

# De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen

*Mr. L.M. Mantel en mr. F.G.K. Overkleef LL.M.\**

## Inleiding

Beschermingsconstructies worden ingezet bij beursgenoteerde vennootschappen om een overname door een vijandigeieder te voorkomen of om te voorkomen dat aandeelhouders op andere wijze controle over de vennootschap kunnen verwerven, bijvoorbeeld via een wijziging van de samenstelling van het bestuur of de raad van commissarissen. Een beschermingsconstructie kan permanent aanwezig zijn, bijvoorbeeld wanneer de aandelen in een beursvennootschap zijn gecertificeerd en het stemrecht op de aandelen in 'oorlogssituaties', zoals een vijandig openbaar bod, in beginsel zal worden uitgeoefend door een onafhankelijke Stichting AK (art. 2:118a BW). Een beschermingsconstructie kan ook een slapend bestaan leiden, totdat zich een gebeurtenis voordoet die tot gevolg heeft dat de latent aanwezige beschermingswal wordt geactiveerd. Dit laatste is het geval bij beschermingsconstructies waarbij een beursvennootschap een optie tot het nemen van preferente beschermingsaandelen verleent aan een speciaal daarvoor in het leven geroepen beschermingsstichting.

Tot ongeveer begin jaren negentig waren bijna alle beursvennootschappen in Nederland beschermd door middel van beschermingsconstructies. Het gebruik van beschermingsconstructies werd in die tijd beschouwd als algemeen aanvaarde praktijk. Halverwege de jaren tachtig gaf het rapport van de Vereniging van Effectenhandel, getiteld 'De Aandeelhouder, beschermingsconstructies en de effectenbeurs', een eerste aanzet tot discussie over de onbegrensde toelaatbaarheid van beschermingsconstructies.<sup>1</sup> Onder andere als gevolg van deze discussie ontstond geleidelijk een kentering in het denken over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. Deze kentering uitte zich onder meer in de regels die in 1989 werden opgenomen in de (inmiddels weer vervallen) bijdrage X bij het AEX Fondsenreglement. Deze regels stelden bepaalde randvoorwaarden aan het gebruik van beschermingsconstructies en legden met

name het combineren van verschillende beschermingsconstructies aan banden. Daarnaast werd op 7 november 1997 het wetsvoorstel betwiste overnames ingediend.<sup>2</sup> De kern van dit wetsvoorstel was dat een aandeelhouder die gedurende een periode van langer dan één jaar een belang van 70% van de aandelen in een NV hield, de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam kon verzoeken maatregelen te treffen met het oog op het doorbreken van de beschermingsconstructies. Vanwege de implementatie van de Dertiende Richtlijn<sup>3</sup> in Nederland in oktober 2007, waarin op Europees niveau de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies is ingeperkt, is verdere behandeling van dit wetsvoorstel uiteindelijk achterwege gebleven.

In de loop van de jaren negentig is – mede als gevolg van vorenstaande ontwikkelingen – het gebruik van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen afgenomen. Met name is het gebruik van certificering van aandelen als permanente beschermingsconstructies aanzienlijk afgebouwd. Deze ontwikkeling heeft zich aan het begin van de 21e eeuw doorgezet, mede onder invloed van het streven op Europees niveau naar een Europese 'market for corporate control'<sup>4</sup> en de toegenomen invloed van financiële investeerders in beursvennootschappen.<sup>5</sup> Leidende gedachte achter deze ontwikkelingen was dat de aandeelhouders in beursvennootschappen beter in staat moesten worden gesteld om hun bevoegdheden uit te oefenen, en dat hun positie waar nodig moest worden versterkt om hen een volwaardige rol te laten spelen in het geheel van *checks and balances* binnen beursvennootschappen. Aangezien beschermingsconstructies de aandeelhouders (rechtstreeks dan wel potentieel) belemmerden in het uitoefenen van zeggenschap, werd veelvuldig het afbouwen of zelfs helemaal afschaffen van bepaalde beschermingsconstructies bepleit. Een goed voorbeeld hiervan is het pleidooi van de Commissie Tabaksblat bij de totstandkoming van de eerste

\* Mr. L.M. Mantel is advocaat bij NautaDutilh N.V. te Amsterdam. Mr. F.G.K. Overkleef LL.M. is advocaat bij NautaDutilh N.V. te Amsterdam, docent-onderzoeker aan het Center for Company Law, Universiteit van Tilburg, en redacteur van dit tijdschrift.

1. B.T.M. Steins Bisschop, Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correct en bedrijfsmatig effectieve benadering, oratie Universiteit Maastricht, Zutphen: Uitgeverij Paris 2008, p. 13.

2. Kamerstukken II 1997/98, 25 732, nr. 1-3.

3. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2004/25/EG, PbEU L 142, p. 12-13.

4. Report on a modern regulatory framework for company law in Europe (High Level Group of Company Law Experts), 4 november 2002, en de mededeling van de Europese Commissie, Modernising company law and enhancing corporate governance: a plan to move forward (EU Action Plan) van 21 mei 2003, COM/2003/284.

5. G.T.M.J. Raaijmakers, De financiële markt en het ondernemingsrecht, oratie Vrije Universiteit Amsterdam, Ondernemingsrecht 2009, p. 431-432.

Nederlandse Corporate Governance Code om het gebruik van certificering als beschermingsconstructie onmogelijk te maken.<sup>6</sup>

Vandaag de dag is de verschuiving van zeggenschap van het bestuur van een onderneming richting de aandeelhouders onverminderd actueel.<sup>7</sup> Op dit moment is in Nederland een discussie gaande, met name aangezwengeld door de wereldwijde economische crisis, over de vraag of het aandeelhoudersbelang niet té dominant is geworden, en gaan er stemmen op om met name bij financiële instellingen de macht van de aandeelhouders juist weer meer in te perken,<sup>8</sup> zodat het belang van andere bij de ondernemingbetrokkenen meer gewicht krijgt. Ook werd in het najaar van 2008 voor het eerst sinds lange tijd weer een nieuwe beschermingsconstructie ingevoerd: in december 2008 gingen de aandeelhouders van USG People N.V. akkoord met het verlenen van een optie tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen aan een 'bevriende' stichting.<sup>9</sup> Ook bij andere beursvennootschappen stonden in het AVA-seizoen 2009 aan beschermingsconstructies gerelateerde onderwerpen op de agenda.<sup>10</sup> Beschermingsconstructies lijken dus weer iets uit de taboesfeer te zijn getrokken.

