

Certificering als beschermingsconstructie?

Inleiding

De afgelopen jaren is de bescherming van beursvennootschappen bij vijandige overnames een thema dat zelden aan de aandacht van politiek en media ontglipt. Een afgeslagen bod van América Móvil op KPN, de poging van Kraft Heinz om Unilever in te lijven en ook de ongewenste avances van PPG Industries aan het adres van Akzo Nobel heeft behoorlijk wat stof in Nederland doen opwaaien.

Het Nederlands vennootschapsrecht biedt een Nederlandse beursvennootschap – waar ik mij in dit artikel wil toe beperken – vele mogelijkheden om zich te beschermen tegen een vijandige overname. Zo kan men denken aan de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen aan bevriende partijen. Ook het structuurregime kan als een (weliswaar verkapte) beschermingsconstructie fungeren. Naast deze alom bekende juridische beschermingsmaatregelen zijn er nog tal van andere mogelijkheden voor een beursvennootschap om zich tegen een vijandige overname te beschermen.¹

Sinds de betwiste overname van ABN AMRO in 2007 en de daaropvolgende financiële crisis is de interesse in het gebruik van beschermingsconstructies toegenomen. Heden ten dage is niet de vraag of een vennootschap bij een beursgang beschermd moet worden, maar veeleer op welke wijze deze vennootschap beschermd dient te worden.² Vorig jaar is bovendien de discussie opgekomen of het huidige instrumentarium dat Nederlandse beursvennootschappen ter beschikking staat om zich te beschermen tegen vijandige overnames voldoet. Het kabinet pleit voor het invoeren van een wettelijke bedenktijd van maximaal 250 dagen indien een beursgenoteerde vennootschap zich geconfronteerd ziet met een voorstel tot een fundamentele strategiewijziging bij de algemene vergadering. Over het nut van een dergelijke regeling wordt verschillend gedacht.³

Over de meest effectieve beschermingsconstructie – certificering van aandelen – en met name over de mogelijkheden tot decertificering, is nog weinig geschreven. De kernvraag in dit artikel is: in hoeverre is het mogelijk voor certificaathouders van een beursvennootschap om certificering als beschermingsconstructie af te schaffen?

Certificering

Certificering houdt in dat de houder – dit is veelal een Stichting Administratiekantoor (hierna:



Mr. D.W. Stuijt*

“STAK”) – een pakket aandelen voor rekening van een ander houdt. De ander is in dit geval de certificaathouder. Bij certificering worden de financieel-economische rechten van de aandeelhouder gescheiden van de aan het aandeel verbonden zeggenschapsrechten.⁴ De houder van de aandelen houdt deze ten titel van beheer (*fiducia cum amico*) en is juridisch gerechtigd tot de aandelen.⁵

* Als advocaat werkzaam te Amsterdam.
(d.stuijt@houthoff.nl)

1. Denk bijvoorbeeld aan de – in de Corporate Governance Code opgenomen – responstijd van 180 dagen die het bestuur van een beursvennootschap kan invoeren op het moment dat een (groep) aandeelhouder(s) een onderwerp agendeert dat kan leiden tot een wijziging van het beleid van de vennootschap. Ook economische beschermingsconstructies zoals het uitkeren van ‘superdividend’ of de zogeheten gouden parachute behoren tot de mogelijkheden om een vijandige overname te voorkomen.
2. C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*, Serie vanwege het Van Der Heijden Instituut, 12.4.5.2. Bescherming in de praktijk, Deventer: Kluwer 2017/143.
3. Zo valt te lezen in het proefschrift van Timmermans dat hij betwijfelt of een wettelijke bedenktijd iets toevoegt aan het huidige juridische instrumentarium dat beursvennootschappen ter beschikking staat. Hij merkt op dat deze regeling slechts nut heeft in situaties waarin de status quo moet worden gehandhaafd. Hiervoor bestaan volgens hem echter al voldoende regelingen. Bovendien kan de wettelijke bedenktijd niet ingeroepen worden door beursvennootschappen die al een bescherming in de vorm van prioriteitsaandelen of preferente aandelen kennen. Het merendeel van de beursvennootschappen zal de wettelijke bedenktijd daarom niet kunnen invoeren (R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen*, (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2018). Anderzijds meent bijvoorbeeld De Kluiver dat Nederlandse beursvennootschappen een ruime verantwoordelijkheid hebben voor brede doelstellingen, zoals lange termijn waardecreatie, en dat in de wet stevige waarborgen moeten worden opgenomen opdat het bestuur en de RvC van een beursvennootschap deze doelstellingen ook daadwerkelijk kunnen verwezenlijken. Een wettelijke bedenktijd kan hieraan bijdragen (H.J. de Kluiver, *Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?*, Ondernemingsrecht 2017/118, afl. 14, p. 112 – 123).
4. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/658.
5. J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, *Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie*, Onderneming en Financiering, 2010/18, afl. 4, p. 69.

