

DELEGATIE VAN EMISSIEBEVOEGDHEID

Onderzoek in opdracht van Eumedion naar de
delegatie van emissiebevoegdheid bij beursgenoteerde vennootschappen

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER LEIDING VAN
PROF. MR. J.M.M. MAEIJER
PROF. MR. H.M.N. SCHONIS
PROF. MR. F.J.P. VAN DEN INGH
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN
PROF. MR. M.P. NIEUWE WEME

DEEL 96

DELEGATIE VAN EMISSIEBEVOEGDHEID

Onderzoek in opdracht van Eumedion
naar de delegatie van emissiebevoegdheid
bij beursgenoteerde vennootschappen

MR. P.J. VAN DER KORST
PROF. MR. M.P. NIEUWE WEME
PROF. MR. G. VAN SOLINGE

KLUWER – DEVENTER – 2008

ISBN 978-90-13-05479-8
NUR 827-715

© 2008, P.J. van der Korst, M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge
© 2008, Eumedion. Auteursrechten voorbehouden

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden veeelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voorzover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet 1912 jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of opvragen via telefoonnummer 0570-67 34 49.

VOORWOORD

Eumedion, de belangenorganisatie van institutionele beleggers op het terrein van corporate governance (www.eumedion.nl), heeft het Van der Heijden Instituut verzocht onderzoek te verrichten naar het verschijnsel ‘delegatie van emissiebevoegdheid’. Het betreft de in artikel 2:96 BW geregelde mogelijkheid voor de algemene vergadering van aandeelhouders van de beursvennootschap om te besluiten een ander vennootschapsorgaan (meestal het bestuur) aan te wijzen als het orgaan dat bevoegd is tot het besluit tot uitgifte van aandelen. Het doel van het onderzoek was het verkrijgen van inzicht in de *market practice* betreffende deze delegatie in Nederland en in enkele buitenlandse jurisdicties om vervolgens mede op basis daarvan de *best practice* voor Nederlandse beursvennootschappen vast te stellen.

Het onderzoek is uitgevoerd door mr. P.J. van der Korst, universitair docent ondernemingsrecht bij het Van der Heijden Instituut en advocaat te Amsterdam, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, hoogleraar ondernemingsrecht bij het Van der Heijden Instituut en raadsheer-plaatsvervanger bij het Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) en prof. mr. G. van Solinge, hoogleraar ondernemingsrecht bij het Van der Heijden Instituut en advocaat te Amsterdam.

Het onderzoek bestond uit een juridische analyse van de relevante wet- en regelgeving in de betrokken jurisdicties en een empirisch onderzoek naar de wijze waarop deze wet- en regelgeving in de praktijk wordt toegepast. De onderzochte jurisdicties zijn: Nederland, Duitsland, Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten. Het empirische onderzoek had betrekking op 36 Nederlandse beursvennootschappen (12 AEX, 12 Midcap en 12 Smallcap) en 48 buitenlandse beursvennootschappen (12 per onderzochte jurisdictie). Bij het juridische en empirische onderzoek zijn de volgende deelonderwerpen onderscheiden: (1) bij de delegatie betrokken organen, (2) agendering en toelichting, (3) maximum aantal uit te geven gewone aandelen, (4) delegatieperiode, (5) toegestane uitgiftekoers, (6) uitsluiting en beperking van voorkeursrecht en (7) beschermingspreferente aandelen.

Met veel genoegen nemen wij dit rapport in onze Serie op. De studie past in de traditie van het Van der Heijden Instituut om onderzoek te doen naar de werking van regelgeving. De auteurs hebben een diepgaande juridische en empirische studie verricht op het gebied van uitgifte van aandelen. De geformuleerde *best practice* heeft zowel oog voor de belangen van de beursvennootschappen als die van de kapitaalverschaffers. De studie draagt bij aan een beter inzicht in de behandelde problematiek en een verbetering van de Nederlandse corporate governance. Wij verwachten dat dit rapport voor Eumedion, de bij haar aangesloten institutionele beleggers en andere kapitaalverschaffers, beursvennootschappen, anderen in de praktijk voor wie

het ondernemingsrecht van belang is en ook de rechtswetenschap, een richtsnoer voor toekomstig handelen of een waardevolle informatiebron kan zijn. Eumedion heeft de bij haar aangesloten institutionele beleggers inmiddels geadviseerd om te bewerkstelligen dat beursvennootschappen gaan handelen conform de in dit rapport geformuleerde *best practice*.

Het onderzoek is eind 2007 afgerond.

J.M.M. Maeijer
H.M.N. Schonis
F.J.P. van den Ingh
G. van Solinge
M. van Olffen
M.P. Nieuwe Weme

INHOUD

Voorwoord	V
Afkortingen	XI
Samenvatting	
I Onderwerp, doel en methode van onderzoek	XIII
II Market practice	XIV
III Best practice	XV
English summary	
I Subject, purpose and method of research	XIX
II Market practice	XX
III Best practice	XX
1. Onderzoeksopdracht en verantwoording	
1.1 Onderzoeksopdracht	1
1.2 Methodologische verantwoording	1
1.2.1 Inleiding	1
1.2.2 Juridisch onderzoek	2
1.2.3 Empirisch onderzoek	2
1.2.4 Opzet rapport	3
1.2.5 Onderzochte vennootschappen en onderzoeksperiode	3
1.2.6 Eerder onderzoek	4
1.2.7 Terminologie	5
2. Algemeen juridisch kader	
2.1 Wettelijk kader	7
2.1.1 Europees recht	7
2.1.2 Wet- en regelgeving in Nederland	8
a. Wetgeving	8
b. Beursregels	10
2.1.3 Wet- en regelgeving in Duitsland	10
a. Wetgeving	10
b. Beursregels	11

2.1.4	Wet- en regelgeving in het Verenigd Koninkrijk	12
	a. Wetgeving	12
	b. Beursregels	13
2.1.5	Wet- en regelgeving in Frankrijk	14
	a. Wetgeving	14
	b. Beursregels	15
2.1.6	Wet- en regelgeving in de Verenigde Staten	15
	a. Wetgeving	15
	b. Beursregels	16
2.2	Richtlijnen	17
	2.2.1 Corporate governance-regels	17
	2.2.2 Gedragsrichtlijnen en verslaglegging institutionele beleggers	18
	2.2.3 Stemadviezen	19
3.	Bij delegatie betrokken organen	
3.1	Juridisch kader	21
	3.1.1 Nederlands recht	21
	3.1.2 Overige jurisdicties	22
	3.1.3 Richtlijnen	23
3.2	Market practice	23
	3.2.1 Nederland	23
	3.2.2 Overige jurisdicties	24
3.3	Best practice	24
4.	Agendering en toelichting	
4.1	Juridisch kader	27
	4.1.1 Nederlands recht	27
	4.1.2 Overige jurisdicties	29
	4.1.3 Richtlijnen	29
4.2	Market practice	29
	4.2.1 Nederland	29
	4.2.2 Overige jurisdicties	31
4.3	Best practice	31
5.	Maximum aantal uit te geven aandelen	
5.1	Juridisch kader	33
	5.1.1 Nederlands recht	33
	5.1.2 Overige jurisdicties	34
	5.1.3 Richtlijnen	34
5.2	Market practice	35
	5.2.1 Nederland	35
	5.2.2 Overige jurisdicties	36
5.3	Best practice	37

6.	Delegatieperiode	
6.1	Juridisch kader	39
	6.1.1 Nederlands recht	39
	6.1.2 Overige jurisdicties	40
	6.1.3 Richtlijnen	41
6.2	Market practice	41
	6.2.1 Nederland	41
	6.2.2 Overige jurisdicties	42
6.3	Best practice	42
7.	Toegestane uitgiftekoers	
7.1	Juridisch kader	43
	7.1.1 Nederlands recht	43
	7.1.2 Overige jurisdicties	44
	7.1.3 Richtlijnen	45
7.2	Market practice	45
	7.2.1 Nederland	45
	7.2.2 Overige jurisdicties	45
7.3	Best practice	46
8.	Uitsluiting en beperking van voorkeursrecht	
8.1	Juridisch kader	47
	8.1.1 Nederlands recht	47
	8.1.2 Overige jurisdicties	49
	8.1.3 Richtlijnen	50
8.2	Market practice	50
	8.2.1 Nederland	50
	8.2.2 Overige jurisdicties	51
8.3	Best practice	51
9.	Beschermingspreferente aandelen	
9.1	Juridisch kader	53
	9.1.1 Nederlands recht	53
	a. Inleiding	53
	b. Tijdelijk karakter	54
	c. Onafhankelijkheid stichtingsbestuur	57
	d. Call- en putoptie	58
	9.1.2 Overige jurisdicties	59
	9.1.3 Richtlijnen	60
9.2	Market practice	60
	9.2.1 Nederland	60
	9.2.2 Overige jurisdicties	61
9.3	Best practice	61

Inhoud

Literatuur		63
Jurisprudentie		69
Bijlage I	Wet- en regelgeving en richtlijnen	73
Bijlage II	Onderzochte vennootschappen	89
Bijlage III	Conclusies/samenvattingen van eerder onderzoek	93

AFKORTINGEN

AFEP	Association Française des Entreprises Privées
AG	AktienGesellschaft
AktG	AktienGesetz
AvA	algemene vergadering van aandeelhouders
BW	Burgerlijk Wetboek
DCGS	Dutch Corporate Governance Services
HR	Hoge Raad der Nederlanden
ICGN	International Corporate Governance Network
Inc.	Incorporation
ISS	Institutional Shareholder Services
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
LSE	London Stock Exchange
MBCA	Model Business Corporation Act
MEDEF	Mouvement des Entreprises de France
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NV	Naamloze Vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OK	Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam
Ondernemingsrecht	Ondernemingsrecht (De Naamloze Vennootschap/TVVS)
PbEG	Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen
PLC	Public Limited Company
RvC	raad van commissarissen
SA	Société Anonyme
SCGOP	Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen
SEC	Securities and Exchange Commission
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
VEB	Vereniging van Effectenbezitters
VEUO	Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen
VS	Verenigde Staten van Amerika
WED	Wet op de economische delicten
Wft	Wet op het financieel toezicht

SAMENVATTING

I Onderwerp, doel en methode van onderzoek

Dit onderzoek is verricht in opdracht van Eumedion. Het onderwerp is delegatie van de bevoegdheid om te besluiten tot uitgifte van aandelen – en daarmee samenhangend de bevoegdheid tot het beperken of uitsluiten van voorkeursrechten op uit te geven aandelen – door de aandeelhoudersvergadering van beursgenoteerde vennootschappen. De doelstelling is het verkrijgen van inzicht in *market practice* betreffende deze delegatie in Nederland en – parallel daaraan – een aantal buitenlandse jurisdicties om op basis daarvan *best practice* voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen vast te stellen.

Market practice is een beschrijving van de meest gangbare praktijk, volgend uit de onderzoeksresultaten. *Best practice* is de nadere invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance gebaseerd op wetgeving, jurisprudentie, corporate governance-richtlijnen en *market practice*. Er kunnen valide redenen zijn om van deze *best practice* af te wijken. Die redenen kunnen zijn gelegen in bijvoorbeeld het aandeelhoudersbestand of de structuur van de vennootschap zelf, maar ook in de marktpositie van de betrokken onderneming of in de markt waarbinnen de onderneming opereert. Het bestuur dient voorgestelde afwijkingen van *best practice* toe te lichten, zodat de aandeelhouders zich een oordeel kunnen vormen over de wenselijkheid van deze afwijkingen.

Market practice is vastgesteld op basis van de uitkomsten van het in dit rapport weergegeven empirische onderzoek met betrekking tot de jaarvergaderingen in 2007 en is per onderwerp opgenomen in par. 2 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9. *Best practice* en de onderbouwing daarvan zijn per onderwerp opgenomen in par. 3 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9.

Het empirische onderzoek richtte zich op 36 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, te weten twaalf vennootschappen in de onderzoeksperiode behorend tot de AEX-Index, AMX (*‘Midcap’*) respectievelijk AMS (*‘Smallcap’*). Bij de keuze van vennootschappen is daarnaast een spreiding in branches gehanteerd. Met deze criteria is beoogd een representatief beeld te krijgen naar marktkapitalisatie en naar de aard van de ondernemingen. In de andere jurisdicties (Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten) zijn twaalf vennootschappen per jurisdic-

tie onderzocht. De lijst van onderzochte vennootschappen is opgenomen als Bijlage II.

Het onderzoek is afgerond eind december 2007.

II Market practice

Market practice inzake delegatie van emissiebevoegdheid in Nederland heeft het afgelopen decennium een sterke ontwikkeling doorgemaakt. Uit onderzoek door Dutch Corporate Governance Services (DCGS) in 1997 bleek dat destijds de verreweg meest gebruikelijke periode waartoe het bestuur tot emissie werd gemachtigd drie tot vijf jaar bedroeg (par. 1.2.6). De huidige *market practice* is een delegatieperiode van achttien maanden (par. 6.2.1).

Uit hetzelfde onderzoek van DCGS bleek dat het maximaal aantal uit te geven aandelen op grond van gedelegeerde emissiebevoegdheid in 1997 in de meeste gevallen neerkwam op het totale nog niet geplaatste kapitaal (par. 1.2.6). De huidige *market practice* is een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen tot maximaal 10% van het geplaatste kapitaal – na uitgifte –, te verhogen tot 20% in geval van uitgifte in het kader van een fusie of overname (par. 5.2.1).

Uit onderzoek door de Erasmus Universiteit Rotterdam over de besluitvorming in aandeelhoudersvergaderingen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de periode 1998 tot en met 2002 bleek dat voorstellen inzake delegatie van emissiebevoegdheid en uitsluiting van het voorkeursrecht ‘*verreweg de meeste weerstand oproepen*’ bij aandeelhouders, zij het dat maar in een zeer beperkt aantal gevallen een voorstel van bestuur en de raad van commissarissen (RvC) daartoe is verworpen door de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) of is ingetrokken (par. 1.2.6).

Dit beeld wordt bevestigd door de rapporten van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit december 2006 en december 2007 (par. 1.2.6). Uit deze onderzoeken blijkt dat tijdens aandeelhoudersvergaderingen een relatief hoog percentage tegenstemmen werd uitgebracht tegen voorstellen tot machtiging tot uitgifte van aandelen (in 2005: 13,01%, in 2006: 10% en in 2007: 6,62%) en tegen voorstellen tot (machtiging tot) uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht van aandeelhouders (in 2005: 12,6%, in 2006: 6,03% en in 2007: 5,92%). Alleen voorstellen tot dividendbeleid leidden in 2007 tot een hoger percentage tegenstemmen (13,74%).

Uit het onderhavige onderzoek blijkt dat in 2007 bij 27 van de 36 onderzochte Nederlandse vennootschappen delegatie van emissiebevoegdheid was geagendeerd. Het ging daarbij in totaal om 32 agendapunten omdat in vijf gevallen sprake was van een gesplitst agendapunt voor gewone aandelen respectievelijk preferente aandelen. Het voorstel tot delegatie van emissiebevoegdheid voor aandelen is in alle gevallen aangenomen. Bij acht van de negen overige vennootschappen was sprake van een vóór 2007 verleende delegatie die in 2007 nog van kracht was (par. 4.2.1).

III Best practice

Uitgangspunten

De hierna opgenomen *best practice*-aanbevelingen hebben als uitgangspunt dat het ter discretie van de aandeelhoudersvergadering (AvA) is om al dan niet te besluiten tot delegatie van emissiebevoegdheid en van de bevoegdheid om voorkeursrechten te beperken of uit te sluiten. De AvA moet in staat worden gesteld om tot een geïnformeerde en afgewogen besluitvorming daarover te komen. De *best practice*-aanbevelingen richten zich dan ook voor een belangrijk deel op (a) een eenduidige en afdoende toelichting op een daartoe strekkend voorstel en (b) een uitsplitsing van agenda-punten op grond van de onderscheiden vormen van delegatie (zoals gewone aandelen, financieringspreferente aandelen, beschermingspreferente aandelen en aandelen in het kader van personeelsparticipatieplannen).

Als een voorstel tot delegatie afwijkt van één of meer *best practice*-aanbevelingen dient dat in de toelichting te worden gemotiveerd.

a. Bij delegatie betrokken organen (zie par. 3.3)

Het ligt gezien de wettelijke taak- en bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap het meest voor de hand dat in geval van delegatie van emissiebevoegdheid het bestuur daartoe door de AvA wordt aangewezen. Om dezelfde reden dient statutair of in het delegatiebesluit vast te liggen dat aandelenuitgifte op basis van deze delegatie de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist.

In het delegatiebesluit kan worden opgenomen onder welke omstandigheden emissie op basis van deze delegatie niet de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist, zoals emissie in het kader van een door de AvA goedgekeurd personeelsparticipatieplan.

Er is geen reden om delegatie door de AvA van haar wettelijke bevoegdheden te onderwerpen aan goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan zoals van de RvC.

b. Agendering en toelichting (zie par. 4.3)

Bij het voorstel tot delegatie van emissiebevoegdheid dient een toelichting openbaar te worden gemaakt waarin de motieven voor dit voorstel en de voorwaarden voor uitoefening van de te delegeren bevoegdheid (waaronder het maximum aantal uit te geven aandelen, de delegatieperiode en de wijze van vaststelling van de uitgiftekoers) uiteen worden gezet. Deze toelichting dient op de website van de vennootschap te worden geplaatst en ten kantore van de vennootschap ter kennisgeving te worden neergelegd.

In geval van delegatie van emissiebevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht. In geval van delegatie van emissiebevoegdheid met verschillende doelstellingen (zoals beoogde acquisities of personeelsparticipatieplannen) dienen deze doelstellingen in de toelichting te worden gespecificeerd en dient delegatie van emissiebe-

voegdheid van aandelen in dezelfde klasse met verschillende doelstellingen afzonderlijk te worden geagendeerd.

c. Maximum aantal uit te geven aandelen (zie par. 5.3)

Het maximum aantal gewone aandelen of financieringspreferente aandelen uit te geven op basis van het delegatiebesluit dient te zijn afgestemd op de redelijkerwijs te verwachten financieringsbehoefte van de vennootschap (zoals wegens acquisities of reorganisaties) gedurende de periode waarvoor de delegatie wordt gevraagd. In de toelichting bij het voorstel dient dit maximum aantal te worden gemotiveerd.

Als geen materiële financieringsbehoefte in de beoogde delegatieperiode is voorzien, dient een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen of financieringspreferente aandelen te strekken tot uitgifte van maximaal 10% van het geplaatste kapitaal na uitgifte.

d. Delegatieperiode (zie par. 6.3)

Delegatie van emissiebevoegdheid dient te worden verleend voor een periode van maximaal achttien maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit.

Het delegatiebesluit dient te vermelden of de door de AvA verschafte delegatie door haar kan worden ingetrokken.

In geval van een nog lopende delegatieperiode dient het voorstel te worden geformuleerd als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de te verlenen delegatie blijft bestaan.

e. Toegestane uitgiftekoers (zie par. 7.3)

Het is de bevoegdheid en de verantwoordelijkheid van het bestuur als orgaan aan wie de emissiebevoegdheid is gedelegeerd en van de RvC als toezichthoudend orgaan om de uitgiftekoers zodanig te bepalen dat alle betrokken belangen, waaronder met name de belangen van aandeelhouders, in acht worden genomen. Indien de uitgiftekoers materieel (dat wil zeggen meer dan 10%) lager is dan de gemiddelde beurskoers van het betrokken aandeel over de voorafgaande periode van drie maanden, dan dient het bestuur dit via een persbericht en op de website van de vennootschap te melden met een toelichting op deze uitgiftekoers.

Het belang van aandeelhouders tegen verwatering als gevolg van een te lage uitgiftekoers wordt beschermd door hun wettelijk voorkeursrecht, waarbij wordt verwezen naar de aanbeveling onder f.

f. Uitsluiting en beperking van voorkeursrecht (zie par. 8.3)

Een aandelenemissie tegen een inbreng lager dan de beurskoers op het moment van emissie benadeelt houders van reeds uitgegeven aandelen, aangezien emissie tegen lagere inbreng leidt tot waardedaling van hun aandelen. Het wettelijk voorkeursrecht respectievelijk de verhandelbare claim die zij in dat kader ontvangen beschermt hen daartegen respectievelijk compenseert die waardedaling. Als naast

de emissiebevoegdheid ook de bevoegdheid tot het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht aan het bestuur wordt gedelegeerd valt deze waarborg weg.

Een zodanig gecombineerd delegatiebesluit dient er daarom in te voorzien dat:

- (i) bij het uitoefenen door het bestuur van deze beide bevoegdheden de waarde van de inbreng niet meer dan 10% lager is dan de gemiddelde beurskoers over de aan de emissie voorafgaande periode van drie maanden; en
- (ii) een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie op de website van de vennootschap wordt geplaatst, tezamen met een uiteenzetting en toelichting van de voorgenomen inbreng.

Daarnaast dient statutair of in het delegatiebesluit vast te liggen dat een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist.

g. Beschermingspreferente aandelen (zie par. 9.3)

Beschermingspreferente aandelen worden slechts uitgegeven:

- (i) als een tijdelijke, noodzakelijke en proportionele bescherming tegen een concrete bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap of een concrete bedreiging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming, de aandeelhouders, de werknemers en andere bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen en na zorgvuldige afweging van deze belangen;
- (ii) aan een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk¹ is ten opzichte van de vennootschap;
- (iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen;² en
- (iv) met als doel om het bestuur en de RvC van de vennootschap de tijd te verschaffen om in constructief overleg te treden met de bieder, om mogelijke alternatieven te verkennen, om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren of om de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de onder (i) vermelde belangen te beschermen.

In geval van een voorstel tot delegatie van de bevoegdheid tot het uitgeven van beschermingspreferente aandelen welke gedelegeerde bevoegdheid zal worden uitgeoefend door verlening van een call- of putoptie dient de toelichting een omschrijving te bevatten van:

1 Dat wil zeggen onafhankelijk ten opzichte van elkaar, het bestuur en welk deelbelang dan ook (par. 9.3).

2 Ervan uitgaande dat het maatschappelijk kapitaal in aandelen van eenzelfde bedrag is verdeeld conform art. 2:118 lid 2 BW.

- (v) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- (vi) het maximum aantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- (vii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen uitstaan;
- (viii) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en
- (ix) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon met welke de optieovereenkomst is of wordt gesloten.

Ingeval een call- of putoptie ter zake van beschermingspreferente aandelen is verleend vermeldt de vennootschap de hierboven (onder (v)-(ix)) vermelde gegevens ieder jaar in haar jaarverslag.

ENGLISH SUMMARY

I Subject, purpose and method of research

This research has been commissioned by Eumedion. The subject is the delegation of the power to resolve to issue shares – and, in connection with this, the power to restrict or preclude pre-emption rights to shares to be issued – by the annual general meeting of listed companies. The objective is to obtain an insight into *market practice* in respect of this delegation in the Netherlands and a number of international jurisdictions in order to establish *best practice* for Dutch listed companies.

Market practice is a description of the most common practice, as established by the research results. *Best practice* is the detailed interpretation of the general principles of good corporate governance based on legislation, jurisprudence, corporate governance guidelines and *market practice*. There may be valid reasons for departing from this best practice. These reasons may for example be linked to the composition of the shareholders' group or the structure of the company itself, but also to the market position of the company concerned or to the market within which the company operates. The board of directors must explain the proposed departures from *best practice* to enable the shareholders to form an opinion as to the desirability of these departures.

Market practice has been established on the basis of the results of the research set out in this report over the annual general (shareholders) meetings in 2007 and is reflected for each subject in Subsection 2 of Chapters 3-9. *Best practice* and the foundations thereof are provided for in Subsection 3 of Chapters 3-9.

The research focused on 36 Dutch listed companies, namely 12 companies which were quoted on AEX Index, AMX (*'Mid Caps'*) and AMS (*'Small Caps'*) in the relevant period. The companies selected covered a number of industries. These criteria were used to obtain a representative picture of market capitalisation and the nature of the businesses concerned. In the other jurisdictions (Germany, the United Kingdom, France and the United States), 12 companies from each jurisdiction were studied. The list of companies studied is attached as Appendix II.

The research is concluded by the end of December 2007.

II Market practice

Market practice in terms of the delegation of power to issue shares in the Netherlands has developed considerably over the past decade. Research conducted by Dutch Corporate Governance Services (DCGS) in 1997 showed that at that time by far the most common period for which the board of directors was authorised to issue shares was 3 to 5 years (Subsection 1.2.6). Current *market practice* is a delegation period of 18 months (Subsection 6.2.1).

The same research by DCGS showed that in 1997 the maximum number of shares to be issued on the basis of delegated issuing power was, in most cases, equivalent to the total amount of capital not yet subscribed (Subsection 1.2.6). Current *market practice* is to authorise an issue of ordinary shares up to a maximum of 10% of the subscribed capital – after issue –, to be increased to 20% if a share issue is held as part of a merger or acquisition (Subsection 5.2.1).

Research by Erasmus University in Rotterdam on decision-making at annual general meetings of Dutch listed companies in the period 1998 – 2002 showed that proposals to delegate issuing power and to preclude pre-emption rights '*provoked by far the most opposition*' among shareholders, although a proposal by the board of directors and supervisory board to this effect was only rejected by the general (shareholders) meeting (AGM) or withdrawn in a very limited number of cases (Subsection 1.2.6). This is confirmed by the Corporate Governance Monitoring Committee's reports dating from December 2006 and December 2007 (Section 1.2.6). These researches show that during general (shareholders) meetings a relatively high percentage of opposing votes is cast against proposals relating to the power to issue shares (in 2005: 13.01%, in 2006: 10% and in 2007: 6.62%) and relating to (authorisation to) exclude or limit shareholders pre-emption rights (in 2005: 12.6%, in 2006: 6.03% and in 2007: 5.92%). Only proposals relating to dividend policy resulted in 2007 to a higher percentage of opposing votes (13.74%).

The present research shows that delegation of the power to issue shares was on the agenda of 27 of the 36 Dutch companies studied in 2007. The total number of agenda items was 32, because in five cases the company included separate agenda items for ordinary shares and for preference shares. In all cases, the proposal to delegate the power to issue shares was adopted. In case of eight of the nine companies that did not include delegation of the power to issue shares on their agenda in 2007, this power was delegated before 2007 which delegation was still valid (par. 4.2.1).

III Best practice

Principles

The *best practice* recommendations stated below are based on the principle that it is at the discretion of the AGM whether or not to delegate the power to issue shares and

the power to restrict or preclude pre-emption rights. The AGM must be given the opportunity to come to an informed and balanced decision. The *best practice* recommendations therefore focus for the most part on (a) a clear and conclusive explanation of any proposal to this end and (b) the splitting of agenda items to reflect the different forms of delegation (e.g. ordinary shares, financing preference shares, anti-takeover preference shares and shares issued as part of staff participation schemes).

If a delegation proposal departs from one or more *best practice* recommendations, reasons for this must be given in the explanatory note.

a. Governing bodies involved in delegation (see Subsection 3.3)

In view of the statutory division of tasks and powers within the company, it is most obvious that where the power to issue shares is delegated, the board of directors is instructed to issue them by the AGM. For the same reason, the articles of association or the resolution to delegate must state that the issuing of shares based on this delegation requires the prior approval of the supervisory board.

The resolution to delegate may lay down the circumstances in which a share issue based on this delegation does not require the prior approval of the supervisory board, e.g. shares issued as part of a staff participation scheme approved by the AGM.

