'Aandeelhouders zeggenschap ontnemen door certificering van aandelen als de certificaten niet op ieder gewenst tijdstip tegen de onderliggende aandelen kunnen worden ingewisseld dient verboden te worden', aldus de Vereniging Effectenbescherming in haar brief van 1964 aan de Minister van Justitie.¹ De brief heeft weinig uitgehaald. Thans – op de kop af veertig jaar later – lijkt certificering als beschermingsmaatregel nog steeds mogelijk. Of toch niet?

Een overzicht

Bijlage X van het Fondsenreglement

Op grond van Bijlage X van het Fondsenreglement moet de meerderheid van het bestuur van het administratiekantoor (hierna: het AK) neutraal zijn en moet het AK bij het uitoefenen van zijn stemrecht de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming behartigen (art. 5). Beperking van de royeerbaarheid mag weliswaar niet 'onmogelijk of onredelijk bezwarend' worden gemaakt, maar de (nog) toegestane X%-regel (de regel dat de certificaathouder slechts mag royeren indien en voorzover hij onder de grens van (meestal) 1% van het geplaatste kapitaal blijft) maakt certificering als beschermingsmaatregel mogelijk.

De Code Tabaksblat

Daar waar Bijlage X nog uitgaat van een meerderheid van neutrale bestuurders, gaat de Code Tabaksblat (die inmiddels bij brief van 1 maart 2004 door het kabinet is overgenomen²) uit van een volledig neutraal samengesteld bestuur (best practice bepaling IV.2.2). Verder is te lezen dat certificering niet gebruikt mag worden als beschermingsmaatregel, maar slechts als middel om te voorkomen dat door absentisme in de algemene vergadering, een minderheid van de aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Bij de uitoefening van het stemrecht richt het AK zich volgens de Code primair naar het belang van de certificaathouders. De X%-regel is volgens de Code niet toegestaan omdat het bestuur van het AK onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten moet verlenen aan de certificaathouders die daar om vragen. Enigszins kort door de bocht: het AK is in de visie van de Code (slechts) vertegenwoordiger van de certificaathouder.

Wetsvoorstel aanpassing structuurregeling

Daar waar Bijlage X nog uitgaat van een meerderheid van neutrale bestuurders en de Code van een volledig neutraal samengesteld bestuur, staat het toekomstige artikel 2:118a BW³ toe dat niet-neutrale bestuurders zitting hebben in het bestuur van het AK. Ter zijde merk ik op dat de eisen die aan die neutraliteit worden gesteld, ook per regime verschillen. De onafhankelijkheidseisen in de Code zijn aanmerkelijk zwaarder dan de eisen in Bijlage X of artikel 2:118a lid 3 BW, terwijl ook de eisen in Bijlage X en artikel 2:118a BW niet geheel overeenkomen. Deze niet-neutrale bestuurders mogen niet meebeslissen over de vraag of er sprake is van 'oorlogstijd'. In die situatie is het AK immers bevoegd, mits dus de meerderheid van het bestuur neutraal is, volmachtverlening te beperken, uit te sluiten of de gegeven volmacht te herroepen (art. 2:118a lid 3 BW). Certificering kan in de visie van de wetgever, onder bepaalde voorwaarden, dienen als beschermingsmaatregel.