Tussen de STAK en de certificaathouders bestaat een uitsluitend contractuele relatie die wordt beheerst door de toepasselijke administratievoorwaarden.⁶ De STAK maakt de voorwaarden ten titel van beheer op. Op het moment dat de certificaathouder de certificaten aanvaardt, wordt deze geacht akkoord te zijn gegaan met de voorwaarden en komt er een verbintenis tot stand.

Certificering werd in eerste instantie gebruikt bij beursvennootschappen om aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan. Hiermee werd voorkomen dat een toevallige meerderheid in de algemene vergadering bepaalde besluiten kon nemen. Later diende certificering nog een ander doel: het beschermen tegen vijandige overnames en aandeelhoudersactivisme. Op dit moment maakt zowel 8% van de aan de AEX als ook 8% aan de AMX genoteerde vennootschappen gebruik van certificering.⁷

In de wet wordt een onderscheid gemaakt tussen certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven en certificaten die zonder de medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Indien de certificaten met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, dan ontstaat er tussen de certificaathouder en de vennootschap een directe vennootschapsrechtelijke relatie.

Houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten hebben onder meer het recht om jaarstukken in te zien ten kantore van de vennootschap en daarvan kosteloos een afschrift te krijgen⁸, dienen opgeroepen te worden voor de algemene vergadering⁹ en hebben het recht om in persoon of bij gevolmachtigde de algemene vergadering bij te wonen en daarin het woord te voeren¹⁰.

Bij met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten komt de certificaathouder in beginsel het recht toe om het aan het aandeel verbonden stemrecht uit te oefenen.¹¹ De STAK verleent hiertoe een volmacht aan de certificaathouder; deze volmachtverlening heeft privatieve werking.¹² De gevolmachtigde certificaathouder mag zijn stemrecht volledig naar eigen inzicht uitoefenen.¹³

In de Corporate Governance Code (hierna: "Code") valt te lezen dat het bestuur van de STAK aan certificaathouders die daarom vragen "onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten"¹⁴ verleent. De wet gaat op dit punt minder ver: in gevallen van wat men 'oorlogstijd' noemt kan de stemvolmacht door de STAK worden beperkt, uitgesloten of worden herroe-

pen.¹⁵ Hierbij wordt dus afgeweken van de Code. Op grond van het 'pas toe of leg uit'-principe is afwijken van de Code toegestaan; een motivering in het jaarverslag van de beursvennootschap dat de wet in zo'n geval gevolgd wordt volstaat.

Dat een van de beursvennootschap bevriende STAK in gevallen van oorlogstijd niet verplicht is om stemvolmachten aan de certificaathouders te verlenen en het stemrecht zelf kan uitoefenen is uiteraard een krachtig wapen. Het biedt stabiliteit bij het handelen van activistische aandeelhouders en kan een eventuele vijandige overname voorkomen.¹⁶

In de loop der jaren werd het gebruik van certificering als beschermingsmaatregel meer en meer onwenselijk geacht. In de Code valt te lezen dat 'certificering van aandelen niet als beschermingsmaatregel wordt gebruikt'.¹⁷ Een van de redenen hiervoor is het permanente karakter van de beschermingsmaatregel. Tegenstanders van certificering als beschermingsmaatregel stellen dat deze constructie indruist tegen het open Nederlandse investeringsklimaat.