There is no reason to subject the AGM's delegation of its statutory powers to the approval of another body within the company, such as the supervisory board.

b. Agenda items and explanatory note (see Subsection 4.3)

A note on the proposal to delegate the power to issue shares must be published explaining the reasons for this proposal and the conditions under which the power to be delegated is to be exercised (including the maximum number of shares to be issued, the delegation period and the method of determining the issue price). This explanatory note must be placed on the company's website and lodged at the company's office for perusal.

Where the power to issue different types of shares is delegated, these proposals must be separate agenda items with separate explanatory notes. Where the power to issue shares is delegated with different objectives in mind (e.g. proposed acquisitions or staff participation schemes), these objectives must be itemised in the explanatory note, and delegation of the power to issue shares of the same class but with different objectives must be separate agenda items.

c. Maximum number of shares to be issued (see Subsection 5.3)

The maximum number of ordinary shares or financing preference shares to be issued on the basis of the resolution to delegate must be geared to the company's reasonably expected financing requirements (e.g. on account of acquisitions or reorganisations) during the period for which delegation is being requested. The reasons for this maximum number must be given in the notes to the proposal.

If no material financing requirement is envisaged in the proposed delegation period, an authorisation to issue ordinary shares or financing preference shares may relate to not more than 10% of the subscribed capital after issue.

d. Delegation period (see Subsection 6.3)

The power to issue shares may be delegated for a period not exceeding 18 months from the time of the resolution to delegate.

The resolution to delegate must state whether the delegation can be withdrawn by the AGM.

Where a delegation period is still in progress, the proposal must be worded as an extension of this current delegation, to prevent a lack of clarity as to whether the current delegation will continue alongside the delegation to be granted.

e. Permitted issue price (see Subsection 7.3)

It is within the power and the responsibility of the board of directors as the governing body to which the power to issue shares has been delegated and of the supervisory board as the supervisory body to determine an issue price which will take into account the interests of all concerned, including the interests of the shareholders in particular.

If the issue price is materially, i.e. more than 10%, lower than the average market price of the share concerned over the previous three-month period, the board of directors must state this by way of a press release and on the company's website in an explanatory note concerning this issue price.

The shareholders' interest in preventing dilution as a result of the issue price being too low is protected by their statutory pre-emption right, in respect of which please refer to the recommendation at f.

f. Precluding and restricting pre-emption rights (see Subsection 8.3)

A share issue in return for a contribution lower than the market price at the time of issue disadvantages the holders of shares already issued as an issue in return for a lower contribution will reduce the value of their shares. The statutory pre-emption right or the negotiable claim which they receive in this connection protects them against this or compensates for the reduction in value respectively. This safeguard is lost if both the power to issue shares and the power to preclude or restrict the preferential right are delegated to the board of directors.

Such a combined resolution to delegate must therefore provide that:

- (i) when these powers are jointly exercised by the board of directors, the value of the contribution must not be more than 10% lower than the average market price over the three-month period prior to the share issue; and
- (ii) a board decision based on this delegation is placed on the company's website, together with an explanation and notes on the proposed contribution.

In addition, the articles of association or the resolution to delegate must state that any board decision based on this delegation requires the prior approval of the supervisory board.

g. Anti-takeover preference shares (see Subsection 9.3)

Anti-takeover preference shares are only issued:

- (i) as a temporary, necessary and proportionate protection against a specific threat to the continuity of the company or its policy, or a specific threat to the interests of the company, its business, the shareholders, the employees and other stakeholders and its business and after careful consideration of these interests;
- (ii) to a legal entity of which the board of directors is independent¹ from the company;
- (iii) up to a maximum which may not exceed 100% of the nominal amount of the previously subscribed shares;² and
- (iv) with as objective to enable the board of directors and the supervisory board of the company to enter into a constructive dialogue with the bidder, to explore possible alternatives, to inform the shareholders of the company or to protect the continuity of the company or its policy and the interests described under (i).

In the event of a proposal to delegate the power to issue anti-takeover preference shares which will be exercised by granting a call or put option, the explanatory note must contain a description of:

- (v) the (draft) option agreement containing the conditions under which the option can be exercised;
- (vi) the maximum number of protective preference shares that can be issued;
- (vii) the maximum period for which the protective preference shares can be held;
- (viii) the conditions under which the company can withdraw the anti-takeover preference shares; and
- (ix) the composition of the board of directors of the legal entity with which the option agreement has been or will be concluded.

Where a call or put option has been issued in respect of anti-takeover preference shares, the company will provide the information referred to above (at (v)-(ix)) each year in its annual report.

¹ I.e. independent from each other, the company board and any partial interest (par. 9.3).

² Assuming that the authorised capital has been divided into shares of the same value as specified in Section 2:118, par. 2 of the Dutch Civil Code.

1. ONDERZOEKSOPDRACHT EN VERANTWOORDING

1.1 Onderzoeksopdracht

Eind 2006 heeft Eumedion¹ het Van der Heijden Instituut, Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R) van de Radboud Universiteit Nijmegen, de opdracht verleend om een onderzoek te verrichten naar de delegatie van emissiebevoegdheid bij beursgenoteerde vennootschappen.

De opdracht behelsde een onderzoek naar:

- *market practice* en *best practice* in een aantal jurisdicties betreffende de aanwijzing van het vennootschapsbestuur als orgaan dat bevoegd is te besluiten tot uitgifte van aandelen;
- het verschaffen van inzicht in gedragslijnen van (organisaties van) institutionele beleggers in die jurisdicties betreffende deze emissiemachtiging; en
- het verschaffen van handvatten voor institutionele beleggers om het agendapunt ‘*emissiemachtiging*’ te beoordelen.

Het onderzoek is verricht door mr. P.J. van der Korst, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme en prof. mr. G. van Solinge, en is gecoördineerd door mr. N. Lemmers (geassisteerd door Tom Saleminck). Het onderzoeksteam is geadviseerd door een stuurgroep van het OO&R, bestaande uit prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. R.M. Maatman en prof. mr. S.C.J.J. Kortmann. Daarnaast heeft mr. G.J.C. Rensen commentaar geleverd op de eindversie.

Het onderzoek is afgerond eind december 2007.

1.2 Methodologische verantwoording

1.2.1 Inleiding

Het onderzoek bestond uit een juridische analyse van de relevante wet- en regelgeving in de betrokken jurisdicties en een empirisch onderzoek naar de wijze waarop deze wet- en regelgeving in de praktijk wordt toegepast.

¹ Eumedion is een stichting die de belangen van de bij haar aangesloten institutionele beleggers behartigt op het terrein van corporate governance. Zie www.eumedion.nl.

Bij het juridisch en empirisch onderzoek zijn de volgende deelonderwerpen onderscheiden:

1. bij de delegatie betrokken organen;
2. agendering en toelichting;
3. maximum aantal uit te geven gewone aandelen;
4. delegatieperiode;
5. toegestane uitgiftekoers;
6. uitsluiting en beperking van voorkeursrecht;
7. beschermingspreferente aandelen.

1.2.2 Juridisch onderzoek

Bij het in kaart brengen van de wet- en regelgeving per betrokken jurisdictie is gebruikgemaakt van verscheidene informatiebronnen. Naast de Europese en nationale wet- en regelgeving en de bijbehorende wetsgeschiedenis zijn ook gedragscodes van institutionele beleggers en richtlijnen van stemadvies-organisaties in het onderzoek opgenomen.

Daarnaast heeft een literatuurstudie plaatsgevonden waarbij handboeken, naslagwerken en artikelen, zoals opgenomen in de literatuurlijst, zijn geraadpleegd.

De onderzochte jurisdicties zijn Nederland, Duitsland, Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten. De meest relevante wet- en regelgeving is opgenomen in Bijlage I.

1.2.3 Empirisch onderzoek

In aansluiting op het juridisch onderzoek is per jurisdictie empirisch onderzoek verricht.

De rapportage van de onderzoeksgegevens is ingedeeld conform de in par. 1.2.1 genoemde deelonderwerpen.

De onderzochte vennootschappen zijn beursgenoteerd, hetgeen betekent dat (vrijwel) alle onderzochte vennootschappen een Naamloze Vennootschap (NV), *Aktien-Gesellschaft* (AG), *Public Limited Company* (PLC), *Société Anonyme* (SA) respectievelijk *Incorporation* (Inc.) zijn. De lijst van onderzochte vennootschappen is opgenomen als Bijlage II.

Voor de uitvoering waren de onderzoekers afhankelijk van de beschikbaarheid van empirische informatie in de betrokken jurisdicties die in wisselende mate voorhanden bleek. De bronnen voor deze empirische gegevens waren de agenda's met toelichting voor de betrokken aandeelhoudersvergaderingen, de notulen van deze vergaderingen, de statuten, de jaarverslagen, websites en verdere algemeen beschikbare informatie.

1.2.4 Opzet rapport

In het onderzoeksrapport wordt eerst het juridische kader van delegatie van emissie-bevoegdheid in algemene zin beschreven (hoofdstuk 2). Vervolgens wordt in de hoofdstukken 3 tot en met 9 per deelonderwerp ingegaan op (i) het specifieke juridische kader, (ii) *market practice* en (iii) *best practice*.

Market practice is een beschrijving van de meest gangbare praktijk volgend uit de onderzoeksresultaten. *Best practice* is de nadere invulling van de algemene begin-selen van goede corporate governance gebaseerd op wetgeving, jurisprudentie, corporate governance-richtlijnen en *market practice*. Er kunnen valide redenen zijn om van deze algemene norm af te wijken. Die redenen kunnen zijn gelegen in bijvoorbeeld het aandeelhoudersbestand of in de structuur van de vennootschap zelf, maar ook in de marktpositie van de betrokken onderneming of de markt waarbinnen de vennootschap opereert. Het bestuur dient afwijkingen van *best practice* toe te lichten, zodat de aandeelhouders zich een oordeel kunnen vormen over de wenselijkheid van deze afwijkingen.

Market practice – vastgesteld op basis van de uitkomsten van het in dit rapport weergegeven onderzoek – is per onderwerp opgenomen in par. 2 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9.

Best practice en de onderbouwing daarvan zijn per onderwerp opgenomen in par. 3 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9.

1.2.5 Onderzochte vennootschappen en onderzoeksperiode

Onderzocht zijn 36 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, waarvan in de onderzoeksperiode twaalf vennootschappen behoorden tot AEX (Amsterdam Exchanges-Index), twaalf vennootschappen behoorden tot AMX (Amsterdam Midcap-Index) en twaalf vennootschappen behoorden tot AMS (Amsterdam Smallcap-Index). Bij de keuze van vennootschappen is daarnaast een spreiding naar branches gehanteerd. Met deze criteria is beoogd een representatief beeld te krijgen naar marktkapitalisatie en naar de aard van de ondernemingen.

In de andere jurisdicties (Duitsland, Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten) zijn twaalf vennootschappen per jurisdictie onderzocht. Dit buitenlandse deel van het empirisch onderzoek heeft een beperkte doelstelling, te weten een globaal beeld te krijgen van *market practice* in de betrokken jurisdicties. Dit onderzoeksdeel heeft daardoor het karakter van een steekproef en pretendeert niet een representatief beeld te geven. De lijst van onderzochte vennootschappen is opgenomen als Bijlage II.

Het empirisch deel van het onderzoek heeft betrekking op de jaarvergaderingen in 2007, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven.

1.2.6 Eerder onderzoek

Dutch Corporate Governance Services heeft in oktober 1997 een onderzoeksrapport gepubliceerd inzake (onder andere) de invloed van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen bij aandelenemissies. Daarbij is in kaart gebracht de emissiebevoegdheid bij de 50 destijds meest verhandelde beursfondsen. Uit dat onderzoek bleek dat bij het overgrote deel der onderzochte vennootschappen het bestuur was gemachtigd tot emissie voor een periode van drie tot vijf jaar. Het maximaal aantal uit te geven aandelen betrof in de meeste gevallen het totale niet geplaatste kapitaal.² De conclusie op dit onderdeel van Dutch Corporate Governance Services luidde dat de invloed van kapitaalverschaffers op de omvang van het aandelenkapitaal van de 50 beursfondsen die deel uitmaken van de AEX en Midcap-index beperkt was als gevolg van de gedelegeerde bevoegdheden.

De Monitoring Commissie Corporate Governance heeft in 1998, in opdracht van Amsterdam Exchanges N.V. en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), gerapporteerd over haar *'eenmalige monitoring van de wijze waarop de beursgenoteerde ondernemingen de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance hebben nageleefd'*.³ In het onderzoek is een overzicht opgenomen omtrent de beperkingen van de invloed van aandeelhouders bij 159 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Een van de onderzochte onderwerpen van besluitvorming was *'wijziging kapitaal'*. Volgens dit onderzoeksverslag was in 124 van de 159 onderzochte gevallen op dit punt sprake van beperking van de invloed van individuele aandeelhouders (in 100 gevallen aangeduid als: *'AvA kan er niets meer aan doen'* en in 24 gevallen als *'AvA kan nog tegen stemmen'*). Uit het rapport blijkt niet welke juridische vorm deze beperkingen hadden.

In oktober 2003 publiceerde de Erasmus Universiteit Rotterdam het rapport *'Aandelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002'*.⁴ Deze rapportage bevat de conclusie dat in de onderzochte periode sprake was van een toenemend aantal stemmen tegen voorgestelde besluitvorming. Uit het onderzoek bleek dat van de 1583 onderzochte agendapunten in totaal slechts vier voorstellen waren ingetrokken en vijf voorstellen waren verworpen. Het agendapunt dat blijkens dit onderzoek verreweg de meeste weerstand opriep was de machtiging tot uitgifte van aandelen met beperking

2 In Bijlage III is opgenomen het schematisch overzicht van dit deel van het onderzoek en de uitgewerkte conclusie van het onderzoek.

3 Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998).

4 De Jong/Mertens/Roosenboom (2003).

of uitsluiting van het voorkeursrecht. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) en gevolmachtigden van buitenlandse beleggers stemden het meest tegen voorstellen of onthielden zich van stemming.

De rapporten van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit december 2006 en december 2007⁵ bevestigen dit beeld. Uit deze onderzoeken blijkt dat een relatief hoog percentage tegenstemmen werd uitgebracht tegen voorstellen tot machtiging tot uitgifte van aandelen (in 2005: 13,01%, in 2006: 10% en in 2007: 6,62%) en tegen voorstellen tot uitsluiting van het voorkeursrecht van aandeelhouders (in 2005: 12,6%, in 2006: 6,03% en in 2007: 5,92%). Alleen voorstellen tot dividendbeleid leidden in 2007 tot een hoger percentage tegenstemmen (13,74%).

1.2.7 Terminologie

In dit rapport wordt voor de benaming van organen van buitenlandse vennootschappen en andere vennootschapsrechtelijke termen aangesloten bij de Nederlandse terminologie, met de kanttekening dat deze termen geen sluitende equivalenten zijn. De termen machtiging, delegatie en aanwijzing worden – mede ten behoeve van de leesbaarheid – als synoniemen gebruikt.

5 Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006) en Monitoring Commissie Corporate Governance (2007).

2. ALGEMEEN JURIDISCH KADER

2.1 Wettelijk kader

2.1.1 Europees recht

De wettelijke regelingen over delegatie van emissiebevoegdheid in de onderzochte Europese jurisdicties zijn gebaseerd op de Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG).¹ Deze richtlijn beoogt een gelijkwaardige bescherming van aandeelhouders en schuldeisers van NV's in de Europese Gemeenschap te bewerkstelligen door harmonisatie van wettelijke bepalingen van de lidstaten inzake de oprichting van een NV en instandhouding, verhoging en vermindering van hun kapitaal. De richtlijn is gestoeld op art. 48 EG-Verdrag. Aan de richtlijn is door Nederland op 1 september 1981 uitvoering gegeven door de Aanpassingswet Tweede EG-Richtlijn (par. 2.1.2).²

Art. 25 van deze richtlijn bepaalt dat elke kapitaalverhoging plaatsvindt krachtens een besluit van de AvA. Bij statuten, in de oprichtingsakte of door een besluit van de AvA kan de bevoegdheid tot verhoging van het kapitaal aan een ander orgaan worden toegestaan tot een maximumbedrag dat vooraf wordt vastgesteld. Dit orgaan heeft deze bevoegdheid gedurende ten hoogste vijf jaar. Deze bevoegdheid kan door de algemene vergadering telkens voor ten hoogste vijf jaar worden verlengd.³

De Tweede EG-Richtlijn bevat voor de lidstaten een verplichting tot minimumharmonisatie voor hun wetgeving omtrent kapitaalvennootschappen. Minimumharmonisatie bewerkstelligt een gemeenschappelijke regeling maar geeft nationale wetgevers de bevoegdheid om verdergaande eisen te stellen. Dit in tegenstelling tot een verplichting tot maximumharmonisatie, waarbij voor de nationale wetgevers geen mogelijkheid bestaat om van het bepaalde in de EG-Richtlijn af te wijken.

1 Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van art. 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *PbEG* 1977, L 26, p. 1.

2 Wet van 15 mei 1981 tot aanpassing van de wetgeving aan de Tweede Richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, *Stb.* 1981, 332.

3 Art. 25 Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG). Bijlage I bevat de tekst van art. 25 Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG).

2.1.2 Wet- en regelgeving in Nederland

a. Wetgeving

Met emissie van aandelen wordt in de eerste plaats beoogd kapitaal aan te trekken om te voldoen aan de kapitaalbehoefte van de vennootschap. Daarnaast kan een overname door de vennootschap worden gefaciliteerd door de uitgifte van aandelen aan de verkopende partij(en).

De vennootschap kan voor deze doeleinden gewone aandelen of financieringspreferente aandelen uitgeven.⁴ Financieringspreferente aandelen zijn aandelen waaraan bijzondere financiële, statutair omschreven rechten zijn verbonden. Afhankelijk van de regeling in de statuten verschaffen zij preferente aanspraak bij uitkering van dividend of bij de verdeling van het liquidatiesaldo na ontbinding, dan wel beide. Preferente aandelen kunnen een cumulatief karakter hebben in die zin dat, als de balans en de jaarwinst in enig jaar het de vennootschap niet mogelijk maakt het preferente dividend volledig uit te keren, het niet uitbetaalde dividend in een volgend jaar wordt uitgekeerd voor zover balans en jaarwinst dat dan toelaat.

Daarnaast kan met een aandelenemissie worden beoogd de zeggenschapsverhoudingen binnen de AvA te beïnvloeden, met name door de uitgifte van beschermingspreferente aandelen of prioriteitsaandelen. Uitgifte van beschermingspreferente aandelen dient ertoe om de zeggenschap te neutraliseren van een aandeelhouder die een ongewenst controlerend belang opbouwt (par. 9.1.1). Prioriteitsaandelen strekken ertoe om aan de houder specifieke stemrechten toe te kennen. In beide gevallen wordt bewerkstelligd dat met een relatief geringe kapitaalbijdrage een relatief grote mate van zeggenschap wordt verworven.

Bij NV's berust de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij de AvA. Bij besluit van de AvA of krachtens de statuten kan een ander vennootschapsorgaan worden aangewezen aan wie de bevoegdheid tot uitgifte toekomt.⁵ De aanwijzing heeft karakteristieken van een volmacht⁶ in die zin dat de AvA haar wettelijke bevoegdheid tot emissie verleent aan het bestuur.

De bevoegdheid tot uitgifte kan ten aanzien van alle aandelen of ten aanzien van aandelen van een bepaalde soort worden gedelegeerd. Kent de vennootschap verschillende soorten aandelen, dan is voor de geldigheid van het besluit van de AvA tot uitgifte of tot delegatie van de uitgiftebevoegdheid een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep houders van aandelen van eenzelfde soort vereist aan wier rechten het besluit afbreuk doet.⁷ Binnen acht dagen na het besluit tot uit-

4 Honée (1998).

5 Art. 2:96 lid 1 BW.

6 Art. 3:60 jo. 3:79 BW.

7 Art. 2:96 lid 2 BW. Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 236.

gifte of tot aanwijzing legt de NV de volledige tekst van het daartoe strekkend besluit neer ten kantore van het handelsregister.⁸

Van de interne besluitvorming, te weten het delegatie- en het emissiebesluit, moet worden onderscheiden de daarop volgende plaatsing van aandelen. Deze plaatsing is een meerzijdige rechtshandeling tussen de vennootschap en de partij(en) bij wie de aandelen worden geplaatst. Bij plaatsing geldt als hoofdregel dat een 'intern' gebrek aan de besluitvorming binnen de vennootschap niet aan een derde te goeder trouw kan worden tegengeworpen.⁹ De derde die te goeder trouw nieuw uitgegeven aandelen van een vennootschap krijgt mag er van uitgaan dat het bestuur tot plaatsing van de aandelen bevoegd is (ongeacht of dit op basis van een emissiebesluit van de AvA, een delegatiebesluit of de statuten plaatsvindt), aangezien het bestuur onbeperkt en onvoorwaardelijk tot vertegenwoordiging bevoegd is voor zover niet uit de wet anders voortvloeit.¹⁰ De algemene vergadering kan aan de aanwijzing voorwaarden en beperkingen verbinden die niet in de wet zijn genoemd.¹¹ In beginsel draagt de AvA de emissiebevoegdheid over en is zij dus gedurende de delegatiebevoegdheid niet tot emissie bevoegd, tenzij zij zich de bevoegdheid heeft voorbehouden ook zelf nog tot emissie te kunnen overgaan.¹²

Aandeelhouders hebben in beginsel een voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen naar evenredigheid van hun aandelenbezit.¹³ Dit voorkeursrecht biedt een waarborg voor aandeelhouders dat hun financiële belang en hun zeggenschapsrechten niet als gevolg van een aandelenemissie tegen hun zin verwatert. De AvA kan het orgaan waaraan zij emissiebevoegdheid heeft gedelegeerd ook aanwijzen als bevoegd orgaan om het voorkeursrecht te beperken of uit te sluiten (par. 8.1.1).¹⁴

8 Art. 2:96 lid 3 BW. Niet-naleving van dit voorschrift is een economisch delict (art. 1 sub 4^o WED).

9 Art. 2:16 lid 2 BW.

10 Art. 2:130 lid 3 BW. Zie hierover Maeijer (1991), p. 43 e.v., Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 235.1, Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 56, Timmerman (1991), p. 69 en 97. Van Olfen (2002), p. 32 en Dortmund (2000), p. 173 menen dat bij een onbevoegd genomen emissiebesluit ook de emissie zelf ongeldig is en art. 2:16 lid 2 BW moet worden toegepast. Zie HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (*Janssen/Pers*): een emissiebesluit van de AvA en een daarmee samenhangend besluit tot statutenwijziging waren kort voor emissie ingetrokken. Volgens de Hoge Raad staat het intrekkingbesluit in de weg aan de geldigheid van de uitvoeringshandelingen 'ook indien de beoogde verkrijgers van die aandelen en/of degenen die de vennootschap bij die rechtshandeling vertegenwoordigen, nog niet van het intrekkingbesluit op de hoogte zijn'. De Hoge Raad voegde daaraan toe: 'In het midden kan blijven welke rechtsgevolgen een dergelijke gang van zaken heeft in de verhouding tussen de vennootschap en de beoogde verkrijgers'. Wellicht wordt bedoeld dat de wederpartij dan een vordering tot nakoming of schadevergoeding openstaat, aldus Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 56 en 98.

11 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235 en MvA I, *Bundel NV en BV*, p. IXm-191.

12 Interimrapport Commissie Vennootschapsrecht over het ontwerp 2e EG-Richtlijn, *Bundel NV en BV*, p. VIb-43 en Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235.

13 Art. 2:96a BW.

14 Art. 2:96a lid 6 BW.

b. Beursregels

Vennootschappen wier effecten zijn genoteerd aan NYSE Euronext Amsterdam onderwerpen zich door ondertekening van de noteringsovereenkomst aan de Euronext-regelgeving, die bestaat uit *Euronext Rule Book I* en *Euronext Rule Book II*. In Euronext Rule Book I is de gemeenschappelijke regelgeving opgenomen die geldt voor de vijf beurzen die deel uitmaken van Euronext N.V.¹⁵ Euronext Rule Book II bevat regelingen die louter van toepassing zijn op de beurs(handel) van NYSE Euronext Amsterdam. In het gemeenschappelijke Euronext Rule Book I is geen regelgeving ten aanzien van de delegatie van emissiebevoegdheid opgenomen.

In Euronext Rule Book II (Bijlage X) van NYSE Euronext Amsterdam waren voorschriften opgenomen met betrekking tot beschermingsmaatregelen.¹⁶ Deze bijlage bevatte onder meer voorschriften over de betrokkenheid van de AvA en de RvC bij uitgifte van beschermingspreferente aandelen, de onafhankelijkheid van de rechtspersoon bij wie de beschermingspreferente aandelen worden geplaatst ten opzichte van de beursgenoteerde vennootschap en het maximum aantal te plaatsen beschermingspreferente aandelen (par. 9.1.1). Ter gelegenheid van de inwerkingtreding van de nieuwe biedingsregels in de Wft en Boek 2 BW, die heeft plaatsgevonden bij de Wet ter implementatie van de overnamerichtlijn (oktober 2007), heeft NYSE Euronext Amsterdam in december 2007 Bijlage X ingetrokken.¹⁷ Statutenwijziging door de vennootschap vereist nog wel voorafgaand overleg met NYSE Euronext Amsterdam.¹⁸

*2.1.3 Wet- en regelgeving in Duitsland**a. Wetgeving*

De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen door een *Aktiengesellschaft* (AG) berust in Duitsland bij de *Hauptversammlung* (AvA). Aan de *Vorstand* (het bestuur) kan in de statuten deze bevoegdheid worden gedelegeerd voor een periode van maximaal vijf jaar, te rekenen vanaf de oprichting van de vennootschap.¹⁹ Deze machtiging kan bij statutenwijziging telkens voor vijf jaar worden verleend of verlengd.²⁰ Een dergelij-

15 Euronext NV beheert Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Paris, Euronext Lisbon en Euronext Liffé (derivaten).

16 Bijlage X (oud) bij A-2.7 Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market, Euronext Rule Book II.

17 NYSE Euronext Amsterdam Notice 2007-051 van 14 december 2007 en Nota van Toelichting bij het Besluit houdende implementatie van Richtlijn nr. 2004/25/EG en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (Besluit openbare biedingen Wft), *Stb.* 2007, 202.

18 Rule A 2705/2 (iii).

19 § 202(1) AktG.

20 § 202(2) AktG.

ke statutenwijziging vereist een meerderheid in de AvA van ten minste drievierde van het op de AvA vertegenwoordigde kapitaal. De statuten kunnen verdergaande (meerderheids)eisen stellen aan dit besluit.²¹

Indien de vennootschap meerdere soorten aandelen heeft uitgegeven, dient voor elke soort aandelen een afzonderlijke machtiging in de statuten te zijn opgenomen. Het bestuur dient de machtiging tot uitgifte van aandelen te deponeren bij het Handelsregister;²² dit is een vereiste voor de inwerkingtreding van de machtiging.²³ Uitgifte van aandelen op grond van deze machtiging vereist de goedkeuring van de *Aufsichtsrat* (RvC).²⁴

Het bestuur en de RvC dienen het besluit tot uitgifte van aandelen te deponeren bij het Handelsregister.²⁵

Iedere aandeelhouder komt in beginsel een pro rata-voorkeursrecht toe ter zake van nieuw uit te geven aandelen.²⁶ Dit voorkeursrecht kan bij besluit van de AvA geheel of gedeeltelijk worden beperkt of uitgesloten. Een dergelijk besluit vereist een meerderheid van ten minste drievierde van het op de AvA vertegenwoordigde kapitaal.²⁷ Het bestuur kan door de AvA worden gemachtigd het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders te beperken of uit te sluiten.²⁸

Het Duitse recht kent twee soorten *Vorzugsaktien* (preferente aandelen), te weten preferente aandelen met en zonder stemrecht.²⁹ Preferente aandelen verschaffen dezelfde rechten als andere aandeelhouders maar met preferentie ten aanzien van de voor uitkering vatbare winst en reserves. De dividendaanspraak kan een cumulatief karakter hebben.³⁰

b. Beursregels

De *Frankfurter Wertpapierbörse* kent een reglement dat van toepassing is op de aldaar genoteerde effecten. In dit reglement³¹ zijn geen bepalingen opgenomen ten aanzien van de delegatie van emissiebevoegdheid.