Dat het onderwerp beschermingsconstructies tegenwoordig weer bespreekbaar is, maakt echter nog niet dat het gebruik van beschermingsconstructies onder alle omstandigheden toelaatbaar is. De meest recente beschikking van de Ondernemingskamer in de enquêteprocedure met betrekking tot ASMI<sup>11</sup> onderstreept dit. In het navolgende zullen wij de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bespreken aan de hand van de vereisten die hierover in de jurisprudentie zijn ontwikkeld, met als sluitstuk de voornoemde ASMI-beschikking. Wij concentreren ons hierbij op bescherming door middel van uitgifte van een optie tot het nemen van preferente aandelen aan een beschermingsstichting. Alvorens over te gaan tot het bespreken van de jurisprudentie, geven wij hierna eerst een uiteenzetting van het wettelijk kader van deze beschermingsconstructie.

### Uitgifte van preferente beschermingsaandelen

Met de uitgifte van preferente beschermingsaandelen wordt beoogd dat de beschermingsstichting over dusdanige zeggenschap komt te beschikken dat overwegende zeggenschap wordt verkregen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Met de uitgifte van preferente beschermingsaandelen kan worden

voorkomen dat een aandeelhouder (vaak een vijandige bieder) zijn controlerende minderheidspositie aanwendt om hem welgevallige (en de vennootschap onwelgevallige) besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders te bewerkstelligen.

Preferente aandelen zijn aandelen waaraan in de statuten een voorrecht is verbonden boven de gewone aandelen, bijvoorbeeld een voorrecht op winstverdeling, de aanspraak bij vereffening of beide. Bij uitgifte van preferente aandelen bestaat voor houders van aandelen van een andere soort – doorgaans gewone aandelen – geen voorkeursrecht (art. 2:96a lid 2 BW), tenzij de statuten anders bepalen. Wel is van belang dat het bestuur ook daadwerkelijk bevoegd moet zijn om tot uitgifte van de preferente aandelen over te gaan. Hiervoor is vereist dat het bestuur bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders is aangewezen als het hiertoe bevoegde orgaan (art. 2:96 lid 1 BW). Aan het delegeren van deze emissiebevoegdheid kunnen beperkingen of voorwaarden worden gesteld die ten tijde van de emissie in acht genomen dienen te worden. De delegatie mag ten hoogste voor een periode van vijf jaar worden afgegeven en kan telkens voor niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan het delegatiebesluit niet worden ingetrokken (art. 2:96 lid 1 BW). Is hieraan voldaan, dan is uitgifte van preferente aandelen zonder verdere medewerking van de zittende (gewone) aandeelhouders mogelijk. Bijkomend voordeel van het uitgeven van preferente aandelen boven gewone aandelen is dat de emissiekoers geen punt van discussie hoeft te zijn.<sup>12</sup> Dit maakt het mogelijk om voor een relatief klein bedrag een groot aantal stemrechten te verwerven. Immers, preferente aandelen en gewone aandelen geven recht op dezelfde stemrechten.<sup>13</sup> Door uitgifte van preferente aandelen kan dus een aanzienlijk belang aan stemrechten buiten de houders van gewone aandelen om bij een 'bevriende' partij worden geplaatst.

Deze bevriende partij heeft doorgaans de vorm van een stichting die speciaal is opgericht in het kader van het opzetten van de beschermingswal. Een dergelijke stichting heeft een (formeel) onafhankelijk bestuur waar in ieder geval geen bestuurders of commissarissen van de vennootschap zelf zitting in hebben. Indien preferente aandelen worden gebruikt als beschermingsconstructie, worden de preferente aandelen niet direct uitgegeven aan de beschermingsstichting, maar verleent de vennootschap de stichting in de regel een optie tot het verkrijgen van de preferente aandelen. Hiertoe zullen de vennootschap (daarbij vertegenwoordigd door haar bestuur) en de stichting veelal een optieovereenkomst sluiten. De beursvennootschap is overigens verplicht om het bestaan van een dergelijke beschermingsconstructie en de relevante informatie daarover te vermelden in haar jaarverslag, zodat aandeelhouders en de markt ook daadwerkelijk kennis kunnen nemen van het feit dat de vennootschap

6. De Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat) 2003, Verantwoording van het werk van de Commissie, nr. 8, p. 41, <<http://www.corpgov.nl>>.

7. 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, p. 23 e.v.

8. Vgl. het rapport 'Naar herstel van vertrouwen' van de Adviescommissie Toezicht Banken (Commissie-Maas), 7 april 2009, p. 25 e.v., <[www.nvb.nl](http://www.nvb.nl)>.

9. D. Tomic, USG krijgt derde beschermingsconstructie, verslag bava USG People N.V. van 23 december 2008, <[www.vnb.net](http://www.vnb.net)>.

10. R. Abma, Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009, Ondernemingsrecht 2009, p. 506-507.

11. Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127 (ASMI).

12. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen, Deventer: Kluwer 1989, p. 233 e.v. en Steins Bisschop 2008, p. 234.

13. Voogd 1989, p. 43.

beschermd is, en van de voorwaarden die aan die bescherming zijn verbonden.<sup>14</sup>

Uitgifte vindt pas plaats op het moment dat het bestuur van de beschermingsstichting de optie inroept. De statuten van de beschermingsstichting, met name haar doelomschrijving, en de optieovereenkomst bepalen daarbij in de regel wanneer de stichting tot het inroepen van de optie mag overgaan. Dit zal onder meer het geval zijn op het moment van dreiging van een vijandige overname of overval. Het bestuur van de stichting zal hierover, op basis van de door hemzelf ingewonnen informatie en onafhankelijk van het bestuur van de vennootschap, een eigen afweging moeten maken. Desalniettemin kunnen wij ons voorstellen dat er in voorkomende gevallen mogelijk sprake zal zijn van enige informele afstemming tussen het bestuur van de stichting en het bestuur van de vennootschap.