Concrete richtsnoeren voor de toelaatbaarheid van het gebruik van beschermingsmaatregelen – waaronder certificering – vindt men niet terug in de wet maar in jurisprudentie. De door de Hoge

6. P.J. Dortmond, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013, p. 336 – 347.

7. Situatie per 13 juli 2018. ABN AMRO Group (AEX), Unilever (AEX), Fugro (AMX) en TKH Group (AMX) zijn de vennootschappen die gebruikmaken van certificering. Hierbij zij aangetekend dat certificaathouders van Unilever hun certificaten onder alle omstandigheden kunnen omwisselen voor aandelen in Unilever. Bij Unilever wordt certificering slechts gebruikt om aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan en wordt deze dus niet gebruikt als beschermingsconstructie.

8. Art. 2:102 BW.

9. Art. 2:113 BW.

10. Art. 2:117 lid 2 BW.

11. Op grond van art. 2:118a lid 1 BW.

12. Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT) p. 23.

13. P.J. Dortmond, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013, p. 343.

14. Principe 4.4 van de Code 2016.

15. Art. 2:118a BW noemt drie gevallen van oorlogstijd: a) in het geval van een verwacht of aangekondigd vijandig openbaar bod op de aandelen of certificaten of bij de gerechtvaardigde verwachting hiervan of b) indien de houder(s) van certificaten ten minste 25% van het geplaatst kapitaal verschaffen of c) indien naar het oordeel van de STAK de uitoefening van het stemrecht door certificaathouders wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

16. D.F.M.M. Zaman, *Beschermingsstichtingen als aandeelhouder*, Tijdschrift voor Vennootschapsrecht, Rechtspersonenrecht en Ondernemingsbestuur 2010-6, p. 154.

17. Zie principe 4.2 van de Code 2016.

Raad gewezen Rodamco North America (hierna: “RNA”)-beschikking¹⁸ is hierbij leidinggevend. Het ad hoc besluit van het bestuur van de STAK om de stemvolmachten op grond van art. 2:118a BW in te trekken wordt dan ook getoetst aan de hand van de RNA-norm. Bij deze toetsing gaat het er in de kern om of de continuïteit van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming in het geding is.¹⁹

Vanwege het feit dat certificering een vijandige overname onmogelijk kan maken, is deze beschermingsconstructie – zolang het gebruik hiervan voldoet aan de RNA-vereisten – een behoorlijk solide verdedigingswal binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

Decertificering

Er bestaat mijns inziens een tweetal mogelijkheden voor certificaathouders om decertificering te bewerkstelligen. De certificaathouders kunnen: 1) een vordering tot decertificering instellen bij de STAK of 2) een voorstel agenderen om de statuten van de beursvennootschap zodanig te wijzigen dat certificering wordt afgeschaft.

1) Vordering tot decertificering bij de STAK

Indien certificering als beschermingsmaatregel is beoogd zal de STAK vrijwel altijd in haar administratievoorwaarden opnemen dat de certificaten niet royeerbaar zijn, dan wel dat een verzoek aan de STAK tot decertificering naar eigen inzicht kan worden afgewezen. Andere varianten om in de administratievoorwaarden decertificering tegen te gaan zijn ook denkbaar. Zo valt in de administratievoorwaarden van de STAK van ABN AMRO²⁰ te lezen dat de STAK uitsluitend kan besluiten tot royement van de certificaten met instemming van de vennootschap (ABN AMRO) en haar groot aandeelhouder NLF.²¹

Slechts onder zeer bijzondere omstandigheden kan de STAK van een beursvennootschap – ook als in de administratievoorwaarden is bepaald dat het afschaffen van certificering een exclusieve bevoegdheid is van de STAK – decertificering worden opgedrongen door de certificaathouders. De exclusieve bevoegdheidsbepaling in de administratievoorwaarden zou dan naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid²² onaanvaardbaar moeten zijn.²³

Een vordering tot decertificering – hoewel uitdrukkelijk uitgesloten in de administratievoorwaarden – aan het adres van de STAK is voor zover ik weet slechts eenmaal in de geschiedenis toegewezen.²⁴ In deze specifieke casus was bij het optuigen van de beschermingsmaatregel overwogen dat het doel van de beschermingsconstructie een ‘single voice’ op de algemene

vergadering was. Daarom was de mogelijkheid tot decertificering uitdrukkelijk uitgesloten in de administratievoorwaarden. Nadat een van de certificaathouders alle andere certificaathouders had uitgekocht, zag de Hoge Raad geen reden om de vordering tot decertificering niet toe te wijzen. Na decertificering was immers nog steeds sprake van een ‘single voice’.