Het Wetsvoorstel beschermingsconstructies

Ook is in dit kader het wetsvoorstel beschermingsconstructies⁴ van belang. Uitgangspunt van dit wetsvoorstel is dat een vennootschap zich in principe tegen een vijandig overnamebod mag beschermen (bijvoorbeeld door certificering), zij het dat het zittende bestuur een ingrijpend gewijzigde economische machtsverhouding in de algemene vergadering van aandeelhouders niet voor onbepaalde tijd moet kunnen negeren. De wetgever spreekt in dit verband over het 'tijdelijkheidscriterium'.⁵ Dit criterium is ook terug te vinden in het wetsvoorstel: de certificaathouder die al dan niet samen met zijn dochtermaatschappijen ten minste 70% van het geplaatste kapitaal van een open naamloze vennootschap verschaft, kan de Ondernemingskamer verzoeken maatregelen te treffen indien hij dit kapitaal ten minste één jaar⁶ onafgebroken is blijven verschaffen (zie art. 2:359a en 2:359b lid 1 BW). De Code Tabaksblat stelt overigens voor deze periode te verkorten tot zes maanden. Een van die maatregelen betreft een gebod aan het AK om de aandelen aan de certificaathouder over te dragen in ruil voor de certificaten (art. 2:359c lid 1 onder a BW). Onder het regime van het wetsvoorstel beschermingsconstructies is het dus mogelijk dat certificering als beschermingsconstructie onder omstandigheden kan worden doorbroken.

1. Brief van de Vereniging Effectenbescherming, 19 februari 1964, te kennen uit: het SER-advies inzake de wetgeving over de jaarrekening van ondernemingen, 1966, Bijlage IV.
2. Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1.

3. Zoals voorgesteld in het wetsvoorstel structuurregeling (Kamerstukken 28 179).
4. Kamerstukken II 1997/98, 25 732, nr. 1-2.
5. Zie in dit verband Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 15. Zie ook HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (Rodamco).
6. Zie Code Tabaksblat, verantwoording van het werk van de commissie, punt 59 onder a.

Beursgenoteerde ondernemingen die het streven hebben om het Fondsenreglement, de Code en de (toekomstige) wet in acht te nemen, moeten dus in hoge mate schizofreen zijn. Het AK dat voor de wettelijke benadering zal kiezen, zadelt de vennootschap op met de last om uit te leggen (*apply or explain*) dat het niet aan de Code zal voldoen omdat het AK de wet volgt. Tegelijkertijd zal diezelfde wet voorschrijven dat in beginsel de bepalingen uit de Code in acht genomen moeten worden door de verankering van de Code in Boek 2 in het nieuwe artikel 2:391 lid 4 BW. De strijdigheid tussen de Code en de toekomstige wet kan weliswaar worden verholpen door in artikel 2:391 lid 4 BW slechts een gedeeltelijke verwijzing (namelijk een verwijzing naar de Code met uitzondering van best practice bepaling IV.2) te verankeren in de wet, maar het ziet er niet naar uit dat het die kant zal opgaan. De thans ontstane mist rondom certificering als beschermingsmaatregel is kennelijk Nederlands steentje in zijn bijdrage 'to create Community-wide clarity and transparency in respect of legal issues to be settled in the event of take over bids'.⁷

De strijdigheid tussen de Code en de toekomstige wet is de wetgever overigens niet ontgaan. Op 7 juli 2003 werd het amendement-Blok⁸ ingediend: er werd voorgesteld artikel 2:118a BW te schrappen met als motivering dat het artikel aan de 'aandeelhoudersdemocratie' in de weg zou staan. In de tweede nota van wijziging⁹ werd artikel 2:118a BW dan ook geschrapt. De motivering was iets uitvoeriger dan die van Blok:

'Bij deze verdeling [gedoeld wordt op het onderscheid tussen oorlog en vrede, EAJ] zijn in de schriftelijke voorbereiding van dit voorstel door verscheidene fracties kanttekeningen geplaatst. Die kanttekeningen golden zowel voor de omschrijving van de gevallen waarin volmachtverlening niet verplicht is als het feit dat de certificaathouder mogelijk stemrecht wordt ontzegd op een moment dat hij zijn stemrecht zou willen uitoefenen (...).'

Op 1 september 2003 werd het amendement-Douma¹⁰ ingediend: artikel 2:118a BW werd gereanimeerd en is in de definitieve tekst van het voorstel blijven staan. Het had niet veel gescheeld of de wet had – in navolging van de Code – het onderscheid tussen oorlog en vrede niet gekend.

Welk belang moet het AK dienen?