Op het moment dat de stichting haar optie tot het nemen van de preferente aandelen uitoefent, is het bestuur van de vennootschap in de regel op grond van de optieovereenkomst verplicht om direct tot uitgifte over te gaan. Tegenover de uitgifte van de preferente aandelen staat echter de verplichting van de beschermingsstichting om op deze uitgegeven aandelen te storten. De stortingsplicht wordt bij preferente beschermingsaandelen evenwel aanzienlijk gemitigeerd doordat – aangezien preferente aandelen op naam worden gesteld – het slechts noodzakelijk is om 25% van de nominale waarde op de aandelen te storten (art. 2:80 lid 1 BW). Deze 25%-storting zal wel door de beschermingsstichting zelf moeten worden gefinancierd, nu de vennootschap gelet op het financieel steunverbod van artikel 2:98c BW hierbij niet mag helpen. Hiertoe zal de beschermingsstichting in de regel een lening van de bank moeten betrekken en zal zij op deze lening dan ook rente dienen te betalen. Voor de rentebetalingen wordt doorgaans de oplossing gekozen om het winstrecht van preferente aandelen te koppelen aan het rentepercentage dat de stichting aan de bank dient te betalen. Zodoende kan worden bereikt dat de waarde van de preferente aandelen te allen tijde nagenoeg gelijk blijft aan het op die aandelen gestorte bedrag. De lening kan dan in het geheel worden terugbetaald op het moment dat de preferente aandelen op een later tijdstip worden ingetrokken.

Aldus biedt de wet voldoende handvatten voor het optuigen van een beschermingsconstructie op de wijze zoals hiervoor beschreven, al zijn bij die handvatten wel de nodige juridische kanttekeningen te plaatsen.<sup>15</sup> De technische inrichting van deze beschermingsconstructies levert tegenwoordig in de praktijk evenwel weinig discussie meer op. Een uitzondering was de in de ASMI-zaak opgeworpen vraag of de optie tot het nemen van aandelen rechtsgeldig was verleend aan de beschermings-

stichting.<sup>16</sup> Deze kwestie gaat echter het beperkte bestek van onze bijdrage te buiten. De discussie spitst zich in de regel toe op de volgende vragen: (1) was het uitoefenen van het optierecht door de beschermingsstichting in de gegeven omstandigheden gerechtvaardigd, en (2) hoe lang en onder welke omstandigheden mag de aldus opgeworpen beschermingswal in stand worden gehouden?

Beide vragen zijn reeds in eerdere jurisprudentie aan de orde geweest en dezelfde vragen lagen wederom voor in de ASMI-zaak. Alvorens over te gaan tot het bespreken van de meest recente ASMI-beschikking, geven wij eerst hierna een overzicht van de belangrijkste jurisprudentie met betrekking tot beschermingsconstructies.

### Beschermingsconstructies in de jurisprudentie

Een eerste mijlpaal in de moderne jurisprudentie over beschermingsconstructies kwam voort uit de beschikkingen die door de Ondernemingskamer zijn geweest in de Gucci-zaak. In de twee jaar durende 'tasjesoorlog' tussen Gucci en LVMH werd door Gucci op een zeker moment gebruikgemaakt van een beschermingsconstructie waarbij Gucci een optierecht had toegekend aan een stichting (zogenoemd) in het kader van het Employee Stock Ownership Plan (ESOP), om daarmee de invloed van de door haar niet-gewenste belager LVMH te neutraliseren. In de beschikking op het door LVMH ingestelde enquêteverzoek oordeelde de Ondernemingskamer dat het de doelvennootschap in beginsel vrijstaat beleid te voeren dat erop is gericht zich te beschermen tegen een overname.<sup>17</sup> De invoering van bescherming is dus op zichzelf geen gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen. De Ondernemingskamer zag echter wel een dergelijke gegronde reden in de wijze waarop de beschermingsconstructie in het concrete geval was ingericht, in het bijzonder de wijze waarop de uitgegeven aandelen in strijd met het steunverbod op grond van artikel 2:98c BW door Gucci zelf werden gefinancierd.<sup>18</sup> Dit laat evenwel onverlet dat het in stelling brengen van een beschermingsconstructie om een vijandige overname af te weren, op zichzelf in beginsel geoorloofd is. De vraag rijst dan aan welke vereisten het in stelling brengen van de beschermingswal moet voldoen om in het concrete geval gerechtvaardigd te zijn.

Algemene parameters voor de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies werden vervolgens in 2003 door de Hoge Raad geformuleerd in zijn RNA-beschikking.<sup>19</sup> In deze beschikking heeft de Hoge Raad in het algemeen bepaald in welke omstandigheden en onder welke voorwaarden een uitgifte van aandelen ter bescherming van de vennootschap en het in stand houden daarvan geoorloofd is. In casu ging het om de uitgifte van gewone aandelen, echter in de literatuur wordt aangenomen

14. M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Pitlo-reeks deel 2, Deventer: Kluwer 2006, p. 482.

15. B.T.M. Steins Bisschop, *Beschermingsperikelen, de onhoudbaarheid van beschermingspreferente aandelen*, TvOB 2009, p. 9 e.v.

16. Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127 (ASMI), r.o. 3.20-3.23.

17. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, JOR 1999, 87 (Gucci I), r.o. 3.2, Hof Amsterdam (OK) 27 mei 1999, JOR 1999, 121 (Gucci IV), r.o. 3.15 en Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, JOR 2001, 55 (Gucci V), r.o. 4.2.

18. Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, JOR 2001, 55 (Gucci V), r.o. 4.4 e.v.  
19. HR 18 april 2003, JOR 2003, 110 (RNA/Westfield).

dat voor het uitgeven van preferente aandelen ter bescherming dezelfde normen gelden.<sup>20</sup>

Rodamco North America (hierna: RNA) was een vastgoed beleggingsmaatschappij met een beursnotering in Amsterdam. Op een zeker moment verkreeg Westfield, een beleggingsmaatschappij die in dezelfde branche actief was als RNA, een substantieel belang van meer dan 20% in RNA. In vervolg daarop hebben Westfield en RNA onderhandeld over een mogelijke samenwerking, maar deze onderhandelingen zijn uiteindelijk op niets uitgelopen. Westfield heeft daarop als grootaandeelhouder stappen genomen om het bestuur en de commissarissen van RNA door de algemene vergadering van aandeelhouders te laten ontslaan. Ook wilde Westfield in diezelfde vergadering een gewijzigde strategie voor toekomstig beleid aan de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) voorleggen. Hierop heeft RNA gereageerd door 14,7 miljoen gewone aandelen uit te geven aan een speciaal daarvoor opgerichte stichting, met verlening van een optie om tot een maximum van 42,2% van het totaal geplaatste kapitaal (na uitoefening van de optie) aandelen RNA te verwerven. Westfield heeft deze handelingen in het kader van een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer aangevochten, waarbij de eindbeschikking van de Ondernemingskamer uiteindelijk via cassatie ter beoordeling werd voorgelegd aan de Hoge Raad.

De Hoge Raad oordeelde dat het antwoord op de vraag of het treffen en het handhaven van een beschermingsmaatregel zoals het uitgeven van aandelen aan een stichting gerechtvaardigd is, afhangt van de vraag of het bestuur van de doelwitvennootschap in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde de status quo te handhaven en te voorkomen dat de 'overname' zonder voldoende overleg, dus rauwelijks wordt geëffectueerd terwijl dat naar het oordeel van dat bestuur niet in het belang van de onderneming en de daarbij betrokkenen zou zijn. Het handhaven van de status quo dient er volgens de Hoge Raad toe om de uitkomst van verder overleg met de overvaller en andere betrokkenen af te wachten. Dit impliceert dat van het bestuur van de doelwitvennootschap (een poging tot) verder overleg met de overvaller wordt verwacht. Verder oordeelde de Hoge Raad dat bescherming alleen gerechtvaardigd is indien deze een 'adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname' vormt. De Hoge Raad laat daarbij veel ruimte aan het bestuur, maar geeft tevens aan dat deze ruimte ook dient te worden besteed aan onderling overleg en dat een maatregel voor onbepaalde tijd niet gerechtvaardigd is.<sup>21</sup>

Met de RNA-beschikking heeft de Hoge Raad aldus een algemeen toetsingskader geformuleerd. De volgende punten kunnen uit de beschikking worden gedestilleerd: (1) de bescherming moet noodzakelijk zijn om tijdelijk de status quo binnen de

vennootschap te bewaren; (2) de (tijds)ruimte die door de bescherming wordt gecreëerd, moet worden benut voor verder overleg tussen de betrokken partijen; en (3) de wijze waarop de bescherming gestalte krijgt, moet adequaat en proportioneel zijn ten opzichte van het (gepercipieerde) dreigende gevaar.

Een voorlopig sluitstuk in de jurisprudentie, althans voordat de ASMI-kwestie opspeelde, vormde de Stork-beschikking van de Ondernemingskamer.<sup>22</sup> In deze zaak moest de Ondernemingskamer wederom oordelen over de geoorlooftheid van een ingezette beschermingsconstructie bestaande uit het uitgeven van preferente aandelen aan een beschermingsstichting. Een verschil met de RNA-casus bestond erin dat het bestuur van RNA zelf had besloten om tot uitgifte van de preferente aandelen aan de beschermingsstichting (en dus tot het activeren van de beschermingswal), terwijl in de Stork-casus de beschermingsstichting onafhankelijk van het bestuur van Stork besloot om het eerder toegekende optierecht tot het nemen van preferente aandelen uit te oefenen. Het bestuur van Stork had dus weliswaar een hand gehad in het optuigen van de beschermingsconstructie (door het indertijd verlenen van de optie aan de beschermingsstichting), maar had geen deel in de beslissing om de latent aanwezige beschermingswal ook daadwerkelijk te activeren.

Op het moment dat het enquêteverzoek dat aan de beschikking ten grondslag lag, werd ingediend, was Stork reeds geruime tijd verwickeld in een geschil met haar (groot)aandeelhouders Centaurus en Paulson met betrekking tot de te volgen strategie. Het bestuur van Stork wilde vasthouden aan het concernmodel van Stork als een bundeling van verschillende activiteiten, terwijl de (activistische) aandeelhouders ageerden voor een opsplitsing gevolgd door verkoop van verschillende divisies. In oktober 2006 hadden Centaurus en Paulson tijdens een op hun verzoek bijeengeroepen BAVA van Stork reeds een (niet-bindende) stemming bewerkstelligd, waarbij de door hen voorgestane strategie met grote meerderheid door de aandeelhoudersvergadering werd aangenomen. Toen het bestuur van Stork daarop te kennen gaf niet tot uitvoering van de voorgestelde strategie over te zullen gaan, verzochten Centaurus en Paulson Stork andermaal om bijeenroeping van een BAVA, ditmaal met een besluit tot opzegging van vertrouwen in de raad van commissarissen door de aandeelhoudersvergadering (art. 2:161a BW) als agendapunt. Als reactie daarop heeft Stichting Stork op 19 december 2006 gebruikgemaakt van de reeds in 1990 aan haar verleende optie tot het nemen van preferente aandelen in Stork.

De Ondernemingskamer oordeelde dat het uitoefenen van de optie door de Stichting Stork voorshands als in strijd met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW moest worden geacht. In dit kader stelde de Ondernemingskamer vast dat het gebruik willen maken door Centaurus van het in artikel 2:161a BW toegekende recht het vertrouwen in de raad van commissarissen van Stork op te zeggen, geenszins vanzelfsprekend kon kwalificeren als 'niet-gewenste overname' of 'overval'

20. M.P. Nieuwe Weme, Bas de beschermheer, in: N.E.D. Faber, C.J.H. Jansen & N.S.G.J. Vermunt (red.), *Fiduciaire verhoudingen*, Serie Onderneming en Recht, Deel 41, Deventer: Kluwer 2007, p. 160.