21 § 202(2) AktG.

22 § 181(1) AktG (*Eintragung der Satzungsänderung*).

23 § 181(3) AktG.

24 § 202(3) AktG (*Voraussetzungen*).

25 Henn (2003), p. 326-346 en § 203(1) AktG (*Ausgabe der neuen Aktien*) jo. § 188(1) (*Anmeldung und Eintragung der Durchführung*).

26 § 186(1) AktG (*Bezugsrecht*).

27 § 186(3) AktG.

28 § 203(2) AktG (*Ausgabe der neuen Aktien*) jo. § 204(1) en (2) AktG (*Bedingungen der Aktienausgabe*). Zie ook art. 2.2.2 Deutscher Corporate Governance Kodex versie 12 juni 2006.

29 § 12(1) AktG (*Stimmrecht. Keine Mehrstimmrechte*).

30 § 140(1) en (2) AktG (*Rechte der Vorzugsaktionäre*).

31 *Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse*, versie 26 maart 2007.

2.1.4 Wet- en regelgeving in het Verenigd Koninkrijk

a. Wetgeving

Naar het Engelse recht voorafgaand aan de Companies Act 1985 waren de *directors* (het bestuur) van een *Public Limited Company* (PLC) bevoegd tot uitgifte van aandelen. Blijkens jurisprudentie leidde dit tot misbruik van deze bevoegdheid.³² Volgens de Companies Act 1985 heeft het bestuur deze bevoegdheid als het daartoe is gemachtigd hetzij door een besluit van de ‘*company in general meeting*’ (AvA) of krachtens de *companies articles* (statuten).³³ De machtiging tot uitgifte kan worden afgegeven voor een specifieke emissie, maar een algemene machtiging is gebruikelijker.³⁴ De machtiging moet het maximaal uit te geven aandelen vermelden dat mag worden uitgegeven. Door uitgifte van aandelen mag het maatschappelijk kapitaal zoals vastgesteld ten tijde van de machtiging niet worden overschreden. Indien het bestuur gemachtigd wordt tot het verlenen van rechten op aandelen die ook na het einde van de machtigingsperiode kunnen worden uitgeoefend dient dat in de machtiging te zijn omschreven.

Een machtiging wordt afgegeven voor een periode van maximaal vijf jaar.³⁵ Dit geldt ook indien de delegatie bij oprichting in de statuten is opgenomen. De machtiging kan te allen tijde door een besluit van de AvA, zonder gekwalificeerde meerderheidseisen, worden gewijzigd, ingetrokken of verlengd.³⁶

Een afschrift van het besluit van de AvA tot vaststelling, wijziging, vernieuwing of intrekking van de bevoegdheid van het bestuur tot uitgifte van aandelen, dient te worden gedeponereerd bij de *Registrar of Companies*.³⁷ Van dit besluit dient ook melding te worden gemaakt in een landelijk verspreid dagblad.³⁸

Aandeelhouders hebben bij uitgifte van nieuwe aandelen tegen inbreng in geld een voorkeursrecht.³⁹ Dit voorkeursrecht geldt niet bij emissie van aandelen tegen inbreng anders dan in geld.⁴⁰ Het voorkeursrecht kan in geval van uitgifte van een bij-

32 Zie onder meer *Hogg v Cramphorn* (1967), Ch. 254 en *Bamford v Bamford* (1970), Ch. 212, in: Morse (2005), p. 133.

33 Section 80(1) Companies Act 1985. Na invoering van de Companies Act 2006 (beoogd per 1 oktober 2008): section 551.

34 Section 80(3) Companies Act 1985. Morse (2005), p. 133.

35 Section 80(4) Companies Act 1985.

36 Section 80(4) Companies Act 1985. Morse (2005), p. 76.

37 De *Registrar of Companies* is het Engelse equivalent van het Handelsregister. Een besluit dient binnen vijftien dagen aan de Registrar te worden gemeld; section 380 onderdeel 1 en 2 Companies Act 1985.

38 Section 711 Companies Act 1985.

39 Section 89(1) Companies Act 1985.

40 Section 89(4) Companies Act 1985.

zondere klasse van aandelen (waaronder *employee shares*) worden beperkt tot de houders van de betrokken soort.⁴¹ Het bestuur kan door de AvA worden gemachtigd om voorkeursrechten van de aandeelhouders uit te sluiten of te beperken indien het bevoegd is tot uitgifte van aandelen op grond van een algemene machtiging.⁴² Heeft het bestuur niet een specifieke machtiging verkregen, dan kan het voorkeursrecht alleen worden beperkt door een besluit van de AvA op voorstel van het bestuur.⁴³ Het voorstel van het bestuur dient dan te worden vergezeld door een schriftelijke toelichting waarin het bestuur de redenen voor het voorstel, de prijs voor de uit te geven aandelen en de waarderingsmethode voor prijsbepaling van het aandeel uiteenzet.⁴⁴ Als deze toelichting onjuist of misleidend is, dan is degene door wiens opzet of bewuste roekeloosheid deze onjuistheid of misleidendheid is veroorzaakt strafbaar.⁴⁵ De delegatie tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht kan door een besluit van de AvA worden verlengd of ingetrokken.⁴⁶

In de statuten kan het maatschappelijk kapitaal in verschillende klassen van aandelen worden verdeeld.⁴⁷ De statuten kunnen bepalen dat de vennootschap preferente aandelen kan uitgeven. Preferente aandelen zijn aandelen waaraan bijzondere rechten zijn verbonden. Het is gebruikelijk om aan preferente aandelen een preferente aanspraak op dividend en liquidatiesaldo toe te kennen.⁴⁸ De specifieke rechten die zijn verbonden aan de preferente aandelen worden vastgelegd in de statuten, in het *Memorandum of association* (akte van oprichting) of in de uitgiftevoorwaarden. Aan preferente aandelen zijn in beginsel dezelfde stemrechten verbonden als aan gewone aandelen.⁴⁹ Het is echter mogelijk de houders van preferente aandelen slechts in bepaalde omstandigheden stemrecht te verlenen, bijvoorbeeld indien over het uitkeren van winst op preferente aandelen wordt besloten.⁵⁰

b. Beursregels

In het reglement van de London Stock Exchange (LSE) dat van toepassing is op de handel aan de LSE – de *Listing Rules* – zijn geen bepalingen opgenomen ten aanzien van de delegatie van emissiebevoegdheid behoudens de beperkingen in geval van een openbaar bod (par. 9.1.2). De Pre-Emption Group⁵¹ heeft een ‘*Statement of Principles*’

41 Section 89(2) en (4) Companies Act 1985.

42 Morse (2005), p. 134.

43 Section 95(2) Companies Act 1985.

44 Section 95(5) Companies Act 1985.

45 Section 95(6) Companies Act 1985.

46 Section 95(3) Companies Act 1985. Na invoering van de Companies Act 2006 (beoogd per 1 oktober 2008): section 570-571.

47 In de literatuur wordt daarvoor het begrip ‘*classes*’ gebruikt. Zie onder meer Lowry/Dignam (2003), p. 159-167 en Morse (2005), p. 205-213.

48 Morse (2005), p. 206.

49 Section 370(6) Companies Act 1985.

50 Morse (2005), p. 207.

opgesteld over de uitgangspunten en principes die dienen te gelden bij het uitsluiten of beperken van voorkeursrechten (par. 8.1.2).

2.1.5 Wet- en regelgeving in Frankrijk

a. Wetgeving

Het Franse recht onderscheidt bij een *Société Anonyme* (SA) een jaarlijkse AvA (*assemblée générale*) en een bijzondere AvA (*assemblée générale extraordinaire*).⁵² De bijzondere AvA is bevoegd tot uitgifte van aandelen.⁵³ De bijzondere AvA kan deze bevoegdheid aan de *directoire* of de *conseil d'administration* (het bestuur)⁵⁴ delegeren voor een maximumduur van 26 maanden.⁵⁵ Het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap kan op zijn beurt deze bevoegdheid delegeren aan één of meer *directeurs généraux* (bestuurders).⁵⁶

Wanneer de AvA besluit tot machtiging met betrekking tot een bepaalde soort van effecten spreekt de wet van een individuele autorisatie (*autorisation individuelle*). De machtiging tot het uitgeven van effecten kan ook van algemene aard zijn, dat wil zeggen de bevoegdheid tot uitgifte van alle soorten aandelen, in beginsel tot aan het maatschappelijk kapitaal (*autorisation globale*).

Naar Frans recht geldt in beginsel een voorkeursrecht voor aandeelhouders bij uitgifte van aandelen.⁵⁷

De bijzondere AvA kan dit voorkeursrecht geheel of gedeeltelijk opzijzetten.⁵⁸ De bijzondere AvA kan bij beursgenoteerde vennootschappen ook bepalen dat de aandeelhouders gedurende een beperkte periode op basis van prioriteit op de uit te geven aandelen kunnen inschrijven.⁵⁹ De bijzondere AvA moet separaat besluiten of zij het bestuur ook machtigt over te gaan tot een uitgifte met beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht.

51 De Pre-Emption Group is een commissie waarin beursgenoteerde vennootschappen, institutionele beleggers en corporate finance-deskundigen zijn vertegenwoordigd en die (niet-bindende) richtlijnen publiceert met betrekking tot voorkeursrechten bij uitgifte van aandelen (www.pre-emption-group.org.uk).

52 Art. L225-96 t/m L225-98 Code de Commerce.

53 Art. L225-129 Code de Commerce.

54 Er zijn twee alternatieve vormen van bestuur, te weten *société au directoire* en *conseil d'administration*. Van *société au directoire* wordt gesproken bij een vennootschap die het one tier board-model hanteert, van *conseil d'administration* wordt gesproken bij een vennootschap die het two tier board-model hanteert.

55 Art. L225-129-1 en L225-129-2 Code de Commerce.

56 Art. L225-129-4 Code de Commerce.

57 Art. L225-132 Code de Commerce.

58 Art. L225-135 Code de Commerce.

59 Art. L225-135 Code de Commerce.

De bijzondere AvA besluit ten aanzien van delegatie van emissiebevoegdheid op grond van een rapport dat is opgesteld door de *commissaire aux comptes*, een functionaris van de vennootschap die is belast met het opstellen en inrichten van de jaarrekening.⁶⁰

Het bestuur stelt een verslag op in het geval dat het de gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van aandelen heeft uitgeoefend.⁶¹

b. Beursregels

In het Euronext Rule Book II (par. 2.1.2) dat van toepassing is op de handel van NYSE Euronext Paris zijn geen bepalingen opgenomen ten aanzien van de delegatie van emissiebevoegdheid.

2.1.6 Wet- en regelgeving in de Verenigde Staten

a. Wetgeving

De Verenigde Staten kennen een federaal rechtssysteem. Iedere afzonderlijke staat is bevoegd tot het vaststellen van haar eigen vennootschapsrecht met uitzondering van een aantal onderwerpen dat federaal geregeld is, zoals beëindiging van de vennootschap. Het federale recht kent geen voorschriften over emissie van aandelen. Van de twaalf onderzochte vennootschappen zijn tien vennootschappen onderworpen aan het recht van Delaware. De twee andere onderzochte vennootschappen zijn onderworpen aan het recht van de staat West Virginia, respectievelijk de staat New Jersey.

De *Model Business Corporation Act* (MBCA) is niet een wet in formele zin. Het is een model-wet, in 1943 opgesteld en van tijd tot tijd geactualiseerd door de American Bar Association. De MBCA is in circa 35 staten geïncorporeerd in het federale vennootschapsrecht. Volgens de MBCA is het bestuur in beginsel bevoegd tot uitgifte van aandelen maar de statuten kunnen bepalen dat deze bevoegdheid aan de AvA toekomt.⁶² Iedere uitgifte van aandelen (of het verlenen van rechten op aandelen) vereist de goedkeuring van de AvA als sprake is van uitgifte tegen inbreng in natura of als de uitgifte betrekking heeft op meer dan 20% van het stemrecht.⁶³ Voor deze goedkeuring door de AvA geldt een quorumeis van 50%.

Volgens de MBCA hebben aandeelhouders geen voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen, tenzij de statuten anders bepalen.⁶⁴ Daarnaast bevat deze model-wet

60 Art. L225-129-6 Code de Commerce; zie ook art. L443-5 Code du Travail. De *commissaire aux comptes* is een functionaris van de vennootschap die belast is met het opstellen en inrichten van de jaarrekening.

61 Art. L225-129-5 Code Commerce.

62 § 6.21 Model Business Corporation Act.

63 § 6.21 (f) Model Business Corporation Act.

64 § 6.30 (a) (*Shareholders' preemptive rights*) Business Model Corporation Act.

een uitgewerkte regeling van voorkeursrechten die gelden indien daarvoor in de statuten wordt gekozen.⁶⁵

De Delaware Corporation Code wijkt op belangrijke onderdelen af van de MBCA. In de Delaware Corporation Code is bepaald dat het bestuur te allen tijde aandelen en rechten op het nemen van aandelen mag uitgeven voor zover het maatschappelijk kapitaal daarvoor ruimte biedt.⁶⁶ Het is mogelijk verschillende soorten aandelen uit te geven met onderscheiden rechten.⁶⁷ Hieronder kunnen ook soorten aandelen worden opgenomen met rechten die vergelijkbaar zijn met rechten die voor Nederlandse preferente aandelen gelden.⁶⁸ Aandelen kunnen zowel aan bestaande aandeelhouders als nieuwe aandeelhouders worden uitgegeven. Aandeelhouders hebben volgens de Delaware Corporation Act geen voorkeursrecht, tenzij de statuten anders bepalen.

In de New Jersey Corporation Act is eveneens bepaald dat het bestuur te allen tijde bevoegd is aandelen uit te geven voor zover het maatschappelijk kapitaal daarvoor ruimte biedt.⁶⁹ Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht tenzij dit in de statuten is vastgelegd.⁷⁰ In de West Virginia Business Corporation Act is de bevoegdheid aandelen uit te geven toegekend aan het bestuur, tenzij die bevoegdheid bij statuten aan de AvA is toegekend.⁷¹ Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht tenzij in de statuten een voorkeursrecht is vastgelegd.⁷²

b. Beursregels

De beursregels van de New York Stock Exchange (NYSE) schrijven voor dat in een aantal gevallen goedkeuring van de AvA is vereist voor uitgifte van aandelen. Dit is met name het geval indien aandelen of converteerbare rechten worden uitgegeven aan ‘*Related Parties*’ (een bestuurder, een houder van ten minste 5% van het geplaatste kapitaal of een groepsmaatschappij) en deze uit te geven aandelen meer dan 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. In geval van uitgifte aan een houder van ten minste 5% van het geplaatste kapitaal ligt deze drempel op 20% van het geplaatste

65 Door het opnemen in de statuten van de bepaling ‘*the corporation elects to have pre-emptive rights*’ – § 6.30 (b) Model Business Corporation Act.

66 § 161, Issuance of additional stock, Delaware Corporation Act, § 157 sub a (Rights and options respecting stock). De voorwaarden van een optie op aandelen – waaronder de duur en de methode van prijsbepaling – dienen te worden opgenomen in de statuten of door het bestuur door middel van een verklaring aan te worden gehecht.

67 § 151 sub a (Classes and series of stock; redemption; rights).

68 § 151 sub c en d (Classes and series of stock; redemption; rights).

69 § Art. 14A:7-2 sub a en b (Issuance of shares in classes and series; board action), New Jersey Business Corporation Act.

70 Art. 14A:5-29 sub a (Preemptive rights), New Jersey Business Corporation Act.

71 § 31D-6-621 (Issuance of shares), West Virginia Business Corporation Act.

72 § 31D-6-630 (Shareholders’ preemptive rights), West Virginia Business Corporation Act.

te kapitaal, mits de aandelen worden uitgegeven tegen storting in geld en wel tegen ten minste de nominale waarde en de beurswaarde (*'book and market value'*).⁷³

Ook schrijven de NYSE-beursregels goedkeuring van de AvA voor in geval van emissie van aandelen die meer dan 20% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, tenzij op deze emissie publiekelijk kan worden ingeschreven dan wel wanneer op deze aandelen ten minste de nominale waarde en de beurswaarde (*'book and market value'*) in geld wordt gestort.⁷⁴

2.2 Richtlijnen

2.2.1 Corporate governance-regels

De *'40 aanbevelingen'* van de Commissie Peters uit 1997 bevatten een aantal punten aan de hand waarvan de rol en de invloed van de kapitaalverschaffers kunnen worden getoetst. Het gaat daarbij om onderwerpen waarop kapitaalverschaffers naar het oordeel van de commissie invloed zouden moeten kunnen uitoefenen. Een van deze onderwerpen was *'de omvang en de samenstelling van het aandelenkapitaal, zoals ten aanzien van soorten aandelen/certificaten, voorgenomen emissies, inkoop van eigen aandelen, optieplannen, verhandelbaarheidsaspecten en het voorkeursrecht'*.⁷⁵

De Nederlandse Corporate Governance Code van de Commissie Tabaksblat uit december 2003⁷⁶ (Code Tabaksblat) bevat de best practice-bepaling (IV.3.7) dat indien de wet of de statuten van de vennootschap een goedkeuringsrecht aan de AvA verlenen, of het bestuur dan wel de RVC een delegatie van bevoegdheden vraagt (bijvoorbeeld tot uitgifte van aandelen), het bestuur en de RVC de AvA door middel van een *'aandeelhouderscirculaire'* inlichten over alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring of delegatie. Die aandeelhouderscirculaire wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst. Indien de vennootschap best practice-bepalingen uit deze Code niet naleeft, dient in het jaarverslag hierover uitleg te worden gegeven. De Code Tabaksblat is op 27 december 2004 gepubliceerd en zij is per 30 december 2004 aangewezen als gedragsregel als bedoeld in art. 2:391 lid 5 BW.⁷⁷

73 Onderdeel 312.03 van de NYSE Listed Company Manual.

74 Onderdeel 312.03 van de NYSE Listed Company Manual.

75 Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland van de Commissie Corporate Governance, 25 juni 1997, zie Bijlage III.

76 De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice-bepalingen van de Commissie Corporate Governance d.d. 9 december 2003.

77 *Stb.* 2004, 747 en *Sicrt.* 27 december 2004, 250.

De Deutsche *Corporate Governance Kodex*⁷⁸ bevestigt de wettelijke regel⁷⁹ dat uitgifte van aandelen en het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen tot de bevoegdheden van de AvA behoort. Hetzelfde geldt voor het beperken of het uitsluiten van het voorkeursrecht.⁸⁰

De Franse *Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, samengesteld door de *Association Française des Entreprises Privées* (AFEP) en de *Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF), beveelt aan dat het bestuur ten tijde van een openbaar overnamebod geen gebruikmaakt van de aan haar gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van nieuwe aandelen (par. 9.1.2).⁸¹

In de Engelse *Combined Code on Corporate Governance* zijn geen specifieke bepalingen opgenomen met betrekking tot de uitgifte van (preferente) aandelen en de delegatie van emissiebevoegdheid. De Pre-Emption Group publiceert (niet-bindende) richtlijnen met betrekking tot voorkeursrechten bij uitgifte van aandelen (par. 2.1.5).

2.2.2 Gedragsrichtlijnen en verslaglegging institutionele beleggers

Institutionele beleggers met zetel in Nederland zijn op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) sedert 1 januari 2007 verplicht om mededeling te doen over de wijze waarop zij de Code Tabaksblat naleven.⁸² De Wft schrijft institutionele beleggers voor dat zij deze mededeling ten minste eenmaal per boekjaar doen in hun jaarverslag, op hun website of aan het adres van iedere deelnemer of cliënt die daarmee vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd.⁸³

De Code Tabaksblat bevat als principe voor institutionele beleggers dat zij een verantwoordelijkheid hebben tegenover hun achterliggende begunstigen en beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.⁸⁴ In het verlengde van dit principe bevat de Code Tabaksblat de *best practice*-bepaling dat institutionele beleggers jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid publiceren ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die ze houden in beursgenoteerde vennootschappen, en ten

78 Art. 2.2.1 Corporate Governance Kodex.

79 § 202(1) AktG, zie par. 2.1.3.a van deze rapportage.

80 Art. 2.2.2 Corporate Governance Kodex.

81 § 5.2 La légitimité de l'autorisation donnée au Conseil d'administration de faire usage de délégations d'augmentation de capital en période d'offre publique, Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, versie oktober 2003.

82 Art. 5:86 lid 1 Wft.

83 Art. 5:86 lid 2 Wft.

84 Code Tabaksblat, principe IV.4.

minste éénmaal per kwartaal op hun website verslag uitbrengen of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de AvA's.⁸⁵

Uit het onderzoek van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit december 2006⁸⁶ bleek dat de bepalingen van de Code Tabaksblad ten aanzien van de jaarlijkse publicatie over het uitoefenen van stemrecht in de kwartaalrapportage door bijna 30% van de institutionele beleggers werd opgevolgd. Voor pensioenfondsen en beleggingsfondsen gold daarbij een percentage van 33, voor banken en verzekeraars een percentage van 22 en voor buitenlandse institutionele beleggers een percentage van 15.

Uit het onderzoek van dezelfde commissie uit december 2007⁸⁷ blijkt dat het nalevingspercentage onder de vijf grootste institutionele beleggers uit de vier onderscheiden categorieën levensverzekeraars, beleggingsinstellingen, ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen 87% bedroeg. De commissie noteerde daarbij dat de onderzochte beleggers de Code-bepalingen ofwel naleven door de bepalingen toe te passen ofwel niet naleven; uitleg werd niet aangetroffen.

De VEB publiceerde in 1992 een 'Code of Conduct' voor Nederlandse institutionele beleggers. Daarin heeft zij de aanbeveling gedaan om (i) de machtiging aan het bestuur om gewone aandelen uit te geven te beperken tot maximaal 10% van het geplaatste kapitaal en (ii) de machtiging voor niet langer dan achttien maanden te verlenen.⁸⁸

De Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP) publiceerde in 2004 een *Handboek Corporate Governance* waarin zij dezelfde aanbeveling (een maximum machtigingsperiode van achttien maanden en een maximum van 10% van het op dat moment uitstaande aantal aandelen) deed.

2.2.3 Stemadviezen

Mede vanwege de hiervoor (in par. 2.2.2) omschreven verantwoordingsplicht maken institutionele beleggers bij de uitoefening van hun stemrecht in toenemende mate gebruik van stemadviezen die zijn voorbereid door gespecialiseerde stemadviesbureaus (proxy advisors). Ongeveer de helft van de Nederlandse institutionele beleggers neemt diensten af van één of meer van deze stemadviesbureaus,⁸⁹ zoals Institutional Shareholder Services (ISS) en Glass Lewis & Co.⁹⁰ In deze gevallen verschaft het

85 Code Tabaksblad, *best practice*-bepalingen IV.4.1 en IV.4.3.

86 Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006).

87 Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007).

88 Zie Eisma (1992), p. 238 e.v.

89 De Jong/Mertens/Oosterhout/Vletter-van Dort (2007).

90 Abma I (2007), p. 90-91.

stemadviesbureau de institutionele belegger een analyse van de agendapunten, voorzien van een stemadvies. Stemadviesbureaus bieden hun cliënten ook de mogelijkheid om aan hen het gehele proces van aanmelding voor de algemene vergaderingen, het bepalen van het aantal stemmen dat wordt uitgebracht en het uitbrengen van de stemmen over te dragen. In deze gevallen zal de stemuitoefening conform de stemadviezen van het betrokken bureau plaatsvinden.⁹¹

Enkele stemadviesbureaus publiceren per jurisdictie de door hen gehanteerde richtlijnen ten aanzien van regelmatig terugkerende voorstellen tot besluitvorming. In het onderhavige rapport wordt per onderdeel, waar relevant, verwezen naar deze richtlijnen. Relevante onderdelen van deze richtlijnen zijn opgenomen in Bijlage I.

91 Dit ‘volg, tenzij-principe’ geldt naar schatting voor 15% tot 20% van de cliënten van ISS. Zie Verdam (2003), p. 4 en Verdam (2007). Zie over kritiek op de gestelde intransparantie van stemadviesbureaus: Abma II (2007), p. 13-14.

3. BIJ DELEGATIE BETROKKEN ORGANEN

3.1 Juridisch kader

3.1.1 *Nederlands recht*

De AvA is het tot uitgifte bevoegde orgaan en kan deze bevoegdheid delegeren aan een ander vennootschapsorgaan. Bij beursgenoteerde NV's wordt de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen in het merendeel der gevallen aan het bestuur gedelegeerd (par. 4.2.1).¹ De reden hiervoor is, wat betreft gewone aandelen en financieringspreferente aandelen, dat het bestuur van de vennootschap met die bevoegdheid in staat wordt gesteld om een slagvaardig financieel beleid te voeren.² Zo kan het bestuur op grond van deze machtiging een acquisitie tegen uitgifte van aandelen plegen zonder genoodzaakt te zijn in een vroeg stadium informatie via de AvA openbaar te moeten maken.

In de statuten van de NV kan de uitgiftebevoegdheid van het aangewezen orgaan worden beperkt. Zo kan worden bepaald dat een besluit tot uitgifte door het aangewezen vennootschapsorgaan is onderworpen aan voorafgaande goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan,³ met name de RvC⁴ of de vergadering van prioriteitsaandeelhouders.⁵ Een dergelijke goedkeuring van bestuursbesluiten sluit het meest aan bij de wettelijke taken van de RvC (toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene zaken in de vennootschap, en het bestuur met raad terzijde staan).⁶ Zo ligt in de structuurregeling vast dat uitgifte van aandelen aan de goedkeuring van de RvC is onderworpen.⁷

1 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235; Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 164; Buijn/Storm (2005), § 3.7.

2 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235; Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 164; Buijn/Storm (2005), § 3.7, p. 85.

3 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235, waarbij tevens wordt verwezen naar de in de (vervallen) Departementale Richtlijnen opgenomen mogelijkheid dat het besluit van het aangewezen orgaan afhankelijk mag worden gesteld van een voorstel van een ander vennootschapsorgaan.

4 Buijn/Storm (2005), p. 85; Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 164.

5 Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 164.

6 Art. 2:140 lid 2 BW. Zie ook Principe III.1 van de Code Tabaksblad.

7 Art. 2:164 lid 1 sub a BW.

Bijlage X van Euronext Rulebook II (oud) bepaalde dat de goedkeuring van de RvC is vereist in geval van uitgifte van preferente beschermingsaandelen door een beursgenoteerde vennootschap.⁸

Een NV kan een one tier bestuursstructuur hebben doorgevoerd, dat wil zeggen een bestuur waarvan zowel bestuurders deel uitmaken die zijn belast met de dagelijkse gang van zaken als bestuurders die daarmee niet zijn belast. In geval van zo'n structuur moet de samenstelling en het functioneren van het bestuur zodanig zijn dat een behoorlijk en onafhankelijk toezicht door de niet-uitvoerende bestuurders (*non-executives*) is gewaarborgd.⁹ Dat toezicht dient zich dan ook uit te strekken tot een besluit tot uitgifte op basis van delegatie.