Hiervoor kwam reeds kort aan de orde dat de Code en Bijlage X van een andere benadering uitgaan: op grond van de Code richt het AK zich primair naar het belang van de certificaathouder en op grond van Bijlage X moet het AK bij het

uitoefenen van het stemrecht de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming behartigen. De discussie over welk belang het AK nu moet dienen, startte na de aanbevelingen van de Commissie-Peters. Deze commissie zag in dat volmachtverlening niet altijd mogelijk zal zijn door de op grond van Bijlage X voorgeschreven norm voor het AK: de certificaathouder behoeft zich immers niet door die norm te laten leiden en kan naar eigen inzicht stemmen. Dat het belang van de certificaathouder en dat van het AK niet altijd parallel zullen lopen, volgt uit de uitspraak van de president van de Rechtbank Groningen.¹¹ Uit die uitspraak volgt dat het AK 'ongeacht het standpunt van de certificaathouders een besluit zou nemen vanuit de doelstelling (...) van HGN en de met haar verbonden ondernemingen'.

De door de Commissie-Peters voorgestelde oplossing voor het probleem was eenvoudig: wijziging van de statuten van het AK en Bijlage X. Dat is echter (nog steeds) niet gebeurd. Nu is het spanningsveld tussen Bijlage X en de Code Tabaksblat een feit. Naar mijn mening zullen AK's van beursgenoteerde ondernemingen echter hun statuten niet behoeven te wijzigen om de doelomschrijving in overeenstemming met de Code te brengen.¹² Met Klemann¹³ ben ik van mening dat Euronext het stemmen van de gevolmachtigde certificaathouder naar eigen inzicht alleen maar zal toejuichen, zij het dat het bestuur van het AK in dat geval riskeert te worden aangesproken door de vennootschap. Ik laat dit punt verder rusten.

De AK's die nu de Code Tabaksblat in acht willen nemen zonder de voorschriften van Bijlage X in de wind te willen slaan, kunnen zich laten inspireren door de statuten van de Stichting ING Aandelen, die beide voorschriften lijkt te combineren:

'Het doel van de stichting is (...) het behartigen van de belangen van de houders van (certificaten van) aandelen (...) van (...) ING Groep N.V. (hierna te noemen: de "vennootschap") mede met het oog op de belangen van (i) de vennootschap zelf (ii) die van de ondernemingen die door de vennootschap en de met de vennootschap in een groep verbonden vennootschappen in stand worden gehouden en (iii) alle overige bij de vennootschap betrokkenen op zodanige wijze dat al deze belangen zo goed mogelijk worden gewogen en gewaarborgd (...).'

Wat is oorlogstijd?

Het ziet er naar uit dat AK's die kiezen voor de artikel 118a-benadering, spannende tijden tegemoet gaan. De spagaat waarin het AK terecht kan komen, zal echter niet altijd een

7. Overweging 3 van de door het Europees Parlement aangenomen Derdende Richtlijn.

8. Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 21.

9. Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 5.

10. Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 38.

11. Pres. Rb. Groningen 11 september 1996, KG 1996, 326.

12. Nagenoeg alle AK's van AEX-hoofdfondsen hanteren bij de doelomschrijving (nog) de terminologie uit Bijlage X.

13. P. Klemann, Stemrecht voor houders van certificaten van aandelen in beursvennootschappen, V&O 1999, p. 55.

benijdenswaardige positie zijn. Niet is uit te sluiten dat aan de ene kant het bestuur van mening is dat van een oorlogssituatie sprake is, terwijl tegelijkertijd de volmachtvragende certificaathouder daar anders over denkt. Het AK zal dan een keuze moeten maken en zal óf het bestuur van de vennootschap óf de certificaathouder moeten teleurstellen. De wetgever helpt het bestuur van het AK door drie oorlogssituaties op te sommen. Er is in ieder geval sprake van oorlog indien:

- a. er een vijandig bod is aangekondigd of de gerechtvaardigde verwachting bestaat dat tot een vijandig bod zal worden overgegaan;
- b. een certificaathouder – of een groep certificaathouders die samenwerken – 25% van het geplaatste kapitaal in handen heeft gekregen; of
- c. naar het oordeel van het AK uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

De subjectieve elementen in de a-situatie en de c-situatie kunnen tot meningsverschillen leiden. Wanneer bestaat immers de gerechtvaardigde verwachting dat een vijandig bod zal worden uitgebracht? Bij de één kan die verwachting eerder bestaan dan bij de ander. Naar mijn mening zal het AK zich echter bij deze verwachting voor een groot deel moeten laten leiden door mededelingen van het bestuur van de vennootschap. Het bestuur is immers als geen ander op de hoogte van een dreigend onvriendelijk bod. Desalniettemin wordt in het SER-advies¹⁴ dat aan het wetsvoorstel vooraf is gegaan, opgemerkt dat de vraag of er een vijandige overname dreigt, moet worden gemeten 'naar objectieve maatstaven'. De enkele mededeling van de vennootschap aan het AK dat daarvan sprake is, mag het AK in mijn ogen dan ook niet overtuigen. Daar lijkt meer voor nodig te zijn.

De c-categorie is nog ingewikkelder. Wanneer is volmachtverlening nu in 'wezenlijke' strijd met de vennootschap en de met haar verbonden onderneming? Zowel in het voornoemde SER-advies als in de toelichting bij het wetsvoorstel¹⁵ wordt in dit verband aansluiting gezocht bij het reeds aangehaalde wetsvoorstel beschermingsconstructies. In dat wetsvoorstel wordt in artikel 2:359f een aantal gronden opgesomd op basis waarvan de Ondernemingskamer een verzoek tot doorbreking van de beschermingsconstructie kan afwijzen. Gronden voor afwijzing van het verzoek worden onder andere vermoed aanwezig te zijn wanneer de verzoeker

1. door zijn gedragingen het belang van de vennootschap in ernstige mate heeft geschaad;

14. SER-advies 01/02, Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling, p. 87.

15. Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 25.

2. het voortbestaan van een onderneming van een andere vennootschap waarop hij invloed uitoefende, heeft beëindigd of in gevaar heeft gebracht zonder bedrijfs-economische noodzaak daartoe; of
3. kennelijk onvoldoende heeft getracht met het bestuur van de vennootschap tot overeenstemming te komen ter voorkoming van het geding.

Artikel 2:359f in het wetsvoorstel kleurt dus artikel 2:118a onder c BW nader in en beperkt naar mijn mening de bewegingsruimte van het AK. De door de wetgever gemaakte koppeling tussen artikel 2:118a onder c BW en artikel 2:359f is curieus, omdat artikel 2:118a onder a BW al ziet op het onvriendelijke bod en de omstandigheden genoemd in artikel 2:359f ook geplaatst moeten worden in de sleutel van zo'n bod. Ik ben geneigd te zeggen dat de c-categorie ook buiten de context van een onvriendelijk bod kan leiden tot een weigering om volmacht te verlenen. Stel dat de certificaathouders volmacht vragen omdat zij het voorgestelde beloningspakket van een nieuwe bestuurder (die is aangehouden om de vennootschap uit het slop te trekken) op de eerstvolgende vergadering willen afkeuren en dat dat voor het AK voldoende duidelijk is. Het resultaat van de volmachtverlening kan tot het vertrek van de nieuwe bestuurder leiden, waardoor de continuïteit van de vennootschap in het geding komt. Indien de motivering van het AK – waarover meer hierna – deugdelijk is, meen ik dat in dergelijke omstandigheden volmachtverlening mag worden geweigerd. De toelichting bij de c-categorie luidt immers:

'De wet is ongeschikt voor een limitatieve opsomming van gevallen waarin de continuïteit of de onafhankelijkheid van de vennootschap bedreigd wordt. In plaats daarvan wordt voorzien in een bevoegdheid van de aandeelhouder om vast te stellen dat de uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd zou zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.'¹⁶

De woorden 'naar het oordeel van de stemgerechtigde' zijn in mijn ogen echter geen vrijbrief om er alles onder te scharen. Ten Doeschate¹⁷ lijkt overigens een andere mening te zijn toegedaan. In zijn ogen maakt de c-categorie de aanspraak op de stemvolmacht 'boterzacht'.