21. HR 18 april 2003, JOR 2003, 110 (RNA/Westfield), r.o. 3.7.

22. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork).

als bedoeld in de optieovereenkomst en de statuten van Stichting Stork. In algemene zin achtte de Ondernemingskamer het niet te rechtvaardigen dat een als beschermingsconstructie in het leven geroepen calloptie tegen een vijandige overname in de gebruikelijke zin van die woorden, de uitoefening door aandeelhouders van het wettelijk recht het vertrouwen in de raad van commissarissen van een structuurvennootschap als Stork op te zeggen, zou kunnen blokkeren en in wezen permanent illusoir zou kunnen maken.<sup>23</sup>

De Ondernemingskamer bepaalde voorts dat een beschermingsconstructie in beginsel niet verder kan strekken dan dat het bestuur en de raad van commissarissen gedurende een zekere tijd de gelegenheid wordt gegeven zich te vergewissen van de voornemens van een aandeelhouder die overwegende zeggenschap wenst te verkrijgen, om met hem te kunnen overleggen over diens opvattingen over het door hem wenselijk geachte beleid, om daarover met de medeaandeelhouders te (kunnen) overleggen en om alternatieven te onderzoeken. De Ondernemingskamer stelde daarbij vast dat die gelegenheid in casu ruimschoots aanwezig was geweest en ook – zij het zonder dat dienaangaande overeenstemming of resultaat was bereikt – door partijen was benut.<sup>24</sup>

Uiteindelijk gelastte de Ondernemingskamer om een samenstel van gegronde redenen om aan een juist beleid van Stork te twijfelen, de gevraagde enquête. Mede tegen de achtergrond van voornoemde overwegingen besloot de Ondernemingskamer tevens bij onmiddellijke voorziening het stemrecht op de door de Stichting Stork gehouden preferente aandelen voor de duur van het geding te schorsen. De Ondernemingskamer oordeelde echter ook dat Centaurus en Paulson zich op een aantal punten niet aan de norm van redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:8 BW hadden gehouden, en verbood hun tegelijkertijd bij onmiddellijke voorziening om voor de duur van het geding stappen te ondernemen om de raad van commissarissen te ontslaan.

De toetsingsmaatstaf die de Ondernemingskamer in de Stork-beschikking heeft aangelegd, is niet helemaal gelijk aan het toetsingskader dat de Hoge Raad eerder in zijn RNA-beschikking had geformuleerd. De Hoge Raad plaatst de beoordeling of het activeren van een beschermingswal noodzakelijk is, nadrukkelijk bij een ter zake te maken afweging van het bestuur, terwijl de Ondernemingskamer deze noodzakelijkheidsvraag ten aanzien van het handelen van de Stichting Stork eerder objectieveert. Ook lijkt de ruimte voor overleg die volgens de Ondernemingskamer met het activeren van een beschermingsconstructie kan worden gecreëerd, qua tijd beperkter dan uit de RNA-maatstaf van de Hoge Raad valt af te leiden. In de visie van de Ondernemingskamer kan de rechtvaardiging van het in stand houden van een beschermingsmaatregel door enkel verloop van tijd komen te vervallen, zelfs wanneer deze tijd (vruchteloos) voor onderling overleg is benut, terwijl de Hoge Raad in RNA de beoordeling

of er al dan niet voldoende overleg heeft plaatsgevonden, in beginsel aan het bestuur laat. De Ondernemingskamer leek met Stork aldus een scherpere koers te varen dan de Hoge Raad voor wat betreft de toelaatbaarheid van het gebruik van beschermingsconstructies.

### De zaak ASMI

In 2009 moest de Ondernemingskamer zich wederom uitspreken over de toelaatbaarheid van een beschermingsconstructie, ditmaal bij de beursvennootschap ASM International N.V. (hierna: ASMI). Op 5 augustus 2009, meer dan een jaar na indiening van het oorspronkelijke verzoekschrift door aandeelhouders Hermes en Fursa, wees de Ondernemingskamer haar zesde beschikking in deze enquêteprocedure, waarin zij eindelijk inhoudelijk op het enquêteverzoek van Hermes en Fursa heeft beslist. De ASMI-kwestie is om meerdere redenen interessant. Wij beperken ons echter tot wat de Ondernemingskamer over de toelaatbaarheid van de bij ASMI gebruikte beschermingsconstructie heeft geoordeeld.

De relevante feiten van de zaak zijn als volgt. ASMI is werkzaam in de halfgeleiderindustrie. Zij houdt zich bezig met de productie van apparatuur waarmee chips worden vervaardigd, de zogenoemde *wafer processing*-apparatuur. Hoewel de aandelen van ASMI reeds sinds lange tijd aan de beurs zijn genoteerd, is de oprichter van ASMI, Arthur H. Del Prado, nog altijd de grootste individuele aandeelhouder met een belang van ongeveer 21%. Del Prado is tevens nog commissaris, zijn zoon Chuck D. Del Prado is sinds maart 2008 CEO. ASMI is actief in alle facetten van het productieproces: zij opereert zowel in de zogenoemde 'front-end', zijnde het productieproces dat wordt doorlopen tot aan de vervaardiging van een intacte chip, alsook in de zogenoemde 'back-end', waarin ASMI via de door haar gecontroleerde deelneming ASM Pacific Technologies Ltd in Hong Kong haar activiteiten ontplooit. De rendementen uit deze verschillende activiteiten lopen sterk uiteen. De 'back-end'-activiteiten genereren hoge inkomsten, terwijl de 'front-end'-activiteiten juist verlieslatend zijn.