Voor een AvA-besluit tot delegatie van de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen is een gewone meerderheid van stemmen voldoende. De statuten kunnen echter een grotere meerderheid voorschrijven.¹⁰ De delegatie van de uitgiftebevoegdheid heeft in beginsel een privaat karakter.¹¹ Dit betekent dat de AvA gedurende de delegatieperiode de betrokken bevoegdheid niet ook zelf kan uitoefenen tenzij zij zich uitdrukkelijk de bevoegdheid heeft voorbehouden ook zelf nog tot emissie te kunnen overgaan.¹² De aanwijzing kan tussentijds niet worden ingetrokken tenzij het delegatiebesluit dat uitdrukkelijk bepaalt.¹³ In theorie kan de AvA de gedelegeerde emissiebevoegdheid in geval van het ontbreken van zo een bepaling beperken door een statutenwijziging strekkende tot verlaging van het maatschappelijk kapitaal¹⁴, maar dat kan stuiten op vernietigbaarheid wegens strijd met redelijkheid en billijkheid of misbruik van recht.¹⁵

3.1.2 Overige jurisdicties

In de onderzochte Europese jurisdicties komt – conform de Tweede EG-Richtlijn – de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen in beginsel toe aan de AvA. Naar Engels en Frans recht kan de AvA deze bevoegdheid delegeren door een statutenwijziging of door een afzonderlijk besluit (par. 2.1.4 en par. 2.1.5). In Duitsland dient delegatie

8 Bijlage X is komen te vervallen met inwerkingtreding van de nieuwe biedingsregels in de Wft en Boek 2 in het kader van de Wet ter implementatie van de overnamerichtlijn (par. 2.1.2 onder b).

9 Principe III.8 en best practice-bepalingen III.8.1-III.8.4 Code Tabaksblat.

10 Buijn/Storm (2005), p. 86.

11 Art. 2:96 lid 1 BW.

12 Interimrapport Commissie Vennootschapsrecht over het ontwerp 2e EG-Richtlijn, *Bundel NV en BV*, p. VIb-43 en Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235.

13 Zie Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235; Perrick (1998); Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 164.

14 Art. 2:67 en 2:121 BW.

15 Art. 2:8 en 2:15 BW respectievelijk art. 3:13 BW.

van de emissiebevoegdheid statutair te zijn vastgelegd (par. 2.1.3). In de onderzochte Amerikaanse wetgeving is het bestuur bevoegd tot uitgifte van aandelen – tenzij in de statuten anders is bepaald – met dien verstande dat op grond van de NYSE-beursregels in een aantal gevallen goedkeuring van de AvA is vereist (par. 2.2.5).

Naar Duits recht heeft de RvC een wettelijk goedkeuringsrecht ten aanzien van een bestuursbesluit tot uitgifte van aandelen (par. 2.1.3). In de overige jurisdicties kan een goedkeuringsrecht in de statuten worden opgenomen maar is dit geen vereiste. Waar sprake is van een one tier board-structuur (Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Frankrijk – deels; zie par. 2.1.5 onder a –) is geen sprake van een vennootschappelijk toezichthoudend orgaan en ligt goedkeuring door een ander vennootschapsorgaan niet in de rede.

3.1.3 *Richtlijnen*

De onderzochte gedragsrichtlijnen voor institutionele beleggers (par. 2.2.2) bevatten geen specifieke bepalingen omtrent de bij de besluitvorming betrokken organen.

3.2 **Market practice**

3.2.1 *Nederland*

Het bestuur is bij 34 van de 36 onderzochte vennootschappen het orgaan waaraan volgens de statuten de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen kan worden gedelegeerd. In één geval is dat de RvC en in één geval de vergadering van prioriteitsaandeelhouders.

Bij zeventien van de 36 onderzochte vennootschappen dient de RvC goedkeuring te geven indien het bestuur op basis van een machtiging tot uitgifte van aandelen wenst over te gaan.¹⁶ Bij zeven van de 36 onderzochte vennootschappen is volgens de statuten én voor de verlening van de machtiging door de AvA aan het bestuur én voor het uitgiftebesluit van het bestuur goedkeuring vereist van de RvC. In twee van de 36 onderzochte gevallen dient de RvC goedkeuring te verlenen aan de machtiging door de AvA van het bestuur tot uitgifte van aandelen.¹⁷

¹⁶ Bij één van de onderzochte vennootschappen is sprake van een one tier-structuur, dus zonder afzonderlijke RvC.

¹⁷ In een aantal van de onderzochte gevallen kan een delegatiebesluit door de AvA uitsluitend worden genomen op voorstel van het bestuur, welk voorstel de goedkeuring behoeft van de RvC.

Tabel 1: Betrokken organen

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Aan te wijzen orgaan:				
– Bestuur	100%	100%	83%	97% (34)
– RvC	0%	0%	8%	3% (1)
– Prioriteit	0%	0%	8%	3% (1)
Rol van de RvC:				
– Goedkeuring emissiebesluit o.b.v. delegatie	42%	42%	58%	47% (17)
– Goedkeuring delegatie- en emissiebesluit	33%	25%	0%	19% (7)
– Goedkeuring delegatiebesluit	8%	8%	0%	5% (2)

In de kolommen staan tussen haken de absolute aantallen vermeld.

Uit het onderzoek van de Monitoring Commissie Corporate Governance uit 1998 bleek dat bij 25 van de 159 onderzochte Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen de vergadering van prioriteitsaandeelhouders betrokken was bij besluitvorming inzake kapitaal.¹⁸

3.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: goedkeuring van de RvC is wettelijk vereist indien het bestuur op grond van delegatie tot uitgifte van aandelen wil overgaan (par. 2.1.3).

Verenigde Staten: in de wetgeving van de staten waar de onderzochte vennootschappen hun zetel hebben is het bestuur bevoegd tot emissie van nieuwe aandelen, tenzij de statuten anders bepalen. De statuten van de onderzochte vennootschappen bevatten niet een andersluidende bepaling.

3.3 Best practice

Het ligt gezien de wettelijke taak- en bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap het meest voor de hand dat in geval van delegatie van emissiebevoegdheid het bestuur daartoe door de AvA wordt aangewezen.¹⁹ Om dezelfde redenen dient statutair of in het delegatiebesluit vast te liggen dat aandelenuitgifte op basis van deze delegatie de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist. Deze goedkeuringseis sluit aan bij de wettelijke taakstelling van de RvC²⁰ die ook weerslag heeft gevonden in de struc-

18 De vormen van betrokkenheid waren niet gespecificeerd; Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998).

19 De wettelijke taak van het bestuur is het besturen en het vertegenwoordigen van de vennootschap (art. 2:129 en 2:130 BW).

20 Art. 2:140 lid 2 BW: toezicht houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en het bestuur met raad terzijde staan.

tuurregeling,²¹ in de Code Tabaksblat²² en in de – inmiddels vervallen – Bijlage X van het Euronext Rule Book II.²³ Het sluit ook aan op het wettelijke goedkeuringsrecht van de RvC naar Duits recht.²⁴

In het delegatiebesluit kan worden opgenomen onder welke omstandigheden emissie op basis van deze delegatie niet de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist, zoals emissie in het kader van een door de AvA goedgekeurd personeelsparticipatieplan. In deze gevallen past de uitgifte voldoende binnen het mandaat van het bestuur zonder dat toezicht bij de uitvoering daarvan vereist is.

Er is geen reden om delegatie door de AvA van haar wettelijke bevoegdheden te onderwerpen aan goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan zoals van de RvC. Het staat aandeelhouders in beginsel vrij om naar eigen inzicht gebruik te maken van het stemrecht op de aandelen en bij deze vrije beschikkingsmacht past geen voorgeschreven toezicht door een ander vennootschapsorgaan.²⁵

21 Art. 2:164 lid 1 sub a BW.

22 Principe III.1 Code Tabaksblat.

23 Onderdeel A.3 (zie par. 2.1.2 onder b).

24 § 202(3) en § 204(1) AktG.

25 Zie HR 29 september 2006, *JOR* 2007/62 en *NJ* 2006, 639 m.nt. Maeijer (*The Mill Resort*), waarover A.F.J.A. Leijten in *Ondernemingsrecht* 2007, afl. 1, p. 24 e.v.

4. AGENDERING EN TOELICHTING

4.1 Juridisch kader

4.1.1 *Nederlands recht*

Het bestuur en de RvC zijn bevoegd tot het bijeenroepen van een AvA; bij statuten kan deze bevoegdheid ook aan anderen worden verleend.¹ Daarnaast kunnen één of meer houders van aandelen die gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (of een zoveel geringer bedrag als bij de statuten is bepaald) door de voorzieningenrechter van de rechtbank op hun verzoek worden gemachtigd tot bijeenroeping.²

Bij de oproeping worden de te behandelen onderwerpen vermeld of wordt medegedeeld dat de aandeelhouders en certificaathouders er ten kantore van de vennootschap kennis van kunnen nemen.³ Het bestuur is verantwoordelijk voor de oproeping en agendering, maar één of meer houders van aandelen die ten minste een honderdste gedeelte van het geplaatste kapitaal dan wel – bij beursgenoteerde vennootschappen – een waarde van €50 000 000 vertegenwoordigen, kunnen verzoeken om opneming van een onderwerp op de agenda.⁴

De vermelding van te behandelen onderwerpen kan beknopt zijn maar moet voldoende duidelijk zijn.⁵ De redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW brengt met zich mee dat het bestuur en RvC in de oproeping of agenda ten minste motieven, inhoud en mogelijke consequenties van de agendapunten aangeven. Het kan wanbeleid of (kennelijk) onbehoorlijke taakvervulling van het bestuur (en de RvC) zijn om de AvA niet voldoende te wijzen op de achtergrond en de mogelijke gevolgen van een te nemen besluit.⁶ Mededelingen die krachtens de wet of statuten aan de AvA moeten worden gericht kunnen geschieden door opneming in de oproeping dan wel in het stuk dat ter kennisneming ten kantore van de vennootschap is neergelegd, mits daarvan in de oproeping melding is gemaakt.⁷

1 Art. 2:109 BW.

2 Art. 2:110 BW.

3 Art. 2:114 BW.

4 Art. 2:114a BW.

5 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 269.

6 HR 1 maart 2002, *JOR* 2002/79 (*Zwagerman*), HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 (*VIBA*), Hof Amsterdam (OK) 21 december 2004, *JOR* 2005/5 (*Unilever*).

7 Art. 2:114 lid 3 BW.

De Europese transparantierichtlijn⁸ bepaalt dat de uitgevende instelling de nodige faciliteiten en informatie ter beschikking moet stellen opdat de aandeelhouders hun rechten kunnen uitoefenen en dat ‘*de integriteit van de gegevens bewaard blijft*’.⁹ Met name moet de uitgevende instelling informatie verstrekken over de plaats, tijdstip en agenda van de vergaderingen, het totaal aantal aandelen en stemrechten, en het recht van aandeelhouders om vergaderingen bij te wonen. Het Nederlandse wetsvoorstel tot implementatie van de transparantierichtlijn verplicht een uitgevende instelling om informatie te verschaffen aan haar aandeelhouders over de uitgifte van nieuwe aandelen, waarbij tevens informatie wordt verstrekt over eventuele regelingen voor de toewijzing, inschrijving of conversie.¹⁰

De Europese Richtlijn inzake de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen bevat voorschriften over de informatie die een beursgenoteerde vennootschap voorafgaand aan een algemene vergadering aan haar aandeelhouders ter beschikking moet stellen.¹¹ Een van de voorschriften is dat de vennootschap de betrokken informatie op haar website publiceert.¹²

De Code Tabaksblad bevat de *best practice*-bepaling dat indien sprake is van delegatie van bevoegdheden aan het bestuur of de RvC, het bestuur en de RvC de AvA door middel van een ‘aandeelhouderscirculaire’ inlicht over alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring/delegatie/machtiging.¹³ De aandeelhouderscirculaire dient in ieder geval op de website van de vennootschap te worden geplaatst.¹⁴

Indien aan de AvA op eenzelfde vergadering voorstellen worden gedaan tot delegatie van emissiebevoegdheid ter zake van verschillende soorten aandelen ligt het voor de hand dat deze als verschillende agendapunten worden opgevoerd. Ten eerste zal de toelichting per soort aandeel uiteen kunnen lopen. Zo is ook wettelijk voorgescreven dat voor een besluit tot uitgifte of tot aanwijzing door de algemene vergadering een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet, is vereist.¹⁵ Ten tweede stelt een afzonderlijke agendering en toelichting de aandeel-

8 Richtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004.

9 Art. 17 lid 2 transparantierichtlijn.

10 Voorstel tot art. 5:25k Wft, opgenomen in Wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van Richtlijn nr. 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel en gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn nr. 2001/34/EG (*Kamerstukken* nr. 31 093).

11 Art. 5 Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007.

12 Art. 5 lid 4 Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007.

13 Best practice-bepaling IV.3.7 Code Tabaksblad.

14 In dit rapport wordt niet de term ‘aandeelhouderscirculaire’ maar de term ‘toelichting’ gebruikt.

15 Art. 2:96 BW.

houders in staat om in hun besluitvorming te differentiëren naar voorstellen tot delegatie per klasse van aandelen.

4.1.2 Overige jurisdicties

In de Engelse *Combined Code on Corporate Governance*¹⁶ is in Code provision D2 voorgeschreven dat iedere materiële kwestie afzonderlijk moet worden opgenomen in de agenda.¹⁷ Een voorstel van het bestuur aan de AvA tot uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht moet naar Engels recht vergezeld gaan van een schriftelijke toelichting (par. 2.1.4).

Naar Duits en naar Frans recht gelden bijzondere informatieplichten voor het bestuur waar het gaat om voorstellen met betrekking tot uitgifte van aandelen en het beperken of opzijzetten van voorkeursrechten. Zo dient naar Duits recht het bestuur een schriftelijke toelichting te geven bij het opzijzetten of beperken van voorkeursrechten.¹⁸ Naar Frans recht dient het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap in geval van uitgifte op basis van delegatie de uitgiftekoers van aandelen bij openbare mededeling toe te lichten.¹⁹

4.1.3 Richtlijnen

De meeste onderzochte gedragsrichtlijnen voor institutionele beleggers (par. 2.2.2) bevatten geen specifieke bepalingen inzake de agendering van voorstellen over delegatie van emissiebevoegdheid en uitsluiting of beperking van voorkeursrechten of de daarbij behorende toelichting. Wel worden in een aantal richtlijnen de aanbevelingen gedifferentieerd al naar gelang het soort aandelen (Bijlage I).

De *Netherlands Proxy Paper Policy Guidelines* en de *United Kingdom Proxy Paper Policy Guidelines, 2007 Proxy Season* van Glass Lewis & Co (Bijlage I) bevatten de richtlijn dat tegen voorstellen tot delegatie zal worden gestemd indien dat niet vergezeld gaat van een ‘*detailed plan for use of the proposed shares*’.

4.2 Market practice

4.2.1 Nederland

Bij 27 van de 36 onderzochte vennootschappen was in 2007 delegatie van emissiebevoegdheid geagendeerd. Het ging daarbij om in totaal 32 agendapunten, omdat in

16 De Combined Code on Corporate Governance van de Financial Reporting Counsel (juni 2006).

17 ‘*At any general meeting, the company should propose a separate resolution on each substantially separate issue*’.

18 § 186(4) (*Bezugsrecht*) en § 23(2) (*Ausgabe der neuen Aktien*) AktG.

19 Art. L 225-136 Code de Commerce (par. 7.1.2).

vijf gevallen sprake was van een gesplitst agendapunt voor gewone aandelen respectievelijk voor preferente aandelen. De voorstellen tot delegatie van emissiebevoegdheid in 2007 zijn in alle gevallen aangenomen.²⁰

Bij acht van de overige negen onderzochte vennootschappen was sprake van een vóór 2007 verleende delegatie, hetzij op basis van een eerder besluit van de AvA, hetzij op basis van een statutaire aanwijzing die in 2007 nog van kracht was. Van deze acht vennootschappen behoorden er drie tot AEX, drie tot AMX en twee tot AMS. In twee gevallen liep de machtiging af in 2007 (september respectievelijk oktober); in één van deze twee gevallen is de beursnotering in de loop van 2007 beëindigd.

Tabel 2: Delegatie van emissiebevoegdheid, verleend in 2007 en verleend vóór 2007

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Delegatie t.a.v. gewone aandelen in 2007				
– geagendeerd	75%	67%	83%	75% (27)
– waarvan aangenomen	100%	100%	100%	100%
Delegatie t.a.v. financieringspreferente aandelen in 2007				
– geagendeerd	0%	0%	8%	3% (1)
– waarvan aangenomen	0%	0%	100%	100%
Delegatie t.a.v. beschermingspreferente aandelen in 2007				
– geagendeerd	17%	0%	17%	11% (4)
– waarvan aangenomen	100%	0%	100%	100%
Delegatie vóór 1 januari 2007 verleend	25%	25%	17%	22% (8)

In de kolommen staan tussen haken de absolute aantallen vermeld.

Volgens de Code Tabaksblat dienen het bestuur en de RvC de AvA door middel van een aandeelhouderscirculaire te informeren indien sprake is van (een voorstel tot) delegatie van bevoegdheden aan bestuur of RvC.²¹ De Monitoring Commissie Corporate Governance Code²² stelt vast dat deze best practice-bepaling in 2007 door 19 van de 122 onderzochte fondsen (16%) niet is toegepast.²³

20 In 2006 was van de 34 maal dat door de onderzochte vennootschappen delegatie van emissiebevoegdheid was geagendeerd deze viermaal geweigerd.

21 Best practice-bepaling IV.3.7 Code Tabaksblat.

22 Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007).

23 Met de kanttekening dat het hoogste aantal en het hoogste percentage van niet-nalevende vennootschappen bestaat uit 'lokale' vennootschappen. Slechts vier van de 70 AEX-, AMX- en AMS-fondsen leven volgens dit overzicht deze best practice-bepaling niet na.

4.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: bij tien van de twaalf onderzochte vennootschappen is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen door de AvA aan het bestuur gedelegeerd.

Verenigd Koninkrijk: bij elf van de twaalf onderzochte vennootschappen is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen gedelegeerd.

Frankrijk: bij zeven van de twaalf onderzochte vennootschappen is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen gedelegeerd.

Verenigde Staten: in de wetgeving van de staten waar de onderzochte vennootschappen hun zetel hebben, is het bestuur bevoegd tot emissie van nieuwe aandelen, tenzij de statuten anders bepalen. De statuten van onderzochte vennootschappen bevatten niet een andersluidende bepaling.

4.3 Best practice

Bij het voorstel tot delegatie van emissiebevoegdheid dient een toelichting openbaar te worden gemaakt waarin de motieven voor dit voorstel en de voorwaarden voor uitoefening van de te delegeren bevoegdheid (waaronder het maximum aantal uit te geven aandelen, de delegatieperiode en de wijze van vaststelling van de uitgiftekoers) worden uiteengezet.²⁴ Deze toelichting dient op de website van de vennootschap te worden geplaatst en ten kantore van de vennootschap ter kennisneming te worden neergelegd.²⁵ Deze wijze van toelichten sluit aan bij de Europese transparantierichtlijn en het Nederlandse wetsvoorstel ter implementatie daarvan,²⁶ de Europese richtlijn inzake de uitoefening van aandeelhoudersrechten,²⁷ de Code Tabaksblat,²⁸ de Engelse Combined Code on Corporate Governance²⁹ en Duitse en Franse wettelijke bepalingen.³⁰

24 Zie art. 2:114 BW, de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW (par. 4.1.1), en art. 17 lid 2 transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004).

25 Vgl. art. 2:114 lid 3 BW.

26 Art. 5:25k Wft, als voorgesteld in de Uitvoeringswet transparantierichtlijn.

27 Art. 5 lid 4 Richtlijn 2007/36/EG betreffende uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders en beursgenoteerde vennootschappen van 11 juli 2007.

28 Best practice-bepaling IV.3.7 Code Tabaksblat.

29 Code provision D2 van de Combined Code on Corporate Governance van de Financial Reporting Counsel (juni 2006).

30 § 186(4) (*Bezugsrecht*) en § 23(2) (*Ausgabe der neuen Aktien*) AktG respectievelijk art. L225-136 Code de Commerce.

In geval van delegatie van emissiebevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht.³¹ In geval van delegatie van emissiebevoegdheid met verschillende doelstellingen (zoals beoogde acquisities of personeelsparticipatieplannen) dienen deze doelstellingen in de toelichting te worden gespecificeerd en dient delegatie van emissiebevoegdheid van aandelen in dezelfde klasse met verschillende doelstellingen afzonderlijk te worden geagendeerd.

31 Zie par. 4.1.1, laatste alinea.

5. MAXIMUM AANTAL UIT TE GEVEN AANDELEN

5.1 Juridisch kader

5.1.1 Nederlands recht

De statuten van een NV dienen het bedrag van het maatschappelijk kapitaal en het aantal en bedrag van de aandelen in euro (tot ten hoogste twee cijfers achter de komma) te vermelden.¹ Het geplaatste kapitaal kan door uitgifte van aandelen worden uitgebreid tot maximaal dit maatschappelijke kapitaal. Het maatschappelijk kapitaal is dus het maximaal bedrag waarvoor aandelen kunnen worden uitgegeven zonder statutenwijziging.²

Delegatie van emissiebevoegdheid kan betrekking hebben op alle nog niet uitgegeven aandelen. In geval van delegatie moet bij de aanwijzing zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven.³

De Departementale Richtlijnen bevatten de bepaling:

*‘Wanneer de statuten bepalen dat het aangewezen orgaan alle nog niet uitgegeven aandelen mag uitgeven, moet tot uitdrukking worden gebracht of al dan niet tevens op aandelen wordt gedoeld die na een eventuele latere verhoging van het maatschappelijk kapitaal kunnen worden uitgegeven’.*⁴

De Departementale Richtlijnen hebben hun directe belang verloren doordat het juridisch-technisch toezicht door het Ministerie van Justitie is komen te vervallen door inwerkingtreding (op 1 september 2001) van de Wet herziening preventief toezicht.⁵ Een deel van deze richtlijnen, zoals de hierboven aangehaalde § 29, wordt echter beschouwd als nuttige aanwijzingen bij het opstellen van statuten.⁶

1 Art. 2:67 BW.

2 Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 18.

3 Art. 2:96 lid 1 BW.

4 Vaststellingsregeling richtlijnen 1986 voor beoordelen oprichtingen en statutenwijzigingen van N.V.'s en B.V.'s met beperkte aansprakelijkheid, regeling van 18 november 1985, *Stert.* 227, gewijzigd bij regeling van 10 september 1998, *Stert.* 195, § 29.

5 Wet van 22 juni 2000, *Stb.* 283, en besluit van 4 augustus 2001, *Stb.* 368.

6 Bosse (2002), p. 49.

Aan de goedkeuring van de AvA is onderworpen een besluit van het bestuur tot – onder andere – het nemen van een deelneming ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa volgens de (geconsolideerde) balans met toelichting.⁷ Daardoor zal een bestuursbesluit tot aandelenemissie ter financiering van een majeure overname (ter waarde van ten minste eenderde van de activa) indirect ter goedkeuring aan de AvA moeten worden voorgelegd.

5.1.2 Overige jurisdicties

Naar Duits, Frans en Engels recht kan de AvA – conform de Tweede EG-Richtlijn – in beginsel het bestuur machtigen tot uitgifte van aandelen tot aan het maatschappelijk kapitaal, maar het delegatiebesluit of de statuten kunnen verdergaande beperkingen bevatten (par. 2.1.3-2.1.5).

Naar de onderzochte Amerikaanse wetgevingen is het bestuur onbeperkt bevoegd om aandelen uit te geven tot aan het maatschappelijk kapitaal, tenzij de statuten anders bepalen. Bij de onderzochte Amerikaanse vennootschappen is geen sprake van andersluidende statutaire bepalingen.

De beursregels van de New York Stock Exchange bevatten de bepaling dat het bestuursbesluit goedkeuring van de AvA vereist indien meer dan 5% van het geplaatste kapitaal wordt uitgegeven aan ‘*Related Parties*’, respectievelijk indien meer dan 20% van het geplaatste kapitaal wordt uitgegeven aan een houder van ten minste 5% van het geplaatste kapitaal (par. 2.1.6).

5.1.3 Richtlijnen

De VEB publiceerde in 1992 een ‘*Code of Conduct*’ voor Nederlandse institutionele beleggers. Daarin heeft zij onder andere de aanbeveling gedaan om de machtiging aan het bestuur om gewone aandelen uit te geven te beperken tot maximaal 10% van het geplaatste kapitaal.⁸ SCGOP publiceerde in 2004 een *Handboek Corporate Governance* waarin zij dezelfde aanbeveling deed. Eenzelfde percentage staat ook in het ‘*Voorbeeld formulering stembeleid*’ bij de ‘Handleiding uitleg bepalingen uit Code Tabaksblad’ van Eumedion.⁹

In een aantal richtlijnen van stemadviesbureaus (par. 2.2.3 en Bijlage I) zijn bepalingen opgenomen omtrent het maximum aantal uit te geven aandelen:

- a. in de *Netherlands Proxy Paper Policy Guidelines, 2007 Proxy Season* en de *France Proxy Paper Policy Guidelines* van Glass Lewis & Co staat dat in beginsel vóór

⁷ Art. 2:107a BW. Zie HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178, m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

⁸ Zie Eisma (1992), p. 238 e.v.

⁹ Eumedion (2006), p. 10.

- voorstellen tot uitgifte van aandelen tot 100% van het op dat moment geplaatste kapitaal zal worden gestemd, mits voorzien van een goede toelichting en mits de voorkeursrechten gehandhaafd blijven. Wat betreft voorstellen tot uitgifte met beperking of uitsluiting van de voorkeursrechten zal slechts vóór worden gestemd als deze betrekking hebben op maximaal 20% van het totaal geplaatste kapitaal;
- b. de *United Kingdom Proxy Paper Policy Guidelines, 2007 Proxy Season* van Glass Lewis & Co en de richtlijnen van de *Association of British Ensurers* kennen een vergelijkbare beperking, in die zin dat in beginsel slechts vóór voorstellen tot delegatie van emissiebevoegdheid zal worden gestemd indien deze betrekking hebben op hetzij het totale nog niet geplaatste maatschappelijk kapitaal of eenderde van het uitstaande kapitaal, en wel het laagste van beide;
- c. de *ISS 2006 International Proxy Voting Guidelines Summary* bevatten de richtlijn om vóór voorstellen tot uitgifte van aandelen te stemmen, mits na uitgifte een ruimte van 30% van het maatschappelijk kapitaal tot uitgifte van nieuwe aandelen resteert.