De motivering van het AK om volmachtverlening te weigeren

In de oorspronkelijke tekst van het voorstel stond het nog niet, maar aan lid 2 van artikel 2:118a BW is in de definitieve tekst toegevoegd dat: '(...) de stemgerechtigde (...) het besluit tot beperking, intrekking of herroeping gemotiveerd ter kennis (brengt) van de certificaathouders en de

16. Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 25.

17. B.J. ten Doeschate, De aan(deel)houder wint!, NJB 2002, p. 2027.

overige aandeelhouders'. Tijdens de parlementaire behandeling hebben de leden van de CDA-fractie zich afgevraagd wat de gevolgen zouden zijn als het AK deze verplichting aan de laars lapt. Het antwoord van de ministers luidt als volgt:

'Het besluit wordt gemotiveerd ter kennis gebracht van de certificaathouder(s) en overige aandeelhouders. De bepaling is zo geredigeerd dat de in lid 2 genoemde motivering geen voorwaarde is voor de rechtsgeldigheid van het intrekingsbesluit. Wordt dat besluit niet, of naar de overtuiging van de certificaathouder niet voldoende, gemotiveerd, dan kan die certificaathouder in rechte de naleving van artikel 2:118a BW door de aandeelhouder vorderen. Hoewel het de certificaathouder als belanghebbende vrij staat de vennootschap in rechte te betrekken en opschorting van de algemene vergadering te vorderen, achten wij het niet vanzelfsprekend dat de vennootschap en de overige aandeelhouders nadeel ondervinden van een dispuut tussen de aandeelhouder [het AK, EAJ] en de certificaathouder. De vennootschap is bij dat geschil ook geen partij.'¹⁸

De redenering die achter het citaat schuilgaat, is mij niet geheel duidelijk. Aan de ene kant wordt opgemerkt dat het de certificaathouder vrijstaat de vennootschap in rechte te betrekken om opschorting van de algemene vergadering te vorderen, terwijl aan de andere kant wordt opgemerkt dat de vennootschap geen last heeft van een meningsverschil tussen het AK en de certificaathouder. Een certificaathouder kan echter in één kort geding zowel de vennootschap als het AK dagvaarden om zowel volmachtverlening als opschorting van de algemene vergadering te bewerkstelligen. Die laatste vordering zal zich richten tot de vennootschap. In het verleden is wel eens geprobeerd uitstel van bepaalde agendapunten in rechte af te dwingen.¹⁹ De opvatting dat de vennootschap geen nadeel zal ondervinden van zo'n procedure, waag ik te betwijfelen.

De vordering tot volmachtverlening

De certificaathouder die niet kan leven met de motivering van het AK die aan de weigering van volmachtverlening ten grondslag ligt, staat het vrij in kort geding volmachtverlening te vorderen. Precedenten zijn er nog niet. Wel werd een aantal keer door certificaathouders in kort geding decertificering gevorderd. Aangezien aan een mogelijk toekomstige vordering tot volmachtverlening in kort geding vaak dezelfde gedachte – de certificaathouder wil een stem uitbrengen op de algemene vergadering – ten grondslag zal liggen, lijken die uitspraken ook in dit kader van belang.

18. Kamerstukken I 2003/04, 28 179, B, p. 14.

19. Enkele voorbeelden: Pres. Rb. Leeuwarden 3 februari 1988, KG 1988, 200 (Lampe/Tonnema) (zie voor het vervolg: HR 17 mei 1991, NJ 1991, 645) en de al eerder aangehaalde uitspraak: Pres. Rb. Groningen 11 september 1996, KG 1996, 326 (Sitho).