Concluderend: voor de certificaathouder heeft een vordering tot decertificering – indien uitgesloten of beperkt door de administratievoorwaarden – bij de STAK in de regel (uitzonderingen daargelaten) dus weinig kans van slagen.

2) Decertificering doormiddel van een statutenwijziging

Is er dan wellicht een andere mogelijkheid voor certificaathouders om deze solide beschermingsconstructie te ontmantelen? Het antwoord op deze vraag is niet per definitie ontkennend. In beginsel hebben houders van de met de medewerking van de beursvennootschap uitgegeven certificaten van aandelen stemrecht in de algemene vergadering. Daarnaast komt aan deze certificaathouders het recht toe om voorstellen te agenderen voor de algemene vergadering. Dit wordt ook wel het agenderingsrecht genoemd.²⁵ Zouden certificaathouders dan niet een voorstel mogen agenderen om de statuten van de vennootschap zodanig te wijzigen dat certificering wordt afgeschaft?

18. Hoge Raad 18 april 2003, ECLI:NL:HR:PHR:2003:AF2161 waarin kort gezegd staat dat een beschermingsmaatregel redelijk en proportioneel moet zijn. Bovendien oordeelde de Hoge Raad dat het gedurende onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in beginsel niet gerechtvaardigd zal zijn.

19. G.N.H. Kemperink, *Protection contre les offres hostiles*, Vennootschappelijk toezicht op doelvennootschap (IVOR), 2013/3, nr. 92.

20. Stichting Administratiekantoor Continuïteit ABN AMRO Group.

21. Art. 6.1.1. van de administratievoorwaarden STAK ABN AMRO Group.

22. Art. 6:248 BW.

23. Certificering van aandelen 08- decertificering, Monografieën van het ondernemingsrecht, deel B19: *Certificering van Aandelen*.

24. Hof Amsterdam 26 januari 1995, KG 1995/192 (Kluft/De Wit).

25. Het agenderingsrecht houdt kort gezegd in dat een onderwerp dat door een of meer aandeelhouders – die alleen of gezamenlijk tenminste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen – schriftelijk wordt verzocht, opgenomen dient te worden in de agenda van de algemene vergadering. Certificaathouders worden in dit artikel gelijkgesteld met aandeelhouders (art. 2:114a BW).

Naar mijn weten heeft een rechter zich slechts eenmaal over bovenstaande vraag gebogen. De Rechtbank Den Haag in 1982 overwoog dat – bij een certificaathouder die decertificering van de aandelen wilde bespreken en de statutenwijziging die tot decertificering leidt te doen behandelen – het volgende:

“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 BW²⁶ 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.”²⁷

Wel stelt de rechtbank dat het onder bepaalde omstandigheden redelijk en billijk zou kunnen zijn dat certificaathouders via een statutenwijziging certificering kunnen afschaffen om zodoende zeggenschap over de vennootschap te verkrijgen. Dat zou bijvoorbeeld het geval kunnen zijn bij tekortkomingen van de leiding van de vennootschap.²⁸

Naar mijn mening geeft deze uitspraak niet de nodige duidelijkheid omtrent de vraag of certificaathouders de statuten nu zodanig mogen doen wijzigen dat certificering wordt afgeschaft. Niet in de laatste plaats omdat deze uitspraak behoorlijk gedateerd is en het in casu geen beursvennootschap maar een BV betrof. De eventuele mogelijkheid om doormiddel van een statutenwijziging certificering af te schaffen werd door de toenmalige rechters in ieder geval niet bij voorbaat uitgesloten.

In het navolgende stuk zal ik de geëigende weg bespreken indien certificaathouders het voorstellen hebben middels een wijziging van de statuten certificering af te schaffen.