Het feit dat de verliesgevende 'front-end'-activiteiten als het ware gefinancierd werden door de rendementen die uit de 'back-end'-activiteiten werden behaald, vormde voor een groep aandeelhouders aanleiding om zich op het standpunt te stellen dat ASMI moest worden opgesplitst met een daaropvolgende verkoop van de 'front-end'-activiteiten aan een derde partij. Ook de in sommige ogen achterhaalde corporate governance binnen ASMI was een aantal aandeelhouders, waaronder Hermes en Fursa, een doorn in het oog. Reeds vanaf december 2005 waren er tussen Hermes en Fursa enerzijds en ASMI anderzijds verschillende contacten geweest over deze kwesties. In januari 2008 heeft Fursa een plan aan het bestuur en de raad van commissarissen gepresenteerd voor het revitaliseren van de 'front-end'-activiteiten. Dit plan was op verzoek van Fursa opgesteld door een team van vier internationale industrie-experts (hierna: het Team). In vervolg op de presentatie van het plan heeft in februari

23. R.o. 3.12.

24. R.o. 3.12.

2008 nog een tweede vergadering van leden van het Team met bestuurders van ASMI plaatsgevonden.

Eind februari maakte het bestuur van ASMI echter bekend geen heil te zien in de plannen van het Team en vast te houden aan haar eigen strategie. Dit was voor Hermes in maart 2008 aanleiding om schriftelijk het vertrouwen in de raad van bestuur en de raad van commissarissen op te zeggen. Bij dezelfde brief deed Hermes een agenderingsverzoek op grond van artikel 2:114a BW, waarin zij als agendapunten voor de in mei 2008 geplande AVA voorstelde om vrijwel de voltallige raad van commissarissen en de CEO te ontslaan en om in hun plaats de leden van het Team te benoemen. Op 14 mei 2008, precies één week voor de AVA, heeft de Stichting Continuïteit ASMI (Stichting Continuïteit) haar in 1997 bij overeenkomst toegekende optierecht uitgeoefend, waardoor de beschermingswal die tot dan toe een slapend bestaan had geleid, vlak voor de AVA werd geactiveerd. De Stichting Continuïteit verkreeg door uitgifte van de preferente aandelen van iets meer van 29% genoeg om een positieve stem van de overige aandeelhouders op de voorgestelde ontslagbesluiten te blokkeren. Hermes en Fursa gingen daarop over tot het indienen van een enquêteverzoek met als primaire inzet om de Ondernemingskamer bij onmiddellijke voorziening te laten verbieden dat de Stichting Continuïteit ook daadwerkelijk zou deelnemen aan de besluitvorming tijdens de AVA. Van de zijde van de Stichting Continuïteit, die zich als belanghebbende in de procedure had gemeld, volgde daarop het verzoek aan de Ondernemingskamer om bij onmiddellijke voorziening te verbieden dat de voorgestelde agendapunten in stemming zouden worden gebracht.

In de beschikking van 20 mei 2008<sup>25</sup> – de avond voor de AVA – is de belangrijkste overweging van de Ondernemingskamer dat zij van oordeel was dat het overleg tussen enerzijds Hermes (en andere aandeelhouders) en anderzijds ASMI (nog) niet het stadium had bereikt waarin met het oog op het (kunnen) bereiken van gezamenlijk gedragen standpunten of voor alle betrokkenen aanvaardbare compromissen verder overleg niet langer zinvol zou zijn. Daarom oordeelde de Ondernemingskamer dat het in het belang van ASMI en de met haar verbonden ondernemingen en (overige) betrokkenen moest worden geacht dat partijen het overleg zouden voortzetten om te bezien of alsnog een gezamenlijk standpunt of een aanvaardbaar compromis bereikt kon worden. Gelet op dit belang verbood de Ondernemingskamer bij onmiddellijke voorziening de AVA om over de voorgestelde agendapunten te besluiten teneinde het benodigde overleg mogelijk te maken. Tegelijkertijd heeft de Ondernemingskamer druk op de ketel willen houden om ervoor te zorgen dat partijen ook daadwerkelijk serieus zouden gaan onderhandelen. Partijen kregen daarom in beginsel een maand de tijd om onderling overleg te voeren, waarna zij de Ondernemingskamer moesten berichten over de resultaten van dit overleg. Bij gebreke van overeenstemming zou uiterlijk half juli 2008 alsnog een BAVA

moeten plaatsvinden waarin over de voorgestelde agendapunten gestemd zou kunnen worden.

Aanvankelijk zou reeds in juli 2008 een vervolgzitting worden gehouden voor de inhoudelijke behandeling van het enquêteverzoek, maar deze datum is bij beschikkingen van 27 juni 2008, 8 september 2008 en 22 december 2008<sup>26</sup> op gezamenlijk verzoek van partijen verzet. Gedurende deze tijd heeft met wisselende intensiteit overleg plaatsgevonden tussen ASMI enerzijds en Hermes en Fursa anderzijds, waarbij de Stichting Continuïteit zich in beginsel in een bemiddelende rol opstelde. Hierbij speelde tevens een rol dat ASMI's Amerikaanse concurrent Applied Materials inmiddels interesse had getoond in de zogenoemde 'front-end'-activiteiten van ASMI. Deze mogelijke overname zorgde voor een tijdelijk oponthoud in de besprekingen tussen ASMI en de aandeelhouders. Uiteindelijk zijn de onderhandelingen met Applied Materials echter in het najaar van 2008 afgeketst.

Begin 2009 waren ASMI en de aandeelhouders elkaar dicht genaderd, maar uiteindelijk kwamen zij toch niet in onderling overleg tot overeenstemming. Vervolgens hebben Hermes en Fursa op 21 april 2009 een aanvullend enquêteverzoek ingediend. Ondertussen was de interne situatie binnen ASMI op een aantal punten veranderd. Er was niet langer sprake van overnameavances vanuit Applied Materials, andere activistische aandeelhouders hadden hun belang in ASMI inmiddels afgebouwd, en ASMI had op haar beurt haar aandeelhoudersbasis onder tussen versterkt met strategische partijen zoals Intel. De chipfabrikant leek aldus in rustiger vaarwater terechtgekomen te zijn. Ook stonden de 29,9% preferente aandelen aan de Stichting Continuïteit nog altijd uit. Op de AVA van 14 mei 2009 was het intrekken van deze beschermingsprefs geagendeerd, maar zou tegelijkertijd een voorstel in stemming worden gebracht om aan de Stichting Continuïteit een nieuwe optie tot het nemen van preferente aandelen te verlenen. Zodoende zou de beschermingswal weer in de slaapstand worden gezet, maar zou de Stichting Continuïteit deze op elk moment weer kunnen activeren.