In de uitspraak *Hamer Holding/Gelatine*²⁰ wordt het volgende overwogen:

'Wij stellen voorop dat een constructie zoals hiervoor beschreven, die tot doel heeft een overval te voorkomen, naar hier te lande in het algemeen geldende opvattingen aanvaardbaar is. Wie bij zo'n constructie certificaten verwerft doet dat – naar moet worden aangenomen – in het besef dat aan die certificaten geen zeggenschap verbonden is of zal worden. Wil hij dan een aandeelhoudersvergadering bijeen roepen om via een statutenwijziging die zeggenschap te forceren, dan kan hij niet zonder meer geacht worden een redelijk belang bij die vergadering te hebben. Zijn streven moet immers getoetst worden aan de eis, vervat in art. 2:7 BW dat degenen die bij een rechtspersoon betrokken zijn – waaronder de certificaathouders – zich jegens de rechtspersoon en elkander gedragen naar de eisen van redelijkheid en billijkheid.'

De uitspraak is enigszins gedateerd, maar ik leid er uit af dat als de ratio van certificering niet alleen het bestrijden van absentisme op de algemene vergadering is (de huidige stand van het recht – de Code Tabaksblat niet meegerekend – verbiedt certificering als beschermingsmaatregel niet), de certificaathouder meer moet stellen dan de enkele mededeling dat hij graag zeggenschap zou willen hebben. Dat kan wel zo zijn, maar dan had hij maar geen certificaten moeten kopen. Het meerdere kan bijvoorbeeld bestaan in het gebrek aan vertrouwen in het bestuur van de stichting of gegronde twijfels over zijn onafhankelijkheid.

Dat de gedachte die aan certificering ten grondslag ligt, relevant is, volgt ook uit de uitspraak *Kluft/Stichting AK*.²¹ In die uitspraak overwoog de president:

'Nu op één na alle certificaten in één hand zijn terecht gekomen verzet het aanvankelijk met certificering beoogde doel zich niet tegen decertificering en lijkt toewijzing van de vordering ook met het oog op de machtsverhoudingen binnen de onderneming alleszins redelijk. Tegenover het belang van eisers bij hun vordering hebben gedaagden ook overigens onvoldoende gesteld dat aan toewijzing van deze vordering thans in de weg kan staan.'

Opmerking verdient dat naar de huidige stand van het recht die gedachte niet meteen duidelijk hoeft te zijn. Bijlage X verbiedt immers (cumulatie van) bepaalde beschermingsconstructies en staat andere juist weer toe. De achterliggende gedachte hoeft niet meteen duidelijk te zijn. Ook hier zal wellicht op de korte termijn verandering in komen

20. Rb. Den Haag 19 februari 1982, NJ 1983, 522.

21. Pres. Rb. Haarlem 8 april 1994, KG 1994, 159. Het vonnis werd door het Hof Amsterdam in zijn uitspraak van 26 januari 1995 (KG 1995, 192) bekrachtigd.

omdat artikel 10 van de Dertiende Richtlijn uitgaat van het zogenoemde 'transparantiebeginsel': alle beschermingsmaatregelen moeten in het jaarverslag worden vermeld en tijdens de jaarlijkse algemene vergadering worden toegelicht (art. 10 lid 2 en 3).

Afronding

Bijlage X, het wetsvoorstel structuurregeling, de Code Tabaksblat, het wetsvoorstel beschermingsconstructies en de Dertiende Richtlijn; elk regime behandelt certificering op punten anders. Dit voorjaar zal een beleidsnotitie over de implementatie van de Dertiende Richtlijn en beschermingsconstructies worden ingediend. Ik neem aan dat die beleidsnotitie en de uitwerking daarvan in toekomstige wetgeving de bestaande verschillen voor een groot deel zal rechtekken.

*Mr. E.A. de Jong
Stibbe*