5.2 Market practice

5.2.1 Nederland

Dutch Corporate Governance Services heeft in oktober 1997 een onderzoeksrapport gepubliceerd inzake (onder andere) de invloed van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen bij aandelenemissies.¹⁰ Daarbij is onder andere in kaart gebracht de emissiebevoegdheid bij de 50 destijds meest verhandelde beursfondsen. Het maximaal aantal uit te geven aandelen betrof in de meeste gevallen het totale nog niet geplaatste kapitaal.¹¹

Bij 22 van de 36 thans onderzochte vennootschappen bedraagt het maximaal aantal uit te geven gewone aandelen op basis van de in 2007 verleende machtiging 10% van het geplaatste kapitaal. In achttien van die 22 gevallen is dit maximum verhoogd met 10% (dus in totaal 20%) voor het geval sprake is van een fusie of overname. Bij twee van de onderzochte vennootschappen was in 2007 machtiging verleend tot een ander percentage, te weten 1% respectievelijk 30% van het geplaatste kapitaal. Bij drie van de 36 onderzochte vennootschappen – alle behorende tot AMX – is in 2007 machtiging verleend tot uitgifte van gewone aandelen tot de hoogte van het maatschappelijk kapitaal respectievelijk tot uitgifte van alle op dat moment nog niet uitgegeven gewone aandelen.

¹⁰ Dutch Corporate Governance Services (1997).

¹¹ Als Bijlage III is aangehecht het schematisch overzicht van dit deel van het DCGS-onderzoek en de uitgewerkte conclusie daarvan.

Bij acht van de 36 onderzochte vennootschappen was in 2007 machtiging van emissiebevoegdheid niet geagendeerd maar was sprake van een eerder verleende, nog lopende machtiging (par. 4.2.1). In drie van deze gevallen was sprake van machtiging tot uitgifte van maximaal 10% en in één geval van 20% van het geplaatste kapitaal. In vier van deze acht gevallen was sprake van een onbeperkte machtiging, dat wil zeggen tot uitgifte van alle op dat moment nog niet uitgegeven aandelen.

Overigens is in een belangrijk deel van de onderzochte gevallen niet gespecificeerd of het genoemde percentage betrekking heeft op het geplaatste kapitaal voor dan wel na de betrokken uitgifte.

Tabel 3: Maximum aantal uit te geven gewone aandelen op basis van in 2007 geldende machtiging

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Maximum aantal:				
– 10%	83%	50%	75%	69% (25)
– Te verhogen tot 20% i.g.v. fusie of overname	58%	42%	58%	53% (19)
– Ander percentage ¹²	8%	8%	8%	8% (3)
– Tot maatschappelijk kapitaal	8%	42%	8%	19% (7)

In de kolommen staan tussen haken de absolute aantallen vermeld. De percentages in deze kolommen zijn gebaseerd op het totaal aantal onderzochte vennootschappen van 36. Tabel 2 vermeldt het aantal en de percentages van de onderzochte vennootschappen die in 2007 tot agendering zijn overgegaan.

5.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: bij negen van de twaalf onderzochte vennootschappen bedraagt het maximum aantal op basis van delegatie uit te geven aandelen 10% van het geplaatste kapitaal.

Verenigd Koninkrijk: bij negen van de twaalf onderzochte vennootschappen bedraagt het maximum aantal op grond van de delegatie uit te geven aandelen (circa) eenderde van het geplaatste aandelenkapitaal. In één geval bedraagt het maximum aantal uit te geven aandelen 28% van het geplaatste kapitaal en in één geval circa 16,6%.

Frankrijk: bij zes van de twaalf onderzochte vennootschappen is het maximum aantal op basis van delegatie uit te geven aandelen niet uitgedrukt in een percentage van het geplaatste kapitaal, maar in de waarde van de uit te geven aandelen. In één geval bedraagt dit maximum 10% van het totale geplaatste kapitaal op de dag van de AvA.

12 Dat wil zeggen 1x 1% (AMX), 1 x 20% (AMX) en 1 x 30% (AMS).

Verenigde Staten: in de wetgeving van de staten waar de onderzochte vennootschappen hun zetel hebben is het bestuur bevoegd tot emissie van nieuwe aandelen, tenzij de statuten anders bepalen. De onderzochte vennootschappen bevatten niet een andersluidende statutaire bepaling.

5.3 Best practice

Het maximum aantal gewone aandelen of financieringspreferente aandelen uit te geven op basis van het delegatiebesluit dient te zijn afgestemd op de redelijkerwijs te verwachten financieringsbehoefte van de vennootschap (zoals wegens acquisities of reorganisaties) gedurende de periode waarvoor de delegatie wordt gevraagd. In de toelichting bij het voorstel dient dit maximum aantal te worden gemotiveerd.¹³

Als het maximum aantal gewone aandelen in het voorstel is gerelateerd aan het maatschappelijk kapitaal, dan dient in (de toelichting bij) het voorstel tot uitdrukking te worden gebracht of daarmee wordt bedoeld op de stand van het maatschappelijk kapitaal op de datum van het delegatiebesluit dan wel de stand van het maatschappelijk kapitaal zoals dat zal gelden na eventuele latere verhogingen.¹⁴

Als geen materiële financieringsbehoefte in de beoogde delegatieperiode is voorzien, dient een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen of financieringspreferente aandelen te strekken tot uitgifte van maximaal 10% van het geplaatste kapitaal na uitgifte.¹⁵ Dit percentage sluit aan bij de Nederlandse market practice alsmede de aanbevelingen van VEB en SCGOP.¹⁶

Hierbij is aangenomen dat delegatie van emissiebevoegdheid in het kader van personeelsaandelen of -optieregelingen apart zijn geagendeerd en toegelicht (conform best practice opgenomen in par. 4.3), zodat de in dat kader (maximaal) uit te geven aandelen geen deel uitmaken van het hiervoor genoemde percentage.

¹³ Zie de richtlijnen, weergegeven in par. 5.1.3 en Bijlage I. Zie ook art. 2:391 lid 2 BW.

¹⁴ Zie § 29 Departementale Richtlijnen (oud) (par. 5.1.1).

¹⁵ Ter voorkoming van onduidelijkheid: zie par 5.2.1, tweede alinea.

¹⁶ Zie par. 5.1.3.

6. DELEGATIEPERIODE

6.1 Juridisch kader

6.1.1 *Nederlands recht*

De periode van delegatie van emissiebevoegdheid mag wettelijk maximaal vijf jaar bedragen.¹ Indien de aanwijzing geschiedt bij besluit van de AvA begint deze termijn te lopen vanaf het tijdstip van het besluit, tenzij het besluit een andere ingangsdatum bevat.² Indien de aanwijzing geschiedt bij de statuten, loopt deze termijn vanaf het tijdstip dat de betreffende statutaire bepaling gaat gelden, dat wil zeggen de datum van de oprichtingsakte of de datum van de akte van statutenwijziging.³

De delegatieperiode kan telkens voor maximaal vijf jaar worden verlengd. De verlenging van deze periode kan plaatsvinden voordat de lopende termijn is verstreken. Het is gebruikelijk om op de agenda van iedere jaarvergadering een besluit tot delegatie van emissiebevoegdheid op te nemen. Dit voorstel kan de vorm hebben van verlenging van de lopende termijn dan wel een nieuw delegatiebesluit. Een voorstel tot (nieuwe) delegatie houdt meestal niet expliciet intrekking of bevestiging van de bestaande delegatie in. Bovendien ligt wettelijk vast dat de aanwijzing niet kan worden ingetrokken tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald (hetgeen over het algemeen niet plaatsvindt).⁴

Het heeft daarom de voorkeur om, in geval van een nog lopende delegatieperiode, het voorstel te formuleren als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de nieuwe delegatie blijft bestaan. Als alternatief kan het voorstel tot delegatie inhouden dat de nog lopende delegatie wordt ingetrokken, mits het oorspronkelijke delegatiebesluit in de mogelijkheid tot intrekking voorziet.⁵

In de praktijk wordt een termijn van achttien maanden als minimale delegatieperiode beschouwd. Dat is de termijn tussen het begin van het boekjaar en de laatste datum

1 Art. 2:96 lid 1 BW.

2 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235. Volgens Van Solinge (2004), p. 318-319 kan de AvA besluiten haar bevoegdheden vanaf ieder later moment te delegeren.

3 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 235.

4 Art. 96 lid 2 BW. Zie ook § 29 Departementale Richtlijnen 1986 (oud).

5 Art. 96 lid 2 BW en § 29 Departementale Richtlijnen 1986 (oud).

van de eerstvolgende wettelijk verplichte jaarlijkse AvA⁶ en sluit aan bij de termijn waarbinnen beursgenoteerde vennootschappen hun jaarrekening openbaar moeten maken.⁷ Voorheen werd in de praktijk over het algemeen de maximale termijn van vijf jaar gehanteerd, zo blijkt uit een onderzoek van Dutch Corporate Governance Services uit oktober 1997 (par. 1.2.6).⁸

In het kader van de implementatie van de Europese transparantierichtlijn zullen beursgenoteerde vennootschappen worden verplicht om hun jaarrekening binnen vier maanden na afloop van het boekjaar op te stellen en algemeen verkrijgbaar te stellen.⁹ Indien en zodra deze verkorte termijn is doorgevoerd kan de best practice-delegatietermijn worden verkort tot zestien maanden.

Voor een langere termijn dan achttien maanden kunnen twee argumenten pleiten.¹⁰ Ten eerste ontwikkelen vennootschappen een meerjarenbeleidsplan waarbij de financieringsstructuur en het daaraan verbonden emissiebeleid zich richten op een langere termijn. Daarnaast bestaat bij een relatief korte periode het gevaar dat het bestuur – als aangewezen orgaan bevoegd tot uitgifte van aandelen – tegen het einde van de machtigingsperiode onder druk komt te staan om van hun bevoegdheid gebruik te maken. Als bestuur en RvC redenen zien om een zodanige langere termijn te hanteren zullen de redenen daartoe moeten zijn uiteengezet in de toelichting.

6.1.2 Overige jurisdicties

De wet- en regelgeving betreffende de machtigingsperiode wijkt in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk niet significant af van de hierboven geschetste wet- en regelgeving in Nederland. In de onderzochte Amerikaanse wetgeving is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen wettelijk toegekend aan het bestuur van de vennootschap.¹¹

6 Art. 2:108 BW.

7 Rule A-2705/3 sub (iii) Euronext Rule Book II en de Euronext Amsterdam Noteringsovereenkomst. Zie ook art. 2:101, 2:102 en 2:394 BW.

8 Zie Buijn/Storm (2005), p. 85-86 en Eisma (1992), p. 238-241.

9 Art. 4 transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004) en Wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van Richtlijn nr. 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot handel op een geregelende markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* L 390) van 3 juli 2007 (Wetsvoorstel implementatie transparantierichtlijn), met name het daarin voorgestelde art. 5:25c Wft respectievelijk te wijzigen art. 2:101 BW.

10 Eisma (1992), p. 238-241.

11 § 161 Delaware Corporations Code, § 102, 202, 402, 501, 505, 519 en 801 New York Business Corporation act, § 6.21 Model Business Corporation Act 2000/01/02 American Bar Foundation 2003.

6.1.3 Richtlijnen

De VEB publiceerde in 1992 een ‘Code of Conduct’ voor Nederlandse institutionele beleggers. Daarin heeft zij onder andere de aanbeveling gedaan dat de machtiging voor niet langer dan achttien maanden zou moeten worden verleend.¹² SCGOP publiceerde in 2004 een *Handboek Corporate Governance* waarin zij dezelfde aanbeveling deed. Eenzelfde termijn wordt genoemd in het ‘Voorbeeld formulering stembeleid’ bij de ‘Handleiding uitleg bepalingen uit de Code Tabaksblad’ van Eumedion.¹³

6.2 Market practice

6.2.1 Nederland

Bij 24 van de 36 onderzochte vennootschappen is in 2007 machtiging verleend voor een periode van achttien maanden. Bij drie vennootschappen is een machtiging afgegeven voor een andere periode, te weten vijftien maanden, 36 maanden respectievelijk de wettelijke maximumduur van 60 maanden.

Bij acht van de 36 onderzochte vennootschappen was in 2007 machtiging van emissiebevoegdheid niet geagendeerd, maar was sprake van een eerder verleende nog lopende machtiging (par. 4.2.1). In drie van die gevallen is machtiging verleend voor een periode van achttien maanden, in één geval voor 27 maanden, in twee gevallen voor 36 maanden en in twee gevallen voor de wettelijke maximumduur van 60 maanden.

Tabel 4: Delegatieperiode

	AEX	AMX	AMS	Totaal
In 2007 verleende machtiging				
– 15 maanden	0%	0%	8%	3% (1)
– 18 maanden	75%	50%	75%	67% (24)
– 36 maanden	8%	0%	0%	3% (1)
– 60 maanden	0%	8%	0%	3% (1)
Vóór 2007 verleende machtiging				
– 18 maanden	16%	8%	0%	8% (3)
– 27 maanden	0%	0%	8%	3% (1)
– 36 maanden	8%	8%	0%	5% (2)
– 60 maanden	0%	8%	8%	5% (2)

In de kolommen staan tussen haken de absolute aantallen vermeld.

¹² Zie Eisma (1992), p. 238 e.v.

¹³ Eumedion (2006), p. 10.

6.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: de machtigingsperiode tot uitgifte van gewone aandelen bedroeg bij zeven van de twaalf onderzochte vennootschappen de maximale periode van vijf jaar. Eenmaal is een machtigingsperiode van 22 maanden vastgesteld. Tweemaal is een machtigingsperiode van drie jaar vastgesteld.

Verenigd Koninkrijk: bij elf van de twaalf onderzochte vennootschappen is machtiging verleend tot de volgende jaarvergadering, waarbij in een aantal gevallen daarnaast een uiterste datum is bepaald.

Frankrijk: bij acht van de twaalf onderzochte vennootschappen is machtiging verleend voor de maximumperiode van 26 maanden.

Verenigde Staten: in de wetgeving van de staten waar de onderzochte vennootschappen hun zetel hebben is het bestuur bevoegd tot emissie van nieuwe aandelen, tenzij de statuten anders bepalen. De onderzochte vennootschappen bevatten niet een andersluidende statutaire bepaling.

6.3 Best practice

Delegatie van emissiebevoegdheid dient te worden verleend voor een periode van maximaal achttien maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit. Dit percentage sluit aan bij de Nederlandse market practice.¹⁴ Deze periode dient te worden teruggebracht tot zestien maanden zodra de Europese transparantierichtlijn is geïmplementeerd.¹⁵ Een langere delegatieperiode kan in bijzondere gevallen geoorloofd zijn, bijvoorbeeld wanneer sprake is van een meerjarenbeleidsplan waarbij de financieringsstructuur en het daaraan verbonden emissiebeleid zich richten op een langere termijn.

Het delegatiebesluit dient te vermelden of de door de AvA verschaft delegatie door haar kan worden ingetrokken.¹⁶

In geval van een nog lopende delegatieperiode dient het voorstel te worden geformuleerd als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de te verlenen delegatie blijft bestaan.¹⁷

¹⁴ Alsmede de aanbevelingen van VEB en SCGOP – zie par. 6.1.3.

¹⁵ Par. 6.1.1.

¹⁶ Par. 6.1.1.

¹⁷ Par. 6.1.1.

7. TOEGESTANE UITGIFTEKOERS

7.1 Juridisch kader

7.1.1 Nederlands recht

De Nederlandse wettelijke regeling inzake delegatie van emissiebevoegdheid bevat niet een uitdrukkelijke regeling over vaststelling van de uitgiftekoers. Zij bevat wel de bepaling dat bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven op grond van de delegatie.¹ De wet gaat er impliciet van uit dat bij deze aanwijzing tevens machtiging wordt gegeven om de uitgiftekoers te bepalen. De wettelijke regeling sluit anderzijds niet uit dat bij de aanwijzing de bevoegdheid van het aangewezen vennootschapsorgaan om de uitgiftekoers te bepalen wordt beperkt, zoals in een enkel geval in de praktijk ook plaatsvindt.² De enige wettelijke beperking is de algemene bepaling dat bij het nemen van het aandeel daarop ten minste het nominale bedrag moet worden gestort.³ Een uitgifte beneden pari is derhalve niet toegestaan.⁴

Bij uitgifte van gewone aandelen zal de beurskoers rond de emissiedatum sturend zijn voor de uitgiftekoers. In het kader van uitkoopprocedures conform art. 2:92a BW is het uitgangspunt van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer dat *'de beurskoers in het algemeen gezien mag worden als een objectieve waarderingsmethode van ter beurze genoteerde aandelen'*.⁵

Om een emissie ter beurze te doen slagen zal over het algemeen een uitgiftekoers moeten worden vastgesteld die beneden de beurskoers ligt.⁶ Een emissie beneden de beurskoers benadeelt in beginsel de bestaande aandeelhouders aangezien daardoor de

1 Art. 2:96 lid 1 BW.

2 Zie par. 9.2.

3 Art. 2:80 BW, met de aanduiding dat een deel, ten hoogste drievierde, van het nominale bedrag eerst hoeft te worden gestort nadat de vennootschap het zal hebben opgevraagd. Dit percentage is doorgevoerd bij de Wet tot aanpassing aan de 2de EG-Richtlijn van 1981; daarvóór gold een minimumstorting van 10%.

4 Behoudens de uitzondering genoemd in art. 2:80 lid 2 BW.

5 HR 11 september 1996, *NJ* 1997, 176 (*Offerhaus/ING*). Zie voor uitzonderingen bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 23 september 2004, *JOR* 2004/297 (*Vodafone/Libertel*) en Hof Amsterdam (OK) 3 oktober 1996, *NJ* 1998, 466 (*Van Berkel*).

6 Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 30.

economische waarde van hun aandelen daalt. Hun belang wordt echter beschermd door het voorkeursrecht respectievelijk de verhandelbare claim die zij in dat kader krijgen. De waarde van deze claim behoort het nadeel te weerspiegelen dat de oude aandeelhouders lijden doordat verkrijgers van de nieuwe aandelen tegen een te lage koers mede gerechtigd worden tot de reserves. Met ander woorden, komt aan de bestaande aandeelhouders geen voorkeursrecht (respectievelijk een verhandelbare claim) toe, dan kunnen zij door uitgifte tegen een lagere koers benadeeld worden. Tegen deze achtergrond schrijft de wet voor dat bij beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders de keuze van de voorgenomen koers van uitgifte schriftelijk moet worden toegelicht.⁷

7.1.2 Overige jurisdicties

De Duitse wettelijke regeling inzake delegatie van emissiebevoegdheid kent geen specifieke regeling omtrent de toegestane uitgiftekoers.⁸

De *Listing Rules* van de London Stock Exchange bevatten de bepaling dat bij uitgifte van beursgenoteerde aandelen de uitgiftekoers niet lager mag liggen dan 10% van de 'middle market price', gemeten op het moment dat de uitgifte wordt bekendgemaakt.⁹ Van deze minimum uitgiftekoers kan worden afgeweken met goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering.¹⁰

Naar Frans recht gelden de volgende bepalingen ter zake van de uitgiftekoers van beursgenoteerde aandelen:

- de uitgiftekoers moet worden goedgekeurd door de *Conseil d'Etat* (Raad van State) op advies van de toezichthoudende instantie *Autorité des marchés financiers*, maar
- de AvA kan het bestuur machtigen om de uitgiftekoers te bepalen van (per jaar) maximaal 10% van het maatschappelijke kapitaal, waarbij het bestuur de uitgiftekoers moet bepalen op basis van een rapport van de *commissaire aux comptes* (par. 2.1.5). Indien het bestuur gebruikmaakt van deze bevoegdheid dient het een toelichting bij het uitgiftebesluit te publiceren, waarin de voorwaarden van de uitgifte zijn beschreven om de gevolgen voor aandeelhouders te kunnen beoordelen.¹¹

7 Art. 2:96a BW.

8 § 203 lid 1 AktG (*Ausgabe der neuen Aktien*).

9 Listing Rule 9.5.10.

10 Listing Rule 9.5.10 sub (3).

11 Art. L225-136 Code de Commerce.

7.1.3 Richtlijnen

De onderzochte gedragsrichtlijnen voor institutionele beleggers (par. 2.2.2) bevatten geen uitdrukkelijke regeling inzake de toegestane uitgiftekoers.

7.2 Market practice

7.2.1 Nederland

Bij vrijwel alle onderzochte vennootschappen bevat het voorstel respectievelijk het delegatiebesluit geen regeling inzake bepaling van de uitgiftekoers.

In één geval is de bevoegdheid tot uitgifte van preferente aandelen gedelegeerd onder de beperking dat deze moeten worden uitgegeven voor een prijs per aandeel die niet lager is dan de hoogste prijs per certificaat van een gewoon aandeel genoteerd aan NYSE Euronext Amsterdam.

In één van de onderzochte gevallen is bepaald dat de uitgiftekoers van gewone aandelen dient gelegen te zijn tussen de beurskoers en 200% daarvan, waarbij als beurskoers geldt: het gemiddelde van de per elk van de tien beursdagen voorafgaande aan de dag van uitgifte vast te stellen hoogste prijs per aandeel blijkens de Officiële Prijscourant van Euronext.

7.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: eenmaal is over de toegestane uitgiftekoers bepaald dat deze niet ‘materieel’ mag afwijken van de beurskoers.

Verenigd Koninkrijk: in de onderzochte gevallen is in het delegatiebesluit niets bepaald over de toegestane uitgiftekoers.

Frankrijk: in één van de twaalf onderzochte gevallen is bepaald dat de aandelen op grond van de delegatie niet beneden pari mogen worden uitgegeven, in één van de twaalf onderzochte gevallen geldt dat de aandelen in dat geval niet onder de nominale waarde mogen worden uitgegeven, en in twee van de twaalf onderzochte gevallen is bepaald dat de uitgiftekoers in geval van delegatie niet lager mag zijn dan de door de Conseil d’Etat/Autorité des marchés financiers goedgekeurde uitgiftekoers (par. 7.1.2).

In drie van de twaalf onderzochte gevallen is bepaald dat de uitgiftekoers gelijk moet zijn aan het gewogen gemiddelde van de koers van het aandeel over de drie beursdagen voorafgaand aan de ‘pricing date’.

Verenigde Staten: in de wetgeving van de staten waar de onderzochte vennootschappen hun zetel hebben is het bestuur bevoegd tot emissie van nieuwe aandelen, tenzij

de statuten anders bepalen. De onderzochte vennootschappen bevatten niet een andersluidende statutaire bepaling.

7.3 Best practice

Het is de bevoegdheid en de verantwoordelijkheid van het bestuur als orgaan aan wie de emissiebevoegdheid is gedelegeerd om de uitgiftekoers zodanig te bepalen dat alle betrokken belangen, waaronder met name de belangen van aandeelhouders, in acht worden genomen. Het is de bevoegdheid en de verantwoordelijkheid van de RvC, als toezichthoudend orgaan, om erop toe te zien dat de uitgiftekoers met inachtneming van deze belangen wordt vastgesteld.

Indien de uitgiftekoers materieel lager is dan de gemiddelde beurskoers van het betrokken aandeel over de voorafgaande periode van drie maanden, dan dient het bestuur dit via een persbericht en op de website van de vennootschap te melden met een toelichting op deze uitgiftekoers. ‘*Materieel lager*’ wil in dit verband zeggen: meer dan 10% lager dan de gemiddelde beurskoers over de voorafgaande periode van drie maanden.¹² Deze waarborg sluit aan bij het Franse wettelijke systeem dat voorziet in hetzij een uitgiftekoers die hetzij wordt goedgekeurd door de toezichthoudende instantie *Autorité des marchés financiers* hetzij de plicht voor het bestuur om de door hem gekozen uitgiftekoers schriftelijk toe te lichten. Deze waarborg sluit ook aan bij de bepaling in de *Listing Rules* dat de uitgiftekoers niet lager mag liggen dan 10% van de *middle market price*, behoudens uitgifte tegen een andere koers na goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering.¹³

Het belang van aandeelhouders tegen verwatering als gevolg van een te lage uitgiftekoers wordt beschermd door hun wettelijk voorkeursrecht. Als bij emissie van aandelen het voorkeursrecht van aandeelhouders wordt beperkt of uitgesloten dient in voldoende waarborgen te zijn voorzien om hun belang in dit opzicht zeker te stellen, waarbij wordt verwezen naar hoofdstuk 8.

12 Vgl. art. 5:80a en 5:80b Wft in het kader van de Uitvoeringswet 13de Richtlijn: een prijs voor aandelen wordt geacht ‘*billijk*’ te zijn indien deze minder dan 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de voorafgaande periode van drie maanden (art. 5:80b lid 3 Wft). Zie ook art. 2:94a lid 3 sub a BW volgens het voorstel van wet houdende uitvoering van Richtlijn 2006/68/EG.

13 Par. 7.1.2.

8. UITSLUITING EN BEPERKING VAN VOORKEURSRECHT

8.1 Juridisch kader

8.1.1 Nederlands recht

Iedere aandeelhouder van een naamloze vennootschap heeft bij uitgifte van aandelen een voorkeursrecht naar evenredigheid van het gezamenlijk bedrag van zijn aandelen.¹ Dit voorkeursrecht geldt echter niet voor aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld, tenzij de statuten anders bepalen.² Bovendien geldt dit voorkeursrecht niet voor aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van een naamloze vennootschap of van een groepsmaatschappij.³

Daarnaast hebben de houders van gewone aandelen geen voorkeursrechten ten aanzien van preferente aandelen en hebben omgekeerd houders van preferente aandelen geen voorkeursrechten ten aanzien van nieuw uit te geven gewone aandelen, tenzij de statuten anders bepalen.⁴ Reden voor deze uitzondering is dat door uitgifte van preferente aandelen de rechten van houders van gewone aandelen op hun deel in de reserves van de vennootschap niet of slechts in beperkte mate worden aangetast.⁵

De wettelijke bepalingen inzake voorkeursrechten gelden niet voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal.⁶

De uitgifte van aandelen met voorkeursrecht wordt door de NV aangekondigd in de *Staatscourant* en in een landelijk verspreid dagblad. In deze aankondiging is ook vermeld het tijdvak waarin het voorkeursrecht kan worden uitgeoefend. Gedurende een periode van twee weken na de dag van de aankondiging in de *Staatscourant* kan het voorkeursrecht door de aandeelhouders worden uitgeoefend.⁷

Het voorkeursrecht kan bij de NV – anders dan bij de BV – niet in de statuten worden beperkt of uitgesloten.⁸ Wel kan het voorkeursrecht worden beperkt of uitgeslo-

1 Art. 2:96a lid 1 BW.

2 Art. 2:96a lid 1 BW.

3 Art. 2:96a lid 1 BW.

4 Art. 2:96a lid 2 BW.

5 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 239; Buijn/Storm (2005), § 3.72, p. 88-89.