Het agendapunt ‘decertificering’

Het bestuur is samen met de RvC bevoegd tot vaststelling van de agenda en dus tot vaststelling van de te bespreken onderwerpen tijdens de algemene vergadering. Stel: een of meerdere certificaathouders dienen het verzoek in om de statuten zodanig te wijzigen dat certificering wordt

afgeschaft. Het bestuur zal dit verzoek in de meeste gevallen niet honoreren en het voorstel niet (willen) opnemen in de agenda. Het bestuur zal zich stellen op het standpunt dat hij zich dient te richten op het belang van de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming²⁹ en zal betogen dat decertificering niet in het vennootschapsbelang is.

Recent is in het Boskalis/Fugro-arrest duidelijkheid geschapen omtrent de reikwijdte van het agenderingsrecht. In dit arrest stond de vraag centraal of art. 2:114a BW aandeelhouders en certificaathouders het recht geeft om de vennootschap te verplichten een onderwerp ter stemming (en dus niet alleen ter bespreking) op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen als de algemene vergadering geen bevoegdheid toekomt omtrent dit onderwerp.³⁰

Om deze vraag te beantwoorden overwoog de Hoge Raad het volgende. Het bepalen van het beleid en de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur van de vennootschap. Het bestuur is in het algemeen dan ook niet verplicht om de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming hieromtrent te betrekken, tenzij de wet en de statuten in uitzonderingen voorzien.³¹ Het bestuur heeft een eigen verantwoordelijkheid om zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³² Dat belang kan de invoering, handhaving of beëindiging meebrengen van een bepaalde inrichting van de (vennootschapsrechtelijke) organisatie. Voor zover het bestuur bevoegdheden toekomt omtrent de inrichting van de vennootschapsrechtelijke organisatie, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.³³

26. Tegenwoordig art. 2:8 BW.

27. Rechtbank Den Haag 19 februari 1982, *NJ* 1983, onderdeel 3B.

28. Rechtbank Den Haag 19 februari 1982, *NJ* 1983, 522, onderdeel 3B.

29. Hoge Raad 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (Cancun), r.o. 4.3.

30. Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.5.

31. Hoge Raad 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434 (ABN Amro), r.o. 4.3-4.4 en Hoge Raad 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544 (ASMI), r.o. 4.4.1.

32. Hoge Raad 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (Cancun), r.o.v. 4.3.

33. Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6.

Voorts overwoog de Hoge Raad dat aandeelhouders (en dus ook certificaathouders) het recht hebben om de vennootschap te verzoeken om onderwerpen op de agenda te plaatsen die alleen de bespreking van de algemene vergadering behoeven en onderwerpen waarvoor besluitvorming door de algemene vergadering nodig is. Als een aandeelhouder een verzoek doet om een onderwerp op de agenda te plaatsen dat alleen de bespreking van de algemene vergadering behoeft, dient dit voorstel te worden geagendeerd. Ook in het geval het te bespreken onderwerp buiten de bevoegdheid van de algemene vergadering valt. Als een aandeelhouder een voorstel tot een besluit doet en de algemene vergadering komt bevoegdheid toe ten aanzien van het onderwerp waar dit besluit betrekking op heeft, dan dient ook dit voorstel ter stemming te worden geagendeerd. Een vennootschap is echter *niet* verplicht een onderwerp ter stemming op te nemen in de agenda als dat onderwerp een aangelegenheid is van het bestuur.³⁴

In eerste en tweede aanleg werd zowel door de voorzieningenrechter als door het Hof geoordeeld dat de ontmanteling van de beschermingsconstructies van de dochtervennootschappen van Fugro (hierna: “Antilliaanse beschermingsconstructie”) niet een onderwerp betreft ten aanzien waarvan de algemene vergadering van aandeelhouders de bevoegdheid toekomt om een besluit te nemen.³⁵ Ook omdat Boskalis dit erkende heeft de Hoge Raad dit in cassatie als gegeven beschouwd. Omdat de algemene vergadering niet bevoegd is besluiten te nemen ten aanzien van de Antilliaanse beschermingsconstructie, kan Fugro niet worden verplicht om het agendapunt van Boskalis betreffende het (informeel) ter stemming brengen van een aanbeveling aan het bestuur – die zag op de ontmanteling van de Antilliaanse beschermingsconstructie in de agenda op te nemen. Aldus de Hoge Raad in Boskalis/Fugro.