Deze gang van zaken noopte de Ondernemingskamer om wederom een tussenbeschikking te wijzen. In haar beschikking van 13 mei 2009,<sup>27</sup> wederom één dag voor de betreffende AVA, verbood de Ondernemingskamer de Stichting Continuïteit om mee te stemmen bij het agendapunt met betrekking tot het verlenen van de nieuwe optie. De Ondernemingskamer achtte het in dit verband onaanvaardbaar dat de Stichting Continuïteit haar controlerende positie in de AVA van ASMI zou gebruiken om het instellen van een nieuwe beschermingswal te bewerkstelligen.<sup>28</sup> Wel weigerde de Ondernemingskamer het verzoek van Hermes en Fursa om de bestaande beschermingswal van de

25. Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, JOR 2008, 158.

26. Hof Amsterdam (OK) 27 juni 2008, JOR 2008, 230, Hof Amsterdam (OK) 8 september 2008, ARO 2008, 154, en Hof Amsterdam (OK) 22 december 2008, ARO 2009, 6.

27. Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, JOR 2009, 163.

28. R.o. 3.3.

Stichting Continuïteit te ontmantelen. In dit kader toetste de Ondernemingskamer het nemen van de beschermingsmaatregel door de Stichting Continuïteit aan de maatstaven zoals geformuleerd in de RNA-beschikking.<sup>29</sup>

De Ondernemingskamer legde het handelen van de Stichting Continuïteit dus langs de meetlat die de Hoge Raad in zijn RNA-beschikking voor het bestuur van de vennootschap had geformuleerd. Dit is op zichzelf een interessante ontwikkeling; de RNA-norm wordt zo toegepast op het orgaan of de (rechts)persoon die beslist over het activeren van de beschermingsmaatregel. In zoverre sluiten deze ASMI-beschikking en de RNA-beschikking goed op elkaar aan. De Ondernemingskamer acht anno 2009 kennelijk de in de RNA-beschikking geformuleerde criteria nog altijd bruikbaar als toetsingsmaatstaf voor nieuwe gevallen.

De Ondernemingskamer oordeelde dat (1) het opwerpen van de beschermingswal door de Stichting Continuïteit naar voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer niet ongerechtvaardigd leek, en (2) dat het onderling overleg tussen partijen nog altijd onvoldoende was uitgekristalliseerd, met name voor zover het de benoeming van eventuele nieuwe bestuurders betrof.<sup>30</sup> Het tweede punt staat in scherp contrast met de Stork-beschikking, waarin de Ondernemingskamer als norm leek te hanteren dat de rechtvaardiging voor het in stand houden van een geactiveerde beschermingsmaatregel na verloop van tijd teniet kan gaan, zelfs als de tussenliggende tijd was gebruikt voor (vruchteloos) overleg. Beslissend was in Stork dat er gelegenheid tot onderling overleg was geweest, niet of die gelegenheid ook volledig was benut.

Waar de Ondernemingskamer in Stork de beschermingswal al na minder dan een maand ontmantelde, liet zij bij ASMI de beschermingswal meer dan een jaar in stand omdat zij het onderling overleg nog niet afgerond achtte. Een verklaring voor dit verschil zou kunnen zijn dat de verhoudingen tussen de betrokken partijen bij Stork op dat moment al volkomen waren gepolariseerd en verder overleg naar oordeel van de Ondernemingskamer wellicht geen zin meer zou hebben gehad. Bij ASMI was er daadwerkelijk lange tijd sprake van constructief overleg, waardoor de Ondernemingskamer wellicht meer perspectieven voor verder debat heeft gezien. Wat hier ook van zij, de Ondernemingskamer lijkt ook voor het overige haar eigen Stork-beschikking in dit opzicht niet als richtinggevend precedent te beschouwen, maar grijpt eerder terug op de RNA-criteria.

Na deze beschikking kregen partijen een laatste termijn gesteld van de Ondernemingskamer om tot overeenstemming te komen. De dag erna besloot de AVA van ASMI tot intrekking van de preferente aandelen van de Stichting Continuïteit. In dezelfde AVA werd echter ook het voorstel tot het verlenen van een nieuwe optie aan de Stichting Continuïteit aangenomen. Uiteindelijk heeft de laatste ronde gesprekken, waarbij de Stichting

Continuïteit andermaal als ‘moderator’ optrad, niet tot overeenstemming geleid. Begin juli 2009 vond nog een zitting plaats, waarna de Ondernemingskamer uiteindelijk op 5 augustus 2009 haar eindbeschikking van de eerste fase van deze enquêteprocedure heeft gegeven.<sup>31</sup>

De Ondernemingskamer oordeelt in deze beschikking hard over ASMI, harder wellicht dan op grond van de voorgaande beschikkingen te verwachten viel. Met name constateert de Ondernemingskamer een aantal serieuze gebreken in de corporate governance van de vennootschap. Reeds voordat de Ondernemingskamer in de beschikking de gang van zaken rondom de beschermingsconstructie van ASMI bespreekt, heeft zij reeds geoordeeld dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid van ASMI te twifelen.