6 Art. 2:96b BW.

7 Art. 2:96a lid 4 en lid 5 BW.

8 Art. 2:206a lid 1 BW.

ten bij besluit van de AvA, mits dit besluit is genomen met een tweederde meerderheid indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.⁹

De AvA kan het orgaan waaraan zij emissiebevoegdheid heeft gedelegeerd ook aanwijzen als bevoegd om het voorkeursrecht te beperken of uit te sluiten.¹⁰ Deze bevoegdheid kan net als de emissiebevoegdheid voor niet langer dan vijf jaar worden verleend en telkens voor niet langer dan vijf jaar worden verlengd. Net als bij delegatie van emissiebevoegdheid kan de gedelegeerde bevoegdheid om het voorkeursrecht uit te sluiten of te beperken niet worden ingetrokken, tenzij bij de aanwijzing uitdrukkelijk anders is bepaald.¹¹ Voor het delegatiebesluit geldt eenzelfde 'semi-quorum'-eis van een tweederde meerderheid als minder dan de helft van het kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd. Een besluit tot uitsluiting of beperking en een besluit tot delegatie van deze bevoegdheid moet binnen acht dagen bij het handelsregister worden gedeponneerd.¹²

Het voorkeursrecht vormt een wettelijke bescherming voor aandeelhouders tegen verwatering van hun financiële belang en hun zeggenschapsrechten bij een emissie.¹³ Om een emissie ter beurse te laten slagen zal over het algemeen een inbreng moeten worden vastgesteld die beneden de beurskoers ligt. Een emissie beneden de beurskoers benadeelt echter in beginsel de bestaande aandeelhouders aangezien emissie tegen een lagere waarde hun belang verwatert. Hun voorkeursrecht respectievelijk de verhandelbare claim die zij in dat kader ontvangen beschermt hen daartegen.¹⁴ Om die reden kent de wettelijke regeling inzake het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht als waarborg de hierboven genoemde (semi-quorum) eis in geval van delegatie. Daarnaast moeten in het voorstel tot uitsluiting of beperking de redenen voor het voorstel en de keuze van de voorgenomen uitgiftekoers schriftelijk worden toegelicht.¹⁵ Deze wettelijke eis geldt als sprake is van een voorstel door het bestuur aan de AvA, niet als het recht door de AvA is gedelegeerd aan een ander orgaan (over het algemeen het bestuur).

De hierboven beschreven wettelijke regeling is van overeenkomstige toepassing verklaard voor het voorkeursrecht van aandeelhouders bij het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen.¹⁶

9 Eenzelfde quasi-quorum eis als bij kapitaalvermindering – art. 2:99 lid 6 BW. Zie Van Schilf-gaarde/Winter (2006), nr. 29 (p. 84) over de consequentie dat bij aanwezigheid van 49% ten minste 32% voor moet stemmen en bij aanwezigheid van 50% een meerderheid van 26% voldoende is.

10 Art. 2:96a lid 6 BW.

11 Art. 2:96a BW.

12 Art. 2:96a lid 7 BW.

13 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 11 april 2007, *JOR* 2007/180 (*Prins Holding*).

14 Zie hierover tevens par. 9.1.1.

15 Art. 2:96a lid 6 BW.

16 Art. 2:96a lid 8 BW.

Recentelijk is bij emissies door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen het voorkeursrecht uitgesloten door het bestuur op basis van een daartoe strekkend delegatiebesluit, om vervolgens aan aandeelhouders een optie of claimrecht op de nieuw uit te geven aandelen te verschaffen (*'transferable subscription entitlement'* of *'SET'*). Dit recht wordt aan aandeelhouders verschaft die aan een aantal voorwaarden voldoen, met name dat zij niet in bepaalde jurisdicties (Australië, Canada, Japan, Verenigde Staten) zijn gevestigd. Reden hiervoor is – waarschijnlijk – dat de uitgaande vennootschap beoogt niet te hoeven voldoen aan wettelijke vereisten inzake aanbidding van effecten in de uitgesloten jurisdicties.

De wet schrijft voor dat een naamloze vennootschap aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze moet behandelen en dat aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden voor zover bij de statuten niet anders is bepaald.¹⁷ Een afwijking van deze gelijke behandeling, zoals bij toepassing van *transferable subscription entitlements* als hierboven omschreven het geval is, is louter toegestaan als voor de ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen¹⁸ respectievelijk voor zover voorzien in de statuten.¹⁹

8.1.2 Overige jurisdicties

De wettelijke regelingen naar Duits, Frans en Engels recht ten aanzien van voorkeursrechten, en het beperken of opzijzetten daarvan, wijken niet materieel af van het hierboven omschreven Nederlandse systeem (par. 2.1.3-2.1.5).

De Engelse Pre-Emption Group heeft een *'Statement of Principles'* opgesteld over de uitgangspunten en principes die dienen te gelden bij het uitsluiten of beperken van voorkeursrechten.²⁰ Zo heeft de Pre-Emption Group als uitgangspunt geformuleerd dat het bestuur bij de eerst mogelijke gelegenheid zijn voornemen tot het opzijzetten of beperken van voorkeursrechten moet aankondigen en een dialoog daarover met de aandeelhouders moet aangaan.²¹ Daarnaast stelt de Pre-Emption Group dat het bestuur moet trachten om bij uitgifte de korting ten opzichte van de beurskoers te beperken tot maximaal 5%.²² Dit *Statement of Principles* gaat er overigens impliciet van uit dat geen machtiging aan het bestuur is of wordt verleend tot het opzijzetten of beperken van voorkeursrechten.

De onderzochte Amerikaanse wetgevingen hebben als uitgangspunt dat aandeelhouders geen voorkeursrechten hebben op nieuw uit te geven aandelen, tenzij de sta-

17 Art. 2:92 lid 1 en 2 BW.

18 Art. 2:92 lid 1 en 2 BW. HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (*Verenigde Bootlieden*).

19 HR 14 december 2007, *JOR* 2008/11, m.nt. Doorman, *RvdW* 2008, 1 (*DSM*).

20 Zie www.pre-emptiongroup.org.uk.

21 *Disapplying pre-emption rights, a Statement of Principles, 'overarching principles'*, onder 8.

22 *Disapplying pre-emption rights, a Statement of Principles, 'other considerations to non-pre-emptive issues'*, onder 18.

tuten van de betrokken vennootschap anders bepalen (par. 2.1.6). De statuten van de onderzochte vennootschappen bevatten niet een zodanige afwijkende regeling.

8.1.3 Richtlijnen

In een aantal onderzochte richtlijnen van stemadviesbureaus (par. 2.2.2) is het maximum aantal aandelen verbonden aan het al dan niet uitsluiten van voorkeursrechten (Bijlage I).

8.2 Market practice

8.2.1 Nederland

Bij 27 van de 36 onderzochte vennootschappen is in 2007 machtiging tot uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht verleend. Bij zestien van deze vennootschappen is voor een (bestuurs)besluit tot beperking of uitsluiting van voorkeursrechten op grond van een daartoe strekkende delegatie goedkeuring van de RvC vereist.²³

Bij acht van de 36 onderzochte vennootschappen was in 2007 machtiging van emissiebevoegdheid niet geagendeerd maar was sprake van een eerder verleende, nog lopende machtiging (par. 4.2.1). In zeven van deze gevallen is bij die eerdere machtiging ook machtiging tot uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht verleend. In één geval (een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal) komt statutair de aandeelhouders geen voorkeursrecht toe, tenzij uitdrukkelijk anders is bepaald in het besluit tot uitgifte. Bij vijf van deze onderzochte vennootschappen is goedkeuring door de RvC vereist voor het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht. In één van de overige drie gevallen is de vergadering van prioriteitsaandeelhouders gemachtigd tot uitgifte van aandelen en in één ander geval is sprake van een one tier-structuur (dus zonder RvC).

Tabel 5: Uitsluiting/beperking voorkeursrecht

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Bevoegdheid tot uitsluiting/beperking voorkeursrecht gedurende 2007 gedelegeerd	100%	83%	92%	92% (33)
Waarvan:				
– bevoegdheid vóór 1 januari 2007 gedelegeerd	25% (3)	17% (2)	8% (1)	17% (6)
– bevoegdheid in de loop van 2007 gedelegeerd	75% (9)	67% (8)	84% (10)	75% (27)
(Bestuurs)besluit tot uitsluiting/beperking voorkeursrecht vereist goedkeuring RvC	67%	69%	42%	68% (21)

In de kolommen staan tussen haken de absolute aantallen vermeld.

²³ In één van de onderzochte gevallen is de bevoegdheid tot uitsluiting/beperking van het voorkeursrecht gedelegeerd aan de RvC zelf.

8.2.2 Overige jurisdicties

Duitsland: bij zes van de twaalf onderzochte vennootschappen is het bestuur gemachtigd tot uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht, onder de voorwaarde dat de uitgiftekoers daarbij niet significant (in een aantal gevallen gekwantificeerd op 5%) lager is dan de beurskoers én de hoeveelheid aandelen waarop deze bevoegdheid ziet niet meer is dan 10% van het geplaatste kapitaal (*Grundkapital*).

Frankrijk: bij zeven van de twaalf vennootschappen is het bestuur aangewezen om te besluiten tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht van aandeelhouders.

Verenigde Staten: naar de onderzochte Amerikaanse wetgevingen hebben aandeelhouders geen voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen, tenzij de statuten anders bepalen. De statuten van de onderzochte vennootschappen bevatten geen andersluidende regelingen.

8.3 Best practice

Een aandelenemissie tegen een inbreng lager dan de beurskoers op het moment van emissie benadeelt houders van reeds uitgegeven aandelen, aangezien emissie tegen lagere inbreng leidt tot waardedaling van hun aandelen. Het wettelijk voorkeursrecht respectievelijk de verhandelbare claim die zij in dat kader ontvangen beschermt hen daartegen respectievelijk compenseert die waardedaling.

Als naast de emissiebevoegdheid ook de bevoegdheid tot het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht aan het bestuur wordt gedelegeerd valt deze waarborg weg. Om die reden dient in een dergelijk geval van dubbele delegatie te worden voorzien in een vervangende waarborg, naast de best practice-aanbeveling dat in het delegatiebesluit dient vast te liggen dat uitoefening van de gedelegeerde bevoegdheden de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist.²⁴

Een zodanig gecombineerd delegatiebesluit dient er daarom in te voorzien dat:

- (i) bij het uitoefenen door het bestuur van deze beide bevoegdheden de waarde van de inbreng niet meer dan 10% lager is dan de gemiddelde beurskoers over de voorafgaande periode van drie maanden;²⁵ en
- (ii) een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie op de website van de vennootschap wordt geplaatst, tezamen met een uiteenzetting en toelichting van de voorgenomen inbreng.

²⁴ Par. 3.3.

²⁵ Vgl. art. 5:80a en 5:80b Wft in het kader van de Uitvoeringswet 13de Richtlijn: een prijs voor aandelen wordt geacht 'billijk' te zijn indien deze minder dan 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de voorafgaande periode van drie maanden (art. 5:80b lid 3 Wft).

Daarnaast dient statutair of in het delegatiebesluit vast te liggen dat een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie de voorafgaande goedkeuring van de RvC vereist.²⁶

Deze waarborgen sluiten aan bij het Franse wettelijke systeem dat voorziet in hetzij een uitgiftekoers die wordt goedgekeurd door de toezichthoudende instantie *Autorité des marchés financiers* dan wel de plicht voor het bestuur om de door hem gekozen uitgiftekoers schriftelijk toe te lichten. Deze waarborgen komen overeen met de Duitse *market practice* dat in geval van het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht door het bestuur de uitgiftekoers niet significant lager mag zijn dan de beurskoers²⁷ en sluiten aan bij de Engelse beursregel dat de uitgiftekoers niet lager mag liggen dan 10% van de *middle market price*, behoudens uitgifte tegen een andere koers na goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering.²⁸

²⁶ Zie par. 3.3.

²⁷ Par. 8.2.2.

²⁸ Par. 7.1.2.

9. BESCHERMINGSREFERENTE AANDELEN

9.1 Juridisch kader

9.1.1 Nederlands recht

a. Inleiding

Een regelmatig voorkomende beschermingsstructuur bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen is de mogelijke uitgifte van beschermingspreferente aandelen. Deze structuur komt erop neer dat de vennootschap in geval van een (dreigend) vijandig openbaar bod of een andere poging om de zeggenschap te verwerven preferente aandelen uitgeeft aan een eerder daartoe opgerichte rechtspersoon, over het algemeen een stichting. Door deze uitgifte zal het voor een vijandige bieder of indringer onmogelijk of zeer moeilijk worden om de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders te verkrijgen.¹

De 13de Europese Richtlijn bevat harmonisatiebepalingen inzake (onder andere) bescherming door de vennootschap tegen een openbaar bod. De richtlijn laat echter – als resultaat van een politiek compromis – de lidstaten bij de implementatie hiervan aanzienlijke vrijheid.² De Nederlandse Uitvoeringswet 13de Richtlijn³ staat de toepassing van zodanige beschermingsmaatregelen toe tenzij de statuten van de vennootschap anders bepalen.⁴

Nederland behoort tot de minderheid van Europese jurisdicties waar het is toegestaan om na een vijandig bod zonder direct voorafgaande goedkeuring van de AvA beschermingsmaatregelen te nemen zoals plaatsing van beschermingspreferente aandelen bij een bevriende partij.⁵

1 Zie bijvoorbeeld Oostwouder (1993), p. 129 e.v., Dortmund (2000), p. 171 e.v., Nieuwe Weme/Van Solinge (2006), Schwarz (1999), p. 436 e.v.

2 Nieuwe Weme/Van Solinge (2006).

3 Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van Richtlijn nr. 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod (*Stb.* 2007, 202) en het Besluit openbare biedingen (*Stb.* 2007, 329), in werking getreden in oktober 2007 (*Stb.* 2007, 390 en 391).

4 Art. 2:359b BW.

5 Zie Abma (2006), p. 172.

Tabel 6: Overzicht implementatie 13de Richtlijn⁶

Land	NL	FR	Dui	VK	Spa	Ita	Irl	Dk	Zwe	Bel	Oos
Verplichte toepassing passiviteitsregel	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja
Verplichte toepassing doorbraakregeling	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitsregel ⁷	Ja	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee
Land	Port	Grie	Fin	Tsj	Hon	Let	Lit	Pol	Lux	Slow	
Verplichte toepassing passiviteitsregel	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nee	Nee	Ja	
Verplichte toepassing doorbraakregel	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Ja	Ja	Nee	Nee	Nee	
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitsregel	Ja	Ja	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja	Ja	Nee	

De Nederlandse Uitvoeringswet 13de Richtlijn voorziet in de mogelijkheid, maar niet in de plicht, dat een beursgenoteerde vennootschap in haar statuten opneemt dat zij bij aankondiging van een openbaar bod geen handelingen zal verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren, tenzij voorafgaand aan de handeling goedkeuring wordt verleend door de AvA.⁸ Ook voorziet deze Uitvoeringswet in de mogelijkheid, maar niet in de plicht, dat een beursgenoteerde vennootschap in haar statuten opneemt dat degene die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van de aandelen houdt bevoegd is om op korte termijn na aanvaarding van het bod een AvA bijeen te roepen waarin bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet gelden.⁹ Dit betekent dat Nederlandse vennootschappen in beginsel zelf kiezen voor een ‘onbeschermd’ of een ‘beschermd’ vennootschappelijk karakter.¹⁰

b. Tijdelijk karakter

Blijkens de Parlementaire Geschiedenis is – ook voor ‘beschermd’ vennootschappen – wel het uitgangspunt dat beschermingsconstructies zoals uitgifte van bescher-

6 Stand van zaken per januari 2007 ontleend aan de nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn (*Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 8*) en Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, Brussels 21 februari 2007 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf), waarover Hijink (2007).

7 Alleen met betrekking tot de passiviteitsregel (*‘board neutrality rule’*).

8 Art. 2:359b lid 1 BW.

9 Art. 2:359b lid 2 BW.

10 *Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 16 (MvT)*.

mingspreferente aandelen een tijdelijk karakter hebben. Het wordt onwenselijk geacht wanneer de ondernemingsleiding een belangrijk gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering langdurig negeert of zou kunnen negeren. Met het oog op een dynamische kapitaalmarkt en een concurrerende economie wordt het ook onwenselijk geacht dat een overname die het economische belang van de doelvennootschap dient, achterwege blijft vanwege bepaalde juridische beschermingsmaatregelen, aldus de minister.¹¹

De beoogde tijdelijkheid van beschermingspreferente aandelen heeft weerslag gevonden in de Uitvoeringswet 13de Richtlijn. De stichting bij wie de beschermingspreferente aandelen kunnen worden geplaatst, is vrijgesteld van de plicht tot het doen van een openbaar bod (die van toepassing is zodra een aandeelhouder ten minste 30% van de stemrechten in de AvA kan uitoefenen) indien aan twee voorwaarden wordt voldaan: de stichting moet onafhankelijk zijn van de beursgenoteerde vennootschap en de stichting mag de preferente aandelen houden voor de duur van maximaal twee jaar ter bescherming van de doelvennootschap.¹²

Deze tijdelijkheid van beschermingsconstructies sluit aan bij de jurisprudentie inzake beschermingsconstructies.¹³ Volgens deze jurisprudentie vereist de uitgifte van preferente beschermingsaandelen een zorgvuldige belangenafweging van het tot uitgifte bevoegde orgaan. Redelijkheid en billijkheid brengen met zich mee dat een vennootschap die geconfronteerd wordt met een poging van een derde om overwegende zeggenschap te verwerven op zijn minst bereid moet zijn om kennis te nemen van de voornemens van deze derde en deze voornemens te willen bezien.¹⁴ Bestuur en raad van commissarissen van de doelvennootschap zijn verplicht om de intenties van de bidder te onderzoeken, met deze nader overleg te voeren en eventueel met hem te onderhandelen.¹⁵ De doelvennootschap zal volgens deze jurisprudentie slechts mogen overgaan tot het uitgeven van beschermingsaandelen indien dit geschiedt met het oog op het creëren van de status quo waardoor onder meer ruimte ontstaat voor het voeren van overleg met de bidder.¹⁶ De Hoge Raad overwoog in de *ABN AMRO*-uitspraak:

11 *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 16 (MvT).

12 Art. 5:71 lid 1 sub c Wft waarover Nieuwe Weme (2004), p. 162.

13 Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *JOR* 2001/55 (*LVMH/Gucci*), r.o. 4.6, Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (*Rodamco North America*), r.o. 3.9, HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. Maeijer, *JOR* 2003/110; m.nt. Blanco Fernández (*Rodamco North America*) en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*).

14 Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999/89 (*Uni-Invest/Breevast*), r.o. 4.16.

15 Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *JOR* 2001/55 (*LVMH/Gucci*), r.o. 4.6 en Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (*Rodamco North America*), r.o. 3.9.

16 HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. Maeijer en *JOR* 2003/110; m.nt. Blanco Fernández (*Rodamco North America*).

'Het bestuur is onder omstandigheden gehouden de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bieders te respecteren en dient zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bieders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat zij een 'level playing field' illusoir maken'.¹⁷

De Hoge Raad overwoog in de RNA-uitspraak:

'Als uitgangspunt [dient] te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.'

en

'Voor de beantwoording van de vraag of het nemen en voorsnog handhaven van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is, zal als maatstaf moeten gelden of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname.'¹⁸

In het kader van de totstandkoming van de Uitvoeringswet 13de Richtlijn heeft de regering als uitgangspunt genomen dat in een periode van zes maanden na het uitbrengen van een openbaar bod voldoende mogelijkheden zijn ingebouwd voor bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap om de bieder tot nader overleg te dwingen of om een alternatief bod uit te lokken.¹⁹ Bij de verplicht bod-regeling is evenwel gekozen voor een periode van maximaal twee jaar (zie hiervoor).

De Commissie Tabaksblat schreef in haar Verantwoording bij de Code Tabaksblat dat de lagere waardering van de gemiddelde Nederlandse beursgenoteerde vennootschap deels is terug te voeren op het veelvuldige gebruik van beschermingsconstructies en dat deze situatie een wettelijke regeling vergt. Zij beval de wetgever aan om bij het ontwerpen van een wettelijke regeling over beschermingsconstructies in ieder geval te regelen dat deze na een beperkte periode konden worden ingetrokken waar-

¹⁷ HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178; m.nt. Nieuwe Weme (*VEB/ABN AMRO*).

¹⁸ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. Maeijer en *JOR* 2003/110; m.nt. Blanco Fernández (*Rodamco North America*), r.o. 3.7. In gelijke zin 'Verantwoording van het werk van de Commissie' bij de Code Tabaksblat, Commissie Corporate Governance (2003), onderdeel 58 en Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, mei 2007. Zie ook de brief van de Minister van Financiën inzake 'corporate governance, hedgefondsen en private equity', *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1.

¹⁹ *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18 (MvT), in het kader van de destijds opgenomen 'doorbraakregel' van art. 2:359c BW, waarover Kroeze (2007).

bij naar het oordeel van de Commissie te denken valt aan een periode van zes maanden.²⁰

Een vergelijkbare rustperiode is terug te vinden in het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.²¹ In het kader van het agenderingsrecht van aandeelhouders inzake onderwerpen die kunnen leiden tot wijziging van de strategie van de onderneming beveelt de Monitoring Commissie aan dat bestuur en RvC een termijn van 180 dagen als *'responstijd'* wordt gegund. Die periode dient het bestuur te benutten voor *'dialogo, beraad en verkenning van de alternatieven'*.

Ondanks deze periodes van zes maanden respectievelijk twee jaar houdt de RNA-uitspraak van de Hoge Raad de mogelijkheid open om in bijzondere omstandigheden de beschermingsmaatregel voor een langere periode te handhaven.²²

c. Onafhankelijkheid stichtingsbestuur

Een waarborg voor zorgvuldige besluitvorming in het kader van beschermingspreferente aandelen is de onafhankelijkheid van het bestuur van de stichting. De hiervoor genoemde vrijstelling van het verplicht openbaar bod geldt voor de beschermingsstichting als deze *'een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon is die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming'*.²³

Het begrip *'onafhankelijke rechtspersoon'* is (nog) niet nader omschreven.²⁴ Bijlage X van Euronext Rule Book II (inmiddels vervallen) bevatte een specifiek voorschrift omtrent de samenstelling van het bestuur van de beschermingsstichting ter waarborging van een onafhankelijke samenstelling en een onafhankelijke oordeelsvorming.²⁵ De Code Tabaksblad bevat ten aanzien van de RvC een aantal best practice-bepalingen ter specificering van het principe dat de RvC zodanig moet zijn samengesteld dat de leden *'ten opzichte van elkaar, het bestuur en welk deelbelang dan*

20 *'Verantwoording van het werk van de Commissie'* bij de Code Tabaksblad, Commissie Corporate Governance (2003), onderdeel 56-59.

21 Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, mei 2007. Zie ook de brief van de Minister van Financiën inzake *'corporate governance, hedgefondsen en private equity'*, Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1.

22 Nieuwe Weme (2007), p. 160 e.v.

23 Art. 5:71 Wft ingevoerd in het kader van de Uitvoeringswet 13de Richtlijn.

24 Volgens art. 5:71 lid 2 Wft kunnen hierover bij algemene maatregelen van bestuur nadere regels worden gesteld.

25 NYSE Euronext Amsterdam heeft bij mededeling 2007-051 van 14 december 2007 Bijlage X met onmiddellijke ingang getrokken ter gelegenheid van de inwerkingtreding van de nieuwe biedingsregels in de Wft en Boek 2 BW die hebben plaatsgevonden bij de Wet ter implementatie van de overnamerichtlijn conform de Nota van Toelichting bij het Besluit houdende implementatie van Richtlijn 2004/25/EG en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (Besluit openbare biedingen Wft), *Stb.* 2007, 329.

ook onafhankelijk en kritisch kunnen opereren'.²⁶ Ook de wettelijke regeling inzake certificering van beursgenoteerde aandelen bevat een regeling inzake de onafhankelijke samenstelling van het bestuur van, in dat geval, het administratiekantoor.²⁷ Deze regelingen verschaffen een referentiekader voor de onafhankelijkheid van het bestuur en een bestuurder van een beschermingsstichting.

d. Call- en putoptie

Het bestuur van de vennootschap kan de stichting het recht verlenen beschermingsaandelen te nemen, een zogenoemde calloptie.²⁸ Een calloptie geeft het bestuur van de stichting de mogelijkheid te bepalen of en wanneer het de beschermingspreferente aandelen zal verkrijgen. Tussen de vennootschap en de stichting kunnen nadere voorwaarden zijn gesteld waaronder de stichting de calloptie kan uitoefenen.²⁹ De contractuele relatie tussen de vennootschap en de stichting – waaronder de calloptie – wordt niet teniet gedaan doordat het bestuur de bevoegdheid tot uitgifte van preferente aandelen mocht verliezen doordat de AvA de delegatie van emissiebevoegdheid niet verlengt.³⁰

De stichting en (het bestuur van) de vennootschap kunnen een putoptie overeenkomen, in die zin dat de stichting zich verplicht beschermingspreferente aandelen te nemen indien (het bestuur van) de vennootschap tot de uitgifte daarvan besluit. Een dergelijke putoptie is geen recht tot het nemen van aandelen maar een verplichting van de stichting om de door het tot uitgifte bevoegde orgaan uit te geven aandelen te nemen.³¹ Het bestuur van de vennootschap zal de optie niet kunnen uitoefenen indien en voor zover het niet (langer) tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen bevoegd is.³²

26 Principe III.2 en best practice-bepalingen III.2.1 tot en met III.2.3 Code Tabaksblat.

27 Art. 2:118a lid 3 BW.

28 Buijn/Storm (2005), § 14.6, p. 568. Veelal wordt hiervoor de term 'Stichting continuïteit' gebruikt.

29 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 94 e.v. Zie echter ook Dortmund (2000), p. 172: '*Mijn ervaring is dat de uitoefening van de call optie volledig wordt overgelaten aan de derde en dat deze niet wordt geclausuleerd*'.

30 Buijn/Storm (2005), § 14.6, p. 570. Anders: Schwarz (1999), p. 437 e.v.: '*Het orgaan dat de emissiebevoegdheid van beschermingsaandelen krijgt gedelegeerd, mag deze bevoegdheid gebruiken voor het doel waarvoor deze is gegeven, te weten het afweren van een dreigende overnamepoging. Het gaat niet aan dat dit orgaan, indien zich geen dreiging voordoet, opties op bedoelde aandelen verleent die de algemene vergadering voor een langere periode dan de delegatieperiode buitenspel zet*'. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork), waarover onder andere Bulten (2007).

31 Dortmund (2000), p. 173. In de literatuur wordt een putoptie als minder raadzaam bestempeld; zie Buijn/Storm (2005), § 14.6, p. 571-572.

32 Dortmund (2000), die meent dat in geval van een gecombineerde call- en putoptie de calloptie geen recht (meer) vormt tot het nemen van aandelen als in de wet bedoeld: '*De stichting erkent door de overeengekomen gemengde optie als het ware geen echt optierecht te hebben verkregen, omdat zij toestaat dat de vennootschap de desbetreffende aandelen ook nog zelf, buiten haar om, kan uitgeven*'.

9.1.2 Overige jurisdicties

Het is in alle onderzochte jurisdicties mogelijk aandelen uit te geven van afzonderlijke soort met aan iedere soort specifiek gekoppelde rechten. In de onderzochte jurisdicties zijn geen gegevens gevonden die wijzen op een structuur met preferente beschermingsaandelen die vergelijkbaar is met de Nederlandse beschermingsstructuur.³³

Het bestuur van een PLC zal bij een voorstel tot delegatie van bevoegdheid tot beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij de agenda een toelichting op het voorstel tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht moeten geven. Indien een dergelijke beperking of uitsluiting ten doel heeft de vennootschap te beschermen tegen een overname, zal dat expliciet uit de toelichting moeten blijken.³⁴

In de *The Takeover Code* zijn voorschriften opgenomen waar de partijen, betrokken bij een openbaar bod ten aanzien van een beursgenoteerde onderneming, aan dienen te voldoen. De handhaving van de *The Takeover Code* wordt verricht door het *Takeover Panel*. In de *General Principles* is opgenomen dat het bestuur van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en de houders van aandelen of gelijksoortige effecten de mogelijkheid moet bieden te beslissen op de merites van het bod.³⁵ Het bestuur mag niet zonder goedkeuring van de AvA tijdens een openbaar biedings-proces enige (trans)actie ondernemen die een (mogelijk) bod zouden kunnen frustreren. Evenmin mag het bestuur in die periode zonder goedkeuring van de AvA aandelen of opties uitgeven, materiële acquisities of desinvesteringen plegen of contracten aangaan buiten de gebruikelijke bedrijfsvoering.³⁶

De Franse *Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, samengesteld door de *Association Française des Entreprises Privées* (AFEP) en de *Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF), beveelt aan dat het bestuur ten tijde van een openbaar overnamebod geen gebruikmaakt van de aan haar gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van aandelen.³⁷

33 Zie het overzicht op pagina 12 van de nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn (*Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 8).