In dit oordeel kan ik mij vinden. Niet de algemene vergadering maar het bestuur van Fugro is bevoegd besluiten te nemen omtrent de ontmanteling van de beschermingsconstructies vanwege het feit dat het in casu beschermingsconstructies van twee dochtervennootschappen van Fugro betrof. Aandeelhouders van de moedervennootschap (waaronder Boskalis) hebben in beginsel niet het recht om zich te mengen in de besluitvorming van het bestuur als het gaat om het instellen of ontmantelen van een beschermingsconstructie op dochterniveau.³⁶ Aandeelhouders mogen zich alleen bemoeien met de besluitvorming van het bestuur ten aanzien van dochtervennootschappen als er sprake is van bestuursbesluiten die zo ingrijpend zijn dat de aard

van het aandeelhouderschap in de houdstervennootschap zodanig verandert dat de aandeelhouders als het ware kapitaal gaan verschaffen in een wezenlijke andere onderneming.³⁷ In het onderhavige geval was daarvan geen sprake. Naar mijn mening betekent het Boskalis/Fugro-arrest echter niet dat de aandeelhouders en certificaathouders geen bevoegdheden toekomen met betrekking tot het instellen en ontmantelen van beschermingsconstructies op het niveau van de vennootschap waarin de aandelen worden gehouden. Integendeel.

Anders dan het Boskalis/Fugro-arrest wellicht doet voorkomen is het uitgangspunt nog steeds dat het meewerken aan certificering van aandelen tot het bevoegdheidendomein van de algemene vergadering behoort.³⁸ Zou decertificering dan ook niet een bevoegdheid moeten zijn van de algemene vergadering? Zo ja, dan zou dit naar mijn mening moeten betekenen dat het bestuur verplicht is het voorgestelde agendapunt van decertificering op de agenda te zetten. Of is het zo dat – ondanks het voorgaande – het besluit tot decertificering behoort tot de bevoegdheden van het bestuur en kan het bestuur zodoende niet worden verplicht tot het overnemen van het voorgestelde agendapunt?

Beroep op oorlogstijd; vordering tot volmachtverlening

Mocht het bestuur inderdaad verplicht zijn om het agendapunt ‘decertificering’ in de agenda op te nemen, zou de STAK dan een beroep kunnen doen op oorlogstijd en het stemrecht zelf kunnen uitoefenen om zodoende de ontmanteling van de beschermingsconstructie te voorkomen? Indien er geen sprake is van een vijandig openbaar bod of de dreiging hiervan zou de STAK zich op het standpunt moeten stellen dat het afschaffen van

34. Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.7.

35. Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.2.2.

36. S.B. Garcia Neelen, *Het normatief richtsnoer voor bescherming van een beursvennootschap door een onafhankelijke stichting*, p. 63-64.

37. Hoge Raad 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO).

38. Deze gedachte is ingegeven door het feit dat door de medewerking aan certificering aandeelhoudersrechten bij certificaathouders ontstaan. Hoewel dit niet als zodanig in de wet valt te lezen, wordt daarom in het algemeen aangenomen dat de algemene vergadering het tot instelling van certificering bevoegde orgaan is. Zie hierover S.B. Garcia Nelen & C.A. Schwarz, *Certificering van aandelen bij de NV en BV*, Serie Ondernemingsrecht deel B.19, Den Haag: Sdu Uitgevers 2016, par. 4.2.

certificering ‘wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarbij verbonden onderneming’³⁹. Hoewel de STAK bij haar beoordeling aangaande de volmachtverlening een zekere vrijheid toekomt, kan ik mij voorstellen dat deze motivering niet in elke omstandigheid opgaat. Het intrekken van de volmachten door de STAK zal immers aan de RNA-vereisten moeten voldoen.

Stel nu dat de STAK weigert om de certificaathouders de stemvolmacht te verlenen en de STAK besluit zelf het stemrecht uit te oefenen om zodoende afschaffing van certificering tegen te gaan. De certificaathouder die onvrede heeft met de aan de weigering tot volmachtverlening ten grondslag liggende motivering kan dan een vordering tot volmachtverlening in kort geding instellen. Mocht deze vordering worden toegewezen, dan kan de certificaathouder in de algemene vergadering alsnog zijn stem uitbrengen. Over de kans van slagen van een dergelijke vordering durf ik echter weinig te zeggen. Precedenten zijn er nog niet.