Uiteindelijk oordeelt de Ondernemingskamer ook negatief over het gebruik van de beschermingsconstructie. De redenering van de ondernemingskamer ter zake komt kort gezegd hierop neer:

- a. De Ondernemingskamer is voorlopig van oordeel – onder verwijzing naar haar beschikking van 13 mei 2009 – dat de Stichting Continuïteit bij haar beslissing tot uitoefening van de optie in mei 2008 in redelijkheid kon oordelen dat zij gerechtigd was de beschermingswal op te werpen teneinde de status quo te handhaven, en tot het mede creëren van omstandigheden voor onderling overleg.
- b. Tegelijkertijd acht de Ondernemingskamer voldoende aanwijzingen aanwezig om voorshands te oordelen dat de Stichting Continuïteit haar rol in het daaropvolgende overlegproces onvoldoende onafhankelijk en onpartijdig heeft uitgevoerd en niet kan worden uitgesloten dat de Stichting Continuïteit het bestuur en de commissarissen van ASMI de hand boven het hoofd heeft gehouden.
- c. Deze aanwijzingen maken op hun beurt dat volgens de Ondernemingskamer ernstig moet worden getwijfeld of de Stichting Continuïteit haar beslissing tot uitoefening van de optie niet, althans niet in aanmerkelijke mate met het oog op die rol heeft gebaseerd, in welk geval het uitoefenen van de optie onrechtmatig zou zijn geweest.<sup>32</sup>

Naast vorenstaande passages bevat de beschikking nog twee punten die van belang zijn voor de positie van de beschermingsstichting. Allereerst oordeelt de Ondernemingskamer dat de Stichting Continuïteit onmiddellijk voor en ten tijde van het uitoefenen van haar optierecht voor de doeleinden van het enquêterecht als medebeleidsbepaler van ASMI heeft te gelden, dit gezien de diepgaande ingrijping in de vennootschappelijke verhouding die met het uitoefenen van een dergelijke optie in het algemeen is beoogd.<sup>33</sup> Hiermee wordt het handelen van de Stichting Continuïteit binnen het bereik van het te verrichten onderzoek gebracht, dat zich immers uitstrekt tot het beleid en de gang van zaken van de vennootschap (art. 2:345 BW) en normaliter geen betrekking heeft op andere (al dan niet verbonden)

29. R.o. 3.7.

30. R.o. 3.8-3.12.

31. Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127 (ASMI).

32. R.o. 3.25-3.27.

33. R.o. 3.28.

den) rechtspersonen. Een tweede punt van aandacht is de overweging van de Ondernemingskamer dat Hermes en Fursa ondanks de gewijzigde feitelijke situatie nog altijd belang hebben bij een onderzoek naar het gebruik van de beschermingsconstructie, nu de met het onderzoek te verkrijgen opening van zaken en vaststelling van verantwoordelijkheid voor eventueel wanbeleid zich mogelijk kunnen vertalen in een schadevergoedingsplicht voor de Stichting Continuïteit.<sup>34</sup> De Ondernemingskamer lijkt hier te anticiperen op de situatie dat het onderzoek (en een eventueel oordeel dat van wanbeleid is gebleken) mogelijk als opmaat voor een civielrechtelijke aansprakelijkheidsprocedure tegen de Stichting Continuïteit zal worden gebruikt. Dat een dergelijke suggestie door de Ondernemingskamer zelf wordt gedaan, is zeer opmerkelijk te noemen.

Terug naar de overwegingen ten aanzien van de gebruikte beschermingsconstructie. De Ondernemingskamer lijkt van oordeel te zijn dat het activeren van de beschermingsmaatregel door de Stichting de RNA-toets in beginsel doorstaat (a), maar zij maakt uit de opstelling van de Stichting Continuïteit in het vervolgproces (b) op dat er moet worden getwijfeld aan de motieven van de Stichting tot het uitoefenen van de optie (c). De RNA-beschikking voorzag niet in een dergelijke correctie. Ook in de Stork-beschikking is deze kwestie niet aan de orde gekomen. De Ondernemingskamer heeft hiermee dus een interessante aanvulling op de RNA-criteria geformuleerd, waarbij wij ons wel afvragen in hoeverre dit criterium gezien de specifieke omstandigheden van dit geval (met name voor wat betreft de zeer actieve rol die de Stichting Continuïteit heeft ingenomen) geschikt is voor algemene toepassing.

De Ondernemingskamer komt echter niet meer toe aan de vraag hoe lang en onder welke omstandigheden de aldus opgetrokken beschermingswal in stand mocht worden gelaten. Het had ons inziens (meer) voor de hand gelegen als de Ondernemingskamer haar oordeel over de opstelling van de Stichting Continuïteit in dit kader had geplaatst. De handelingen van de Stichting Continuïteit waarin de Ondernemingskamer aanwijzingen voor partijdigheid zag, vonden immers plaats in deze periode. De terugkoppeling naar het moment van activeren van de beschermingsconstructie komt ons althans wat kunstmatig voor. Wij hadden het begrijpelijker geacht als de Ondernemingskamer tot een (voorlopig) oordeel was gekomen dat het activeren van de beschermingswal in beginsel rechtmatig moet worden geacht, maar dat de beschermingswal in de gegeven omstandigheden op een bepaald moment niet langer in stand gehouden had mogen worden. In zoverre heeft de Ondernemingskamer een kans gemist om op dit punt meer duidelijkheid te scheppen voor de praktijk.

### Conclusie

Over de ASMI-kwestie is het laatste woord nog lang niet gesproken. Wel bevatten de beschikkingen die tot nu toe in deze zaak zijn gewezen, een aantal nuttige richtsnoeren voor het gebruik

van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen. De Ondernemingskamer heeft in haar ASMI-beschikkingen voor wat betreft het toetsingskader voor de vraag of het activeren van een beschermingsconstructie door een beschermingsstichting al dan niet gerechtvaardigd is, een duidelijke koppeling met de RNA-beschikking van de Hoge Raad gemaakt. Een minpunt is dat nog altijd niet duidelijk is hoe lang en onder welke omstandigheden een geactiveerde beschermingswal in stand mag worden gelaten. De ASMI-beschikking van 13 mei 2009 enerzijds en de Stork-beschikking anderzijds sluiten althans op dit punt niet op elkaar aan. Tot slot biedt de beschikking van 5 augustus 2009 de nodige 'food for thought' voor bestuurders van beschermingsstichtingen. Met het recht tot het nemen van preferente beschermingsaandelen gaat een zware verantwoordelijkheid gepaard, die als gevolg van deze beschikking alleen maar zwaarder lijkt te zijn geworden.

34. Ro. 3.29.