34 Zie par. 8.1.2 en par. 2.1.4.

35 *The Takeover Code*, afdeling B1, General Principles nr. 3.

36 *The Takeover Code*, section I, rule 3.

37 § 5.2. La légitimité de l'autorisation donnée au Conseil d'administration de faire usage de délégations d'augmentation de capital en période d'offre publique, *Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, versie oktober 2003.

9.1.3 Richtlijnen

Het *Handboek Corporate Governance* 2004 van SCGOP bevatte de aanbeveling om tegen de uitgifte van opties op gewone of beschermingspreferente aandelen te stemmen, als die opties een langere looptijd hebben dan de delegatie van emissiebevoegdheid voor deze aandelen.³⁸

ISS geeft standaard een negatief stemadvies bij het agendapunt om het bestuur te machtigen een dusdanig aantal beschermingspreferente aandelen uit te geven dat deze aandelen na uitgifte het aantal gewone aandelen neutraliseren.³⁹

9.2 Market practice

9.2.1 Nederland

In tabel 2 (par. 4.2.1) van dit rapport is weergegeven dat in 2007 in vier van de 36 onderzochte gevallen delegatie van emissiebevoegdheid voor beschermingspreferente aandelen was geagendeerd en het voorstel in alle gevallen is aangenomen.

Bij 24 van de 36 onderzochte vennootschappen is blijkens de jaarverslagen al eerder een optie verleend met betrekking tot beschermingspreferente aandelen. Hierbij gaat het afwisselend om een calloptie, een putoptie⁴⁰ of een combinatie daarvan. De precieze vorm en voorwaarden van de optie zijn vaak niet uit de jaarverslagen af te leiden omdat over het algemeen wordt volstaan met een algemene omschrijving.

Tabel 7: Call-/putopties beschermingspreferente aandelen

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Call- en/of putoptie beschermingspreferente aandelen verleend	92%	58%	50%	67% (24)

In de laatste kolom staat tussen haken het absolute aantal vermeld.

Uit het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 1998 blijkt dat destijds bij 88 van de 159 onderzochte Nederlandse vennootschappen (55%) sprake was van beschermingspreferente aandelen.⁴¹

³⁸ SCGOP 2004, p. 25.

³⁹ Zie Abma (2006), p. 172.

⁴⁰ In één geval omschreven als 'the right to require the Foundation to exercise the call option'.

⁴¹ Monitoring Commissie Corporate Governance (1998).

9.2.2 Overige jurisdicties

Bij de onderzochte vennootschappen is geen sprake van de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen. Van een call- of putoptie voor beschermingspreferente aandelen is dientengevolge ook geen sprake.

9.3 Best practice

Beschermingspreferente aandelen worden slechts uitgegeven:

- (i) als een tijdelijke, noodzakelijke en proportionele bescherming tegen een concrete bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap of een concrete bedreiging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en van de belangen van de aandeelhouders, de werknemers en andere bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen en na zorgvuldige afweging van deze belangen;⁴²
- (ii) aan een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk is ten opzichte van de vennootschap;⁴³
- (iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen;⁴⁴ en
- (iv) met als doel om het bestuur en de RvC van de vennootschap de tijd te verschaffen om in constructief overleg te treden met de bieder, om mogelijke alternatieven te verkennen, om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren of om de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de onder (i) vermelde belangen te beschermen.⁴⁵

In geval van een voorstel tot delegatie van de bevoegdheid tot het uitgeven van beschermingspreferente aandelen, welke gedelegeerde bevoegdheid zal worden uit-

42 HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*Rodamco North America*); Nieuwe Weme (2007), p. 160 e.v.

43 Art. 2:118a lid 3 BW, Bijlage X Euronext Rule Book II (vervallen), onderdeel A.2 en de Code Tabaksblad (Principe III.2 en best practice-bepaling III.2.1-III.2.3) verschaffen een referentiekader ter bepaling of het bestuur voldoende onafhankelijk is samengesteld.

44 Ervan uitgaande dat het maatschappelijk kapitaal in aandelen van eenzelfde bedrag is verdeeld conform art. 2:118 lid 2 BW.

45 HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286, m.nt. Maeijer en *JOR* 2003/110; m.nt. Blanco Fernández (*Rodamco North America*), r.o. 3.7 en de verdere jurisprudentie, vermeld in par. 9.1.1.b. In gelijke zin 'Verantwoording van het werk van de Commissie' bij de Code Tabaksblad, Commissie Corporate Governance (2003), onderdeel 58 en Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, mei 2007. Zie ook de brief van de Minister van Financiën inzake 'corporate governance, hedgefondsen en private equity', *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1. Zo ook *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18 (MvT), in het kader van de destijds ogenomen 'doorbraakregel' van art. 2:359c BW.

geoefend door verlening van een call- of putoptie, dient de toelichting een omschrijving te bevatten van:

- (v) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- (vi) het maximum aantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- (vii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen uitstaan;
- (viii) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en
- (ix) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon met welke de optieovereenkomst is of wordt gesloten.

Ingeval een call- of putoptie ter zake van beschermingspreferente aandelen is verleend vermeldt de vennootschap de hierboven (onder (v)-(ix)) vermelde gegevens ieder jaar in haar jaarverslag.⁴⁶

⁴⁶ Best practice-bepaling IV.3.9 Code Tabaksblat en art. 5:25k lid 4 sub e Wft volgens wetsvoorstel tot wijziging van deze Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van Richtlijn 2004/109/EG (transparantierichtlijn).

LITERATUUR

Abma (2006)

R. Abma, 'Het Aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2006, p. 169-177.

Abma I (2007)

R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2007.

Abma II (2007)

Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht', 5 juni 2007, Deventer: Kluwer 2007.

AFEP/MEDEF (2003)

Association Française des Entreprises Privées en Mouvement des Entreprises de France, La légitimité de l'autorisation donnée au Conseil d'administration de faire usage de delegations d'augmentation de capital en période d'offre publique, Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, oktober 2003.

Asser-Maeijer 2-III (2000)

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon: de naamloze en de besloten vennootschap, 2de druk, Deventer: Kluwer 2000.

Bosse (2002)

W. Bosse, 'Het rechtskarakter van de niet in de wet overgenomen bepalingen van de Departementale Richtlijnen 1986', in: *Statuten zonder bezwaar*, Preadvies Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie 2002, Koninklijke Vermande, p. 49.

Buijn/Storm (2005)

P. Sanders/W. Westbroek/F.K. Buijn/P.M. Storm, *BV en NV, Het nieuwe ondernemingsrecht*, 9de druk, Deventer: Kluwer 2005.

Bulten (2007)

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

Commissie Corporate Governance (1997)

Commissie Corporate Governance, Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland, 25 juni 1997.

Commissie Corporate Governance (2003)

Commissie Corporate Governance, De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen van de Commissie Corporate Governance, 9 december 2003.

Cozian/De Boissy/Viandier (2003)

M. Cozian, F. de Boissy, A. Viandier, *Droit des Sociétés*, 18de druk, 2003.

Dortmond (2000)

P.J. Dortmond, 'Preferente beschermingsmaatregelen en de 13de EG Richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 171 e.v.

Dutch Corporate Governance Services (1997)

Dutch Corporate Governance Services, *Zeggenschap van aandeelhouders - bij emissies, one share one vote?*, oktober 1997.

Eisma (1992)

S.E. Eisma, 'Emissiebevoegdheid bij beurs-N.V.'s', *De Naamloze Vennootschap* 70/11 november 1992, p. 238 e.v.

Eumedion (2006)

Eumedion Corporate Governance Forum, *Handleiding uitleg bepalingen uit de Code Tabaksblad die betrekking hebben institutionele beleggers*, september 2006.

Financial Reporting Counsel (2006)

Financial Reporting Counsel, *Combined Code on Corporate Governance*, juni 2006.

Van der Heijden/Van der Grinten (1992)

E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, 12de druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

Henn (2003)

G. Henn, *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg: C.F. Verlag 2003.

Hijink (2007)

S. Hijink, 'Rapport van de Europese Commissie over de implementatie van de overnamerichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2007, 75, p. 248-251.

Honée (1998)

H.J.M.N. Honée, *Preferente aandelen: financiering of bescherming van de vennootschap?*, in: *Corporate governance voor juristen*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 30, Deventer: Kluwer 1998.

De Jong/Mertens/Oosterhout/Vletter-van Dort (2007)

A. de Jong, G.M.H. Mertens, J. Oosterhout, H.M. Vletter-van Dort, *Substance or symbolism, corporate governance practices of institutional investors*, Erasmus Universiteit Rotterdam: onderzoek in opdracht van Eumedion en de Nederlandse Corporate Governance Stichting, 2007.

De Jong/Mertens/Roosenboom (2003)

A. de Jong, G.M.H. Mertens, P.G.J. Roosenboom, *Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1996-2002*, onderzoek door Erasmus Universiteit Rotterdam, 2003.

Kroeze (2007)

M.J. Kroeze, 'Kroniek van het Vennootschapsrecht', *NJB* 2007, p. 2219 e.v.

Leijten (2007)

A.F.J.A. Leijten, 'Annotatie bij HR 29 september 2006 (The Mill Resort)', *Ondernemingsrecht* 2007, p. 24 e.v.

Lowry/Dignam (2003)

J. Lowry en A. Dignam, *Company Law*, London: Butterworths 2003, p. 159-167.

Maeijer (1991)

J.M.M. Maeijer, in: *Onderneming en Nieuw Burgerlijk Recht*, Zwolle 1991, p. 43 e.v.

Monitoring Commissie Corporate Governance (1998)

Bericht van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de uitkomsten van het onderzoek verricht door het Economisch Instituut Tilburg (EIT), verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant, Deventer: Kluwer 1998.

Monitoring Commissie Corporate Governance (2006)

Monitoring Commissie Corporate Governance, Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2006.

Monitoring Commissie Corporate Governance (2007)

Monitoring Commissie Corporate Governance, Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2007.

Morse (2005)

G. Morse, *Charlesworth's Company Law*, London: Sweet&Maxwell 2005, p. 76, 133-134, 205-213.

Nieuwe Weme (2004)

M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten* (diss.), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80, Deventer: Kluwer 2004.

Nieuwe Weme (2007)

M.P. Nieuwe Weme, 'Bas de beschermheer', in: *Fiduciaire verhoudingen, 'Libellus Amicorum' prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Serie Onderneming en Recht, deel 41, Deventer: Kluwer 2007, p. 159 e.v.

Nieuwe Weme/Van Solinge (2006)

M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, 'Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2006, 66, p. 211.

Van Olffen (2002)

M. van Olffen, *Beschermingsmaatregelen in de 21ste eeuw*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 64, Deventer: Kluwer 2002.

Oostwouder (1993)

W.J. Oostwouder, 'Beschermingsprefs: een huis gebouwd op de rots of op het zand?', *TVVS* 1993, p. 129 e.v.

Perrick (1998)

S. Perrick, 'De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen', in: *Van vennootschappelijk belang* (Liber amicorum Maeijer), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1998.

SCGOP (2004)

Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, *Handboek Corporate Governance*, december 2004.

Van Schilfgaarde/Winter (2006)

P. van Schilfgaarde, bewerkt door J. Winter, *Van de BV en de NV*, 14de druk, Deventer: Kluwer 2006, nr. 18, 29, 30, 56, 98.

Schwarz (1999)

C.A. Schwarz, 'Beschermingsperikelen tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 436 e.v.

Van Solinge (2004)

G. van Solinge, 'Opeenvolgende besluiten tot delegatie van emissiebevoegdheid', *Ondernemingsrecht* 2004, 115, p. 318.

Van Solinge/Nieuwe Weme (2000)

G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, 'Het verbod tot het treffen van beschermingsmaatregelen bij een openbaar bod op aandelen (artikel 8 dertiende EG-Richtlijn)', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 94 e.v.

Timmerman (1991)

L. Timmerman, *De nieuwe algemene bepalingen van boek 2 BW*, Preadvies Vereniging Handelsrecht 1991.

Verdam (2003)

A.F. Verdam, 'Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers: over stemplicht, vormen van invloeduitoefening en verantwoording ter zake', in: *Trust en Onderneming* (Uniken-Venema-bundel), Den Haag 2003.

Verdam (2007)

A.F. Verdam, 'De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 57, Deventer: Kluwer 2007, p. 43 e.v.

JURISPRUDENTIE

Hoge Raad der Nederlanden

- 31 december 1993 *NJ* 1994, 436; m.nt. J.M.M. Maeijer (*Verenigde Bootlieden*)
10 maart 1995 *NJ* 1995, 595; m.nt. J.M.M. Maeijer (*Janssen/Pers*)
11 september 1996 *NJ* 1997, 176 (*Offerhaus/ING*)
1 maart 2002 *JOR* 2002/79; m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Zwagerman*)
21 februari 2003 *NJ* 2003, 181, m.nt. J.M.M. Maeijer onder *NJ* 2003, 182 (*VIBA*)
18 april 2003 *NJ* 2003, 286; m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110; m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Rodamco North America*)
29 september 2006 *JOR* 2007/62, *NJ* 2006, 639; m.nt. J.M.M. Maeijer (*The Mill Resort*)
13 juli 2007 *JOR* 2007/178; m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*)
14 december 2007 *JOR* 2008/11; m.nt. A. Doorman, *RvdW* 2008, 1 (*DSM*)

Hof Amsterdam (Ondernemingskamer)

- 3 oktober 1996 *NJ* 1998, 466 (*Van Berkel*)
11 maart 1999 *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999/89; m.nt. M. Brink (*Uni-Invest/Breevast*)
8 maart 2001 *JOR* 2001/55; m.nt. M. Brink (*LVMH/Gucci*)
22 maart 2002 *JOR* 2002/82; m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Rodamco North America*)
23 september 2004 *JOR* 2004/297 (*Vodafone/Libertel*)
21 december 2004 *JOR* 2005/5; m.nt. M. Brink (*Unilever*)
17 januari 2007 *JOR* 2007/42; m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*)
28 maart 2007 *JOR* 2007/118; m.nt. M. Brink (*DSM*)
11 april 2007 *JOR* 2007/180 (*Prins Holding*)

BIJLAGEN

BIJLAGE I

WET- EN REGELGEVING EN RICHTLIJNEN

Wetgeving

EUROPESE UNIE

Artikel 25 van de Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG)

1. *Elke kapitaalverhoging vindt plaats krachtens een besluit van de algemene vergadering. Dit besluit alsmede de uitvoering van de verhoging van het geplaatste kapitaal moeten op de in de wetgeving van elke Lid-Staat voorgeschreven wijze openbaar worden gemaakt overeenkomstig artikel 3 van Richtlijn 68/151/EEG.*
2. *De statuten de oprichtingsakte of de algemene vergadering waarvan het besluit overeenkomstig lid 1 openbaar moet worden gemaakt, kunnen evenwel een verhoging van het geplaatste kapitaal toestaan tot een maximumbedrag dat zij vaststellen, waarbij een eventueel door de wet voorgeschreven maximum in acht moet worden genomen. Binnen de grenzen van het vastgestelde bedrag besluit het daartoe bevoegde orgaan van de vennootschap dan eventueel tot verhoging van het geplaatste kapitaal. Het orgaan heeft deze bevoegdheid gedurende ten hoogste vijf jaar; deze bevoegdheid kan door de algemene vergadering telkens voor ten hoogste vijf jaar worden verlengd.*
3. *Indien er verschillende soorten aandelen zijn, is naast het in lid 1 bedoelde besluit van de algemene vergadering betreffende de kapitaalverhoging of de in lid 2 bedoelde toestemming tot kapitaalverhoging een afzonderlijke stemming vereist althans van elke groep van houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten de verhoging afbreuk doet.*
4. *Dit artikel is van toepassing op de uitgifte van alle effecten die in aandelen converteerbaar zijn, of waaraan een voorkeurrecht op aandelen is verbonden, maar niet op de omwisseling van deze effecten en evenmin op de uitoefening van het voorkeurrecht.*

NEDERLAND

Artikel 2:80 BW

1. *Bij het nemen van het aandeel moet daarop het nominale bedrag worden gestort alsmede, indien het aandeel voor een hoger bedrag wordt genomen, het verschil tussen die bedragen. Bedongen kan worden dat een deel, ten hoogste van drie vierden, van het nominale bedrag eerst behoeft te worden gestort nadat de vennootschap het zal hebben opgevraagd.*

Artikel 2:96 BW - gedeeltelijk -

1. *De naamloze vennootschap kan na de oprichting slechts aandelen uitgeven ingevolge een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders of van een ander vennootschapsorgaan dat daartoe bij besluit van de algemene vergadering of bij de statuten voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaren is aangewezen. Bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. De aanwijzing kan telkens voor niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken.*

(...)

5. *Dit artikel is van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen, maar is niet van toepassing op het uitgeven van aandelen aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent.*

Artikel 2:96a BW - gedeeltelijk -

1. *Behoudens de beide volgende leden heeft iedere aandeelhouder bij uitgifte van aandelen een voorkeursrecht naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen. Tenzij de statuten anders bepalen, heeft hij evenwel geen voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld. Hij heeft geen voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van de naamloze vennootschap of van een groepsmaatschappij.*

(...)

6. *Het voorkeursrecht kan worden beperkt of uitgesloten bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders. In het voorstel hiertoe moeten de redenen voor het voorstel en de keuze van de voorgenomen koers van uitgifte schriftelijk worden toegelicht. Het voorkeursrecht kan ook worden beperkt of uitgesloten door het ingevolge artikel 96 lid 1 aangewezen vennootschapsorgaan, indien dit bij besluit van de algemene vergadering of bij de statuten voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaren is aangewezen als bevoegd tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht. De aanwijzing kan telkens voor*

niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken.

7. *Voor een besluit van de algemene vergadering tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing is een meerderheid van ten minste twee derden der uitgebrachte stemmen vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd. De vennootschap legt binnen acht dagen na het besluit een volledige tekst daarvan neer ten kantore van het handelsregister.*
8. *Bij het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen hebben de aandeelhouders een voorkeursrecht; de vorige leden zijn van overeenkomstige toepassing. Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent.*

Artikel 2:96b BW

De artikelen 96 en 96a gelden niet voor een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.

DUITSLAND

AktG § 202 (Voraussetzungen)

- (1) *Die Satzung kann den Vorstand für höchstens fünf Jahre nach Eintragung der Gesellschaft ermächtigen, das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag (genehmigtes Kapital) durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen.*
- (2) *Die Ermächtigung kann auch durch Satzungsänderung für höchstens fünf Jahre nach Eintragung der Satzungsänderung erteilt werden. Der Beschluß der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt. Die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen. § 182 Abs. 2 gilt.*
- (3) *Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals darf die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Ermächtigung vorhanden ist, nicht übersteigen. Die neuen Aktien sollen nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats ausgegeben werden. § 182 Abs. 1 Satz 5 gilt sinngemäß.*
- (4) *Die Satzung kann auch vorsehen, daß die neuen Aktien an Arbeitnehmer der Gesellschaft ausgegeben werden.*

AktG § 203 (Ausgabe der neuen Aktien)

- (1) *Für die Ausgabe der neuen Aktien gelten sinngemäß, soweit sich aus den folgenden Vorschriften nichts anderes ergibt, §§ 185, 186, 187, 188, 189, 190 und 191 über die Kapitalerhöhung gegen Einlagen. An die Stelle des Beschlusses über die Erhöhung des Grundkapitals tritt die Ermächtigung der Satzung zur Ausgabe neuer Aktien.*
- (2) *Die Ermächtigung kann vorsehen, daß der Vorstand über den Ausschluß des Bezugsrechts entscheidet. Wird eine Ermächtigung, die dies vorsieht, durch Satzungsänderung erteilt, so gilt § 186 Abs. 4 sinngemäß.*
- (3) *Die neuen Aktien sollen nicht ausgegeben werden, solange ausstehende Einlagen auf das bisherige Grundkapital noch erlangt werden können. Für Versicherungsgesellschaften kann die Satzung etwas anderes bestimmen. Stehen Einlagen in verhältnismäßig unerheblichem Umfang aus, so hindert dies die Ausgabe der neuen Aktien nicht. In der ersten Anmeldung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals ist anzugeben, welche Einlagen auf das bisherige Grundkapital noch nicht geleistet sind und warum sie nicht erlangt werden können.*
- (4) *Absatz 3 Satz 1 und 4 gilt nicht, wenn die Aktien an Arbeitnehmer der Gesellschaft ausgegeben werden.*

VERENIGD KONINKRIJK

Section 80 Companies Act 1985

- (1) *The directors of a company shall not exercise any power of the company to allot relevant securities, unless they are, in accordance with this section or section 80A, authorised to do so by*
 - (a) *the company in general meeting; or*
 - (b) *the company's articles.*
- (2) *In this section "relevant securities" means*
 - (a) *shares in the company other than shares shown in the memorandum to have been taken by the subscribers to it or shares allotted in pursuance of an employees' share scheme, and*
 - (b) *any right to subscribe for, or to convert any security into, shares in the company (other than shares so allotted);**and a reference to the allotment of relevant securities includes the grant of such a right but (subject to subsection (6) below), not the allotment of shares pursuant to such a right.*

- (3) *Authority under this section may be given for a particular exercise of the power or for its exercise generally, and may be unconditional or subject to conditions.*
- (4) *The authority must state the maximum amount of relevant securities that may be allotted under it and the date on which it will expire, which must be not more than 5 years from whichever is relevant of the following dates*
 - (a) *in the case of an authority contained in the company's articles at the time of its original incorporation, the date of that incorporation; and*
 - (b) *in any other case, the date on which the resolution is passed by virtue of which the authority is given;**but such an authority (including an authority contained in the articles) may be previously revoked or varied by the company in general meeting.*
- (5) *The authority may be renewed or further renewed by the company in general meeting for a further period not exceeding 5 years; but the resolution must state (or restate) the amount of relevant securities which may be allotted under the authority or, as the case may be, the amount remaining to be allotted under it, and must specify the date on which the renewed authority will expire.*
- (6) *In relation to authority under this section for the grant of such rights as are mentioned in subsection (2)(b), the reference in subsection (4) (as also the corresponding reference in subsection (5)) to the maximum amount of relevant securities that may be allotted under the authority is to the maximum amount of shares which may be allotted pursuant to the rights.*
- (7) *The directors may allot relevant securities, notwithstanding that authority under this section has expired, if they are allotted in pursuance of an offer or agreement made by the company before the authority expired and the authority allowed it to make an offer or an agreement which would or might require relevant securities to be allotted after the authority expired.*
- (8) *A resolution of a company to give, vary, revoke or renew such an authority may, notwithstanding that it alters the company's articles, be an ordinary resolution; but it is in any case subject to section 380 of this Act (copy to be forwarded to registrar within 15 days).*
- (9) *A director who knowingly and wilfully contravenes, or permits or authorizes a contravention of, this section is liable to a fine.*
- (10) *Nothing in this section affects the validity of any allotment.*
- (11) *This section does not apply to any allotment of relevant securities by a company, other than a public company registered as such on its original*

incorporation, if it is made in pursuance of an offer or agreement made before the earlier of the following two dates

- (a) the date of the holding of the first general meeting of the company after its registration or re-registration as a public company, and
- (b) 22nd June 1982;

but any resolution to give, vary or revoke an authority for the purposes of section 14 of the Companies Act 1980 or this section has effect for those purposes if passed at any time after the end of April 1980.

Section 89 Companies Act 1985

- (1) Subject to the provisions of this section and the seven sections next following, a company proposing to allot equity securities (defined in section 94)
 - (a) shall not allot any of them on any terms to a person unless it has made an offer to each person who holds relevant shares or relevant employee shares to allot to him on the same or more favourable terms a proportion of those securities which is as nearly as practicable equal to the proportion in nominal value held by him of the aggregate of relevant shares and relevant employee shares, and
 - (b) shall not allot any of those securities to a person unless the period during which any such offer may be accepted has expired or the company has received notice of the acceptance or refusal of every offer so made.
- (2) Subsection (3) below applies to any provision of a company's memorandum or articles which requires the company, when proposing to allot equity securities consisting of relevant shares of any particular class, not to allot those securities on any terms unless it has complied with the condition that it makes such an offer as is described in subsection (1) to each person who holds relevant shares or relevant employee shares of that class.
- (3) If in accordance with a provision to which this subsection applies
 - (a) a company makes an offer to allot securities to such a holder, and
 - (b) he or anyone in whose favour he has renounced his right to their allotment accepts the offer;subsection (1) does not apply to the allotment of those securities, and the company may allot them accordingly; but this is without prejudice to the application of subsection (1) in any other case.
- (4) Subsection (1) does not apply to a particular allotment of equity securities if these are, or are to be, wholly or partly paid up otherwise than in cash; and securities which a company has offered to allot to a holder of relevant shares or relevant employee shares may be allotted to him, or anyone in whose favour he has renounced his right to their allotment, without contravening subsection (1)(b).

- (5) *Subsection (1) does not apply to the allotment of securities which would, apart from a renunciation or assignment of the right to their allotment, be held under an employees' share scheme.'*

Section 95 Companies Act 1985

- (1) *Where the directors of a company are generally authorized for purposes of section 80, they may be given power by the articles, or by a special resolution of the company, to allot equity securities pursuant to that authority as if*
- (a) section 89(1) did not apply to the allotment, or*
 - (a) that subsection applied to the allotment with such modifications as the directors may determine;*
- and where the directors make an allotment under this subsection, sections 89 to 94 have effect accordingly.*
- (2) *Where the directors of a company are authorized for purposes of section 80 (whether generally or otherwise), the company may by special resolution resolve either*
- (a) that section 89(1) shall not apply to a specified allotment of equity securities to be made pursuant to that authority, or*
 - (b) that that subsection shall apply to the allotment with such modifications as may be specified in the resolution;*
- and where such a resolution is passed, sections 89 to 94 have effect accordingly.*
- (3) *The power conferred by subsection (1) or a special resolution under subsection (2) ceases to have effect when the authority to which it relates is revoked or would (if not renewed) expire; but if the authority is renewed, the power or (as the case may be) the resolution may also be renewed, for a period not longer than that for which the authority is renewed, by a special resolution of the company.*
- (4) *Notwithstanding that any such power or resolution has expired, the directors may allot equity securities in pursuance of an offer or agreement previously made by the company, if the power or resolution enabled the company to make an offer or agreement which would or might require equity securities to be allotted after it expired.*
- (5) *A special resolution under subsection (2), or a special resolution to renew such a resolution, shall not be proposed unless it is recommended by the directors and there has been circulated, with the notice of the meeting at which the resolution is proposed, to the members entitled to have that notice a written statement by the directors setting out*

- (a) *their reasons for making the recommendation;*
 - (b) *the amount to be paid to the company in respect of the equity securities to be allotted, and*
 - (c) *the directors' justification of that amount.*
- (6) *A person who knowingly or recklessly authorizes or permits the inclusion in a statement circulated under subsection (5) of any matter which is misleading, false or deceptive in a material particular is liable to imprisonment or a fine, or both.*

FRANKRIJK

Article L225-127 Code de Commerce

Le capital social est augmenté soit par émission d'actions ordinaires ou d'actions de préférence, soit par majoration du montant nominal des titres de capital existants.