X%-regeling

Om het nog wat gecompliceerder te maken: niet zelden hebben beursvennootschappen die gebruik maken van certificering in hun statuten een zogenaamde X%-regeling opgenomen. Dit houdt in dat de overdracht van aandelen niet mogelijk is indien de verkrijger (al dan niet alleen) rechtstreeks of middellijk houder is of wordt van een nominaal bedrag aan aandelen van X% of meer van het totaal geplaatste aandelenkapitaal⁴⁰, met uitzondering van de STAK.⁴¹

Deze regeling fungeert als een blokkeringsregeling en beargumenteerd kan worden dat een wijziging van een blokkeringsregeling een wijziging is van de structuur van de vennootschap. Een besluit om deze blokkeringsregeling op te heffen kan dan niet aan het bestuur van de vennootschap worden onttrokken. Decertificering zou een stuk moeilijker te bewerkstelligen zijn voor certificaathouders als er sprake is van de X%-regeling. Echter, dat het bestuur exclusief bevoegd zou zijn omtrent het opheffen van de blokkeringsregeling is absoluut geen uitgemaakte zaak. In de literatuur is hier dan ook weinig over te vinden. Decertificering lijkt mij daarom – ook indien de betreffende beursvennootschap in haar statuten een X%-regeling heeft opgenomen – allerminst bij voorbaat uitgesloten.

Afronding

Een van de meest effectieve beschermingsconstructies – certificering – werpt de nodige vragen op. De kernvraag is of certificaathouders deze solide beschermingswal – zonder de medewer-

king van de STAK – kunnen doorbreken. Er zijn wellicht twee manieren om een beursvennootschap van deze beschermingsconstructie te ontdoen.

De eerste manier betreft het instellen van een vordering tot decertificering bij de STAK. Is echter de mogelijkheid tot decertificering in de administratievoorwaarden uitgesloten, dan hebben certificaathouders weinig kans om met succes een vordering tot decertificering in te stellen bij de STAK.

Een tweede – wellicht meer succesvolle – manier om decertificering te bewerkstelligen is gelegen in de besluitvorming van de algemene vergadering. Ik zou menen dat decertificering niet een bevoegdheid is van het bestuur maar een bevoegdheid is van de aandeelhouders. Het lijkt mij daarom niet ondenkbaar dat certificaathouders gerechtigd zijn om een voorstel te agenderen om de statuten zodanig te wijzigen dat certificering wordt afgeschaft. Dit is naar mijn mening in lijn met het onlangs door de Hoge Raad gewezen Boskalis/Fugro-arrest.

Indien dit voorstel ter stemming wordt gebracht in de algemene vergadering lijkt het aannemelijk dat de STAK het stemrecht zelf zal willen uitoefenen en tegen decertificering zal stemmen. De STAK zal het besluit om het stemrecht zelf uit te oefenen gemotiveerd ter kennis moeten brengen aan de certificaathouders en overige aandeelhouders.⁴² Ik kan mij voorstellen dat de motivering van de STAK – met name indien er geen sprake is van een (dreigend) vijandig openbaar bod – de certificaathouders niet zonder meer overtuigt. De rechter zal dan moeten beslissen of de certificaathouders het stemrecht mogen uitoefenen en daarmee certificering kunnen afschaffen. Nog interessanter wordt het als de statuten voorzien in een X%-regeling. Ook hierover zal de rechter duidelijkheid moeten scheppen.

39. Art. 2:118a lid 2 sub c BW.

40. R.A.F. Timmermans, *Ontwikkelingen rondom certificering*, WPNR 2004/6599, p. 911.

41. Zo heeft Fugro in haar statuten opgenomen dat overdracht van aandelen slechts mogelijk is aan natuurlijke personen. Bovendien is bepaald dat een overdracht van aandelen aan een natuurlijk persoon die houder is van 1% of meer van het totaal geplaatste aandelenkapitaal of die door de overdracht meer dan 1% van het totaal geplaatste aandelenkapitaal zou verkrijgen niet mogelijk is (art. 17.1 statuten Fugro N.V.). TKH Group kent een soortgelijke blokkeringsregeling (art. 13 statuten TKH Group N.V.).

42. Art. 2:118a lid 2 BW.