Il peut également être augmenté par l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital, dans les conditions prévues aux articles L. 225-149 et L. 225-177.

Article L225-129-1 Code de Commerce

Lorsque l'assemblée générale extraordinaire décide l'augmentation de capital, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de fixer les modalités de l'émission des titres.

Article L225-129-2 Code de Commerce

Lorsque l'assemblée générale extraordinaire délègue au conseil d'administration ou au directoire sa compétence pour décider de l'augmentation de capital, elle fixe la durée, qui ne peut excéder vingt-six mois, durant laquelle cette délégation peut être utilisée et le plafond global de cette augmentation.

Cette délégation prive d'effet toute délégation antérieure ayant le même objet.

Les émissions mentionnées aux articles L. 225-135 à L. 225-138-1 et L. 225-177 à L. 225-186, L. 225-197-1 à L. 225-197-3 ainsi que les émissions d'actions de préférence mentionnées aux articles L. 228-11 à L. 228-20 doivent faire l'objet de résolutions particulières.

Dans la limite de la délégation donnée par l'assemblée générale, le conseil d'administration ou le directoire dispose des pouvoirs nécessaires pour fixer les condi-

tions d'émission, constater la réalisation des augmentations de capital qui en résultent et procéder à la modification corrélative des statuts.

Article L225-129-4 Code de Commerce

Dans les sociétés anonymes dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé:

- a) Le conseil d'administration peut, dans les limites qu'il aura préalablement fixées, déléguer au directeur général ou, en accord avec ce dernier, à un ou plusieurs directeurs généraux délégués le pouvoir de décider la réalisation de l'émission, ainsi que celui d'y surseoir ;*
- b) Le directoire peut déléguer à son président ou, en accord avec celui-ci, à l'un de ses membres le pouvoir de décider la réalisation de l'émission, ainsi que celui d'y surseoir.*

Les personnes désignées rendent compte au conseil d'administration ou au directoire de l'utilisation faite de ce pouvoir dans les conditions prévues par ces derniers.

Article L225-132 Code de Commerce

Les actions comportent un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital.

Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital.

Pendant la durée de la souscription, ce droit est négociable lorsqu'il est détaché d'actions elles-mêmes négociables. Dans le cas contraire, il est cessible dans les mêmes conditions que l'action elle-même.

Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit préférentiel.

La décision relative à la conversion des actions de préférence emporte renonciation des actionnaires au droit préférentiel de souscription aux actions issues de la conversion.

La décision d'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital emporte également renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux titres de capital auxquels les valeurs mobilières émises donnent droit.

Article L225-136 Code de Commerce

L'émission par appel public à l'épargne, sans droit préférentiel de souscription, de titres de capital est soumise aux conditions suivantes:

- 1° *Pour les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé et dans la mesure où les valeurs mobilières à émettre de manière immédiate ou différée leur sont assimilables, le prix d'émission doit être fixé, selon des modalités prévues par décret en Conseil d'Etat pris après consultation de l'Autorité des marchés financiers.*
Toutefois, dans la limite de 10 % du capital social par an, l'assemblée générale extraordinaire peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à fixer le prix d'émission selon des modalités qu'elle détermine au vu d'un rapport du conseil d'administration ou du directoire, et d'un rapport spécial du commissaire aux comptes. Lorsqu'il est fait usage de cette autorisation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire, certifié par le commissaire aux comptes, décrivant les conditions définitives de l'opération et donnant des éléments d'appréciation de l'incidence effective sur la situation de l'actionnaire.
- 2° *Dans les autres cas, le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes.*

VERENIGDE STATEN (DELAWARE)

§ 151 Delaware Corporation Code (Classes and series of stock; redemption; rights) - gedeeltelijk -

- (a) *Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation. Any of the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of any such class or series of stock may be made dependent upon facts ascertainable outside the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or outside the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by its certificate of incorporation, provided that the manner in which such facts shall operate upon the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of such class or series of stock is clearly and expressly set forth in the certificate of incorporation or in the*

resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors. The term “facts”, as used in this subsection, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation. The power to increase or decrease or otherwise adjust the capital stock as provided in this chapter shall apply to all or any such classes of stock.

(...)

- (e) Any stock of any class or of any series thereof may be made convertible into, or exchangeable for, at the option of either the holder or the corporation or upon the happening of a specified event, shares of any other class or classes or any other series of the same or any other class or classes of stock of the corporation, at such price or prices or at such rate or rates of exchange and with such adjustments as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors as hereinabove provided.*

- (f) If any corporation shall be authorized to issue more than 1 class of stock or more than 1 series of any class, the powers, designations, preferences and relative, participating, optional, or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights shall be set forth in full or summarized on the face or back of the certificate which the corporation shall issue to represent such class or series of stock, provided that, except as otherwise provided in § 202 of this title, in lieu of the foregoing requirements, there may be set forth on the face or back of the certificate which the corporation shall issue to represent such class or series of stock, a statement that the corporation will furnish without charge to each stockholder who so requests the powers, designations, preferences and relative, participating, optional, or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights. Within a reasonable time after the issuance or transfer of uncertificated stock, the corporation shall send to the registered owner thereof a written notice containing the information required to be set forth or stated on certificates pursuant to this section or § 156, 202(a) or 218(a) of this title or with respect to this section a statement that the corporation will furnish without charge to each stockholder who so requests the powers, designations, preferences and relative participating, optional or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights. Except as otherwise expressly provided by law, the rights and obligations of the holders of uncertificated stock and the rights and obligations of the holders of certificates representing stock of the same class and series shall be identical.*

- (g) *When any corporation desires to issue any shares of stock of any class or of any series of any class of which the powers, designations, preferences and relative, participating, optional or other rights, if any, or the qualifications, limitations or restrictions thereof, if any, shall not have been set forth in the certificate of incorporation or in any amendment thereto but shall be provided for in a resolution or resolutions adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the certificate of incorporation or any amendment thereto, a certificate of designations setting forth a copy of such resolution or resolutions and the number of shares of stock of such class or series as to which the resolution or resolutions apply shall be executed, acknowledged, filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. Unless otherwise provided in any such resolution or resolutions, the number of shares of stock of any such series to which such resolution or resolutions apply may be increased (but not above the total number of authorized shares of the class) or decreased (but not below the number of shares thereof then outstanding) by a certificate likewise executed, acknowledged and filed setting forth a statement that a specified increase or decrease therein had been authorized and directed by a resolution or resolutions likewise adopted by the board of directors. In case the number of such shares shall be decreased the number of shares so specified in the certificate shall resume the status which they had prior to the adoption of the first resolution or resolutions. When no shares of any such class or series are outstanding, either because none were issued or because no issued shares of any such class or series remain outstanding, a certificate setting forth a resolution or resolutions adopted by the board of directors that none of the authorized shares of such class or series are outstanding, and that none will be issued subject to the certificate of designations previously filed with respect to such class or series, may be executed, acknowledged and filed in accordance with § 103 of this title and, when such certificate becomes effective, it shall have the effect of eliminating from the certificate of incorporation all matters set forth in the certificate of designations with respect to such class or series of stock. Unless otherwise provided in the certificate of incorporation, if no shares of stock have been issued of a class or series of stock established by a resolution of the board of directors, the voting powers, designations, preferences and relative, participating, optional or other rights, if any, or the qualifications, limitations or restrictions thereof, may be amended by a resolution or resolutions adopted by the board of directors. A certificate which (1) states that no shares of the class or series have been issued, (2) sets forth a copy of the resolution or resolutions and (3) if the designation of the class or series is being changed, indicates the original designation and the new designation, shall be executed, acknowledged and filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. When any certificate filed under this subsection becomes effective, it shall have the effect of amending the*

certificate of incorporation; except that neither the filing of such certificate nor the filing of a restated certificate of incorporation pursuant to § 245 of this title shall prohibit the board of directors from subsequently adopting such resolutions as authorized by this subsection. (8 Del. C. 1953, § 151; 56 Del. Laws, c. 50; 57 Del. Laws, c. 148, §§ 8, 9; 57 Del. Laws, c. 421, §§ 3, 4; 59 Del. Laws, c. 106, § 1; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 8-10; 65 Del. Laws, c. 127, § 4; 66 Del. Laws, c. 136, § 4; 67 Del. Laws, c. 376, § 4; 69 Del. Laws, c. 264, § 1; 70 Del. Laws, c. 587, § 12; 71 Del. Laws, c. 339, § 18)

§ 161 Delaware Corporation Code (Issuance of additional stock)

The directors may, at any time and from time to time, if all of the shares of capital stock which the corporation is authorized by its certificate of incorporation to issue have not been issued, subscribed for, or otherwise committed to be issued, issue or take subscriptions for additional shares of its capital stock up to the amount authorized in its certificate of incorporation. (9 Del. C. 195, § 161; 56 Del. Laws, c. 50)

RICHTLIJNEN INSTITUTIONELE BELEGGERS

ISS 2006 International Proxy Voting Guidelines Summary:

Increases in Authorized Capital

Vote FOR nonspecific proposals to increase authorized capital up to 100 percent over the current authorization unless the increase would leave the company with less than 30 percent of its new authorization outstanding.

Vote FOR specific proposals to increase authorized capital to any amount, unless: the specific purpose of the increase (such as a share-based acquisition or merger) does not meet ISS guidelines for the purpose being proposed; or the increase would leave the company with less than 30 percent of its new authorization outstanding after adjusting for all proposed issuances.

Glass Lewis & Co Netherlands Proxy Paper Policy Guidelines, 2007 Proxy Season:

Issuance of Shares

Issuing additional shares can dilute existing holders in limited circumstances. Further, the availability of additional shares, where the board has discretion to implement a poison pill, can often serve as a deterrent to interested suitors. Accordingly, where we find that the company has not detailed a plan for use of the proposed shares, or where the number of shares are excessive, we typically recommend against the issuance.

In general, we will support proposals to issue shares with preemptive rights of up to 100% of the number of shares currently issued and an issuance for shares without preemptive rights of up to 20% of the number of shares currently issued.

Glass Lewis & Co United Kingdom Proxy Paper Policy Guidelines, 2007 Proxy Season:

Issuance of Shares

Issuing additional shares can dilute existing holders in limited circumstances. Further, the availability of additional shares, where the board has discretion to implement a poison pill, can often serve as a deterrent to interested suitors. Accordingly, where we find that the company has not detailed a plan for use of the proposed shares, or where the number of shares are excessive, we typically recommend against the issuance. In the case of a private placement, we will also consider whether the company is offering a discount to its share price.

In general, we will support proposals to issue shares (with preemption rights) when the requested increase is the lesser of (i) the unissued ordinary share capital; or (ii) a sum equal to one-third of the issued ordinary share capital. If the proposal contains a figure greater than one-third, the company should explain the nature of the additional amounts. This authority should not exceed five years.

We will also generally support proposals to suspend preemption rights for a maximum of 5% of the issued ordinary share capital of the company. If the proposal contains a figure greater than 5%, the company should provide an explanation. This authority should not exceed five years.

France Proxy Paper Policy Guidelines, An overview of the Glass Lewis approach to international proxy advice:

Issuance of Shares (Capital Increases)

In accordance with Section 4, Articles I.225-127 through I.225-176, of the French Commercial Code, French companies are authorized to increase share capital either by the issuance of new shares or by increasing the total nominal value of the existing shares. Each proposal regarding the various methods used to increase capital must be addressed in the report of the board of directors and approved by shareholders at the extraordinary meeting. In most cases, we favor increases in capital given that they generally provide a company with greater liquidity and flexibility to finance its operations.

With or Without Preemptive Rights

Given that issuing additional shares may dilute existing holders, the board must request shareholder approval in the event that it wishes to waive preemptive rights.

Any authorization to issue shares with preemptive rights should not exceed 100% of the Company's capital (if the issuance includes convertible instruments or debt instruments a 150% limit applies). Any authorization to issue shares without preemptive rights should not exceed 20% of the Company's capital.

Increase Number of Shares Issued

French companies may request to increase the number of shares and/or convertible debt which may be issued pursuant to a separate and specific authority to increase capital (in the same proxy). In this case, the number of new shares and/or convertible debt may not exceed the percentage of the initial issuance provided for by the laws and regulations in force on the day of the issuance.

Increase Number of Shares Issued in case of Capital Increase

A company may be granted the authority to increase any issuance of shares by up to 15%, so long as such increase took place on the same terms and within thirty days of the initial issuance. By providing the Company with the authorization to add additional shares to the issuance when demand is strong (often done by having the underwriter exercise the shoe), the Company will be able to tap the capital markets in the most efficient manner possible and ensure market stabilization.

Set Ceiling on Authorized Capital Increases

A company may elect to set a global ceiling to be applied to the authorizations to increase authorized capital and/or authorizations to issue shares and/or convertible debt, described above. This ceiling may not apply to all capital increases, such as the capitalization of reserves. We believe that placing a limit on management's authority to increase the Company's authorized capital and/or issue shares and debt instruments is beneficial to shareholders and will curb excessive dilution.

BIJLAGE II ONDERZOCHE VENNOOTSCHAPPEN

NEDERLAND

AEX

1. ABN AMRO Holding N.V.
2. Aegon N.V.
3. Koninklijke Ahold N.V.
4. Akzo Nobel N.V.
5. Buhrmann N.V. (per 20 april 2007: Corporate Express N.V.)
6. Koninklijke DSM N.V.
7. Fortis N.V.
8. ING Groep N.V.
9. Koninklijke KPN N.V.
10. Koninklijke Numico N.V.
11. TomTom N.V.
12. Wolters Kluwer N.V.

AMX

13. Aalberts Industries N.V.
14. ASM International N.V.
15. Koninklijke BAM Groep N.V.
16. Crucell N.V.
17. CSM N.V.
18. Heijmans N.V.
19. Nutreco Holding N.V.
20. Randstad Holding N.V.
21. Stork N.V.
22. USG People N.V.
23. Koninklijke Vopak N.V.
24. Wereldhave N.V.

Smallcap

25. ARCADIS N.V.
26. Ballast Nedam N.V.
27. BinckBank N.V.
28. Fornix BioSciences N.V.
29. Grontmij N.V.

30. Imtech N.V.
31. Laurus N.V.
32. Sligro Food Group N.V.
33. Telegraaf Media Groep N.V.
34. Koninklijke Ten Cate N.V.
35. Van Lanschot N.V.
36. Koninklijke Wegener N.V.

BUITENLAND

DUISSLAND

1. Adidas A.G.
2. BMW Group A.G.
3. DaimlerChrysler A.G.
4. Deutsche Bank A.G.
5. Deutsche Post A.G.
6. Deutsche Telekom A.G.
7. E.ON A.G.
8. Deutsche Lufthansa A.G.
9. MAN A.G.
10. Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft A.G.
11. RWE A.G.
12. Siemens A.G.

VERENIGD KONINKRIJK

1. Barclays Plc.
2. BG Group Plc.
3. British American Tobacco Plc.
4. Capita Group Plc.
5. Kingfisher Plc.
6. Marks and Spencer Group Plc.
7. Pearson Plc.
8. Prudential Plc.
9. Rexam Plc.
10. Reuters Group Plc.
11. The Royal Bank of Scotland Group Plc.
12. Vodafone Group Plc.

FRANKRIJK

1. Accor S.A.
2. AXA S.A.
3. BNP Paribas S.A.

4. Capgemini S.A.
5. Compagnie Générale des Etablissements Michelin S.C.A.
6. Groupe Danone S.A.
7. Schneider Electric S.A.
8. Société Générale S.A.
9. Thomson S.A.
10. Total S.A.
11. Vallourec S.A.
12. Vivendi S.A.

VS

1. Altria Group Inc.
2. Bank of America Corporation
3. Caterpillar Inc.
4. Chevron Corporation
5. Citigroup Inc.
6. ConocoPhillips Corporation
7. Exxon Mobil Corporation
8. General Motors Corporation
9. IBM Corporation
10. JPMorgan Chase & Co. Corporation
11. McDonald's Corporation
12. The Coca Cola Company Corporation

BIJLAGE III

CONCLUSIES/SAMENVATTINGEN VAN EERDER ONDERZOEK

De ‘40 aanbevelingen’ van de Commissie Peters uit 1997¹ bevatten de volgende algemene aanduiding:

‘De Commissie noemt hierna een aantal punten aan de hand waarvan de rol en de invloed van de kapitaalverschaffers zouden kunnen worden getoetst. Het gaat hier om onderwerpen waarop kapitaalverschaffers naar het oordeel van de Commissie invloed zouden moeten kunnen uitoefenen:

- 1. het strategisch beleid van de vennootschap, zoals ten aanzien van groeiperspectief, bedrijfstakken waarin zij actief is, het risicoprofiel, het nagestreefde winstniveau;*
- 2. majeure wijzigingen in de aard en de omvang van de onderneming;*
- 3. het dividendbeleid (de hoogte van het dividend en de dividendvorm);*
- 4. de omvang en de samenstelling van het aandelenkapitaal, zoals ten aanzien van soorten aandelen/certificaten, voorgenomen emissies, inkoop van eigen aandelen, optieplannen, verhandelbaarheidsaspecten en het voorkeursrecht;*
- 5. statutenwijziging;*
- 6. vaststelling en/of goedkeuring van de jaarrekening.’ (onderstrepingen auteur)*

De conclusie op dit onderdeel van Dutch Corporate Governance Services² luidde:

‘De invloed van kapitaalverschaffers op de omvang van het aandelenkapitaal van de 50 beursfondsen die deel uitmaken van de AEX en Midcap-index is beperkt door de reeds gedelegeerde bevoegdheden.

Wanneer gehoor wordt gegeven aan de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance zou het in de rede liggen dat de raden van bestuur en raden van commissarissen van deze ondernemingen op de eerstvolgende vergadering van aandeelhouders voorstellen zullen doen om de invloed van kapitaalverschaffers op dit punt te vergroten.

Zoals de hierboven geciteerde ondernemingen aangeven, is het valide te stellen dat de algemene vergadering, in het kader van de gewenste flexibiliteit en daadkracht, de

1 Commissie Corporate Governance (1997).

2 Dutch Corporate Governance Services (1997).

raad van bestuur enige ruimte geeft om nieuwe aandelen uit te geven, met voorbijgaan aan het voorkeursrecht.

Een doorslaggevend argument om de duur van deze delegatie veel langer te doen zijn dan tot de volgende reguliere aandeelhoudersvergadering, is tot op heden aan kapitaalverschaffers nog niet gegeven.

Ten aanzien van de omvang van de gevraagde emissiebevoegdheid lijkt – waar het om gewone aandelen gaat – niet goed aan te geven waarom als grote ondernemingen als Akzo Nobel en Philips met 10 procent kunnen volstaan, andere grote ondernemingen meer ruimte nodig zouden hebben. Voor omvangrijke emissies in verband met overnames, zal toch – in lijn met de aanbevelingen van de Commissie – altijd de toestemming van kapitaalverschaffers worden gevraagd. De Commissie stelt immers uitdrukkelijk dat kapitaalverschaffers invloed moeten kunnen uitoefenen op majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming. En niet voor niets eisen ook de regels van de Amsterdamse Effectenbeurs dat de onderneming bij emissies van 10 procent of meer ook in een prospectus uitvoerig de beweegredenen en gevolgen aangeeft.

Wel is er voor kleinere ondernemingen in uitzonderingsgevallen een reden aan te geven om iets meer dan 10 procent te vragen. Een emissie in de kapitaalmarkt moet om optimaal bij beleggers geplaatst te kunnen worden immers een zekere minimum omvang in guldens hebben. Het zal hier dan moeten gaan om een emissie met gemotiveerde uitsluiting van voorkeursrecht, bijvoorbeeld om een overname te financieren. Zoals Océ en Philips aangeven zijn hiertoe modaliteiten te bedenken.

Verwacht mag worden dat de te Amsterdam genoteerde ondernemingen op de komende vergadering van aandeelhouders voorstellen zullen doen om de delegatiebevoegdheid inzake emissie van nieuwe aandelen te beperken en zo de kapitaalverschaffer meer invloed te geven op de omvang van het aandelenkapitaal. (NB De Commissie rekent zowel aandeelhouders als certificaathouders tot die kapitaalverschaffers.)

Rekening zal moeten worden gehouden met de bepaling in artikel 2:96 van het Burgerlijk Wetboek dat de aanwijzing van de raad van bestuur als bevoegd tot uitgifte van aandelen niet kan worden ingetrokken, tenzij dit bij de aanwijzing nadrukkelijk is bepaald.

Mochten ondernemingen op dit gebied in gebreke blijven dan is het aan de aandeelhouders zelf om een voorstel van deze strekking op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen.

Volgens de Commissie Corporate Governance zou zo'n verzoek tot indiening van een agendapunt moeten worden gehonoreerd, wanneer het afkomstig is van partijen die

(gezamenlijk) 1 procent van het geplaatste kapitaal of een belang met een beurswaarde van tenminste 500.000 gulden vertegenwoordigen. De precieze hoogte van deze laatste grens is afhankelijk van het beursklimaat in het voorjaar 1998. Maar de intentie is helder.³

Hieronder is de tabel opgenomen uit het DCGS-rapport ten aanzien van de emissiebevoegdheid bij de 50 meest verhandelde beursfondsen.

Emissiebevoegdheid bij de 50 meest verhandelde beursfondsen (Dutch Corporate Governance Services, 1997)

Onderneming	Bevoegdheid en termijn	Maximale hoeveelheid	Percentage geplaatst kapitaal per ultimo 96
ASM Lithography	RvB (5 jaar)	alle aandelen	335%
Boskalis	RvB (3 jaar)	alle aandelen	290%
Baan	RvB (5 jaar)	alle aandelen	260%
Vendex Int.	RvB (5 jaar)	alle aandelen	200%
ABN/AMRO ⁴	RvB (3 jaar)	50% van het maatschappelijk kapitaal	106%
KLM	RvB (3 jaar)	alle aandelen	191%
CSM	RvB (5 jaar)	alle aandelen	154%
De Boer Unigro	RvB (3 jaar)	alle aandelen	135%
Fortis Amev	RvB (3 jaar)	alle aandelen	132%
Getronics	Gecombineerde vergadering	alle aandelen	130%
Ahrend	RvB (5 jaar)	alle aandelen	125%
Gist-brocades	RvB (5 jaar)	alle aandelen	125%
Nedlloyd ⁵	RvB (18 maanden)	alle aandelen	120%
Wolters Kluwer	RvB (5 jaar)	alle aandelen	119%
KBB	RvB (2 jaar)	alle aandelen	111%
Endemol	RvB (3 jaar)	alle aandelen	107%
Volker W.S.	RvB (5 jaar)	alle aandelen	92%
Aegon	RvB (3 jaar)	10% van het geplaatste kapitaal + 20% bij overname van een onderneming per jaar	90%
DSM ⁶	RvB (3 jaar)	alle aandelen	90%
IHC Caland	RvB (5 jaar)	alle aandelen	88%
ING Groep	RvB (3 jaar)	652 milj. gewone aandelen	82%
Wegener Arcade	RvB (3 jaar)	alle aandelen	79%
KPN ⁷	RvB (5 jaar)	alle aandelen	71%

3 'Zeggenschap van aandeelhouders - bij emissies, one share one vote?' van Dutch Corporate Governance Services d.d. 1 oktober 1997.

4 Beperking van het voorkeursrecht tot 30% van het geplaatste kapitaal aan gewone aandelen *en converteerbare preferente aandelen*, wat de facto betekent dat 96% van het per ultimo geplaatste aandelenkapitaal met voorbijgaan aan het voorkeursrecht kan worden uitgegeven.

5 Beperking van het voorkeursrecht tot maximaal 10% van het geplaatste gewone kapitaal.

6 Beperking van het voorkeursrecht tot maximaal 25% van de geplaatste gewone aandelen.

7 Voor emissie is goedkeuring van de Staat der Nederlanden vereist.

Onderneming	Bevoegdheid en termijn	Maximale hoeveelheid	Percentage geplaatst kapitaal per ultimo 96
Hoogovens	RvB (3 jaar)	alle aandelen	70%
Stork ⁸	RvB (3 jaar)	alle aandelen	67%
Internatio Müller	RvB (5 jaar)	alle aandelen	66%
Unilever ⁹	RvB (18 maanden)	alle aandelen	65%
Ten Cate	RvB (5 jaar)	alle aandelen	62%
Pakhoed	RvB (5 jaar)	alle aandelen	60%
ASR	RvB (3 jaar)	alle aandelen	56%
HBG	RvB (5 jaar)	alle aandelen	52%
van Ommeren	RvB (2 jaar)	50% van het geplaatste aandelenkapitaal	50%
Océ ¹⁰	RvB (18 maanden)	50% van het geplaatste aandelenkapitaal	50%
KNP/BT ¹¹	RvB (3 jaar)	alle aandelen	47%
Nutricia	RvB (3 jaar)	alle aandelen	45%
Hagemeyer	RvB (5 jaar)	alle aandelen	41%
Elsevier	Gecombineerde vergadering (18 maanden)	éénderde van het geplaatste kapitaal	33%
Grosch	RvB (5 jaar)	15% van het op 1/12/83 niet geplaatste aandelenkapitaal	32%
Ahold	RvB (5 jaar)	alle aandelen	25%
Bolswessanen	Gecombineerde vergadering (3 jaar)	25% van het geplaatste aandelenkapitaal	25%
VNU	RvB (18 maanden)	25% van het geplaatste aandelenkapitaal	25%
Kon. Olie	RvB (18 maanden)	20% van het geplaatste kapitaal, in gevallen buiten fusies en overnemingen 10%	20%
Polygram	RvB* (18 maanden)	10% van het geplaatste aandelenkapitaal + 10% voor acquisities	20%
Philips	RvB* (18 maanden)	10% van het geplaatste kapitaal + 10% voor acquisities	20%
Hunter Douglas	RvB of President	alle aandelen	13%
NBM Amstelland	RvB (18 maanden)	10% van het uitstaande kapitaal na stockdividend	10%
Akzo Nobel	RvB (18 maanden)	10% van het geplaatste kapitaal	10%

* tevens goedkeuring van de Prioriteit vereist.

8 Stork vraagt toestemming tot ten hoogste het reeds uitstaande aantal aandelen. Maar meer dan de helft van het maatschappelijk kapitaal is reeds geplaatst. Beperking voorkeursrecht tot 30%.

9 Beperking van het voorkeursrecht tot nominaal 50 miljoen, zijnde 7,8% van het geplaatste gewone kapitaal.

10 Beperking van het voorkeursrecht tot 10% van het geplaatste kapitaal plus 20% voor acquisities.

11 Beperking van het voorkeursrecht tot 30% van het aantal uitstaande gewone aandelen.

Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen onder redactie van prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. M. van Olffen en prof. mr. M.P. Nieuwe Weme

1. Mr. W.J.M. Noldus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap (1969)
2. Mr. P.A.L.M. van der Velden, De vereniging-rechtspersoon en haar leden (1969)
3. Mr. P.R. Smits, De externe gebondenheid van het vennootschapsvermogen (1969)
4. Mr. J.A.Th.J.M. Duynstee, Beschouwingen over de stichting naar Nederlands privaatrecht (1970)
5. Mr. J.H.F.J. Cremers, Prioriteitsaandelen (1971)
6. Mr. M.M. Mendel, Het statutaire doel van de naamloze vennootschap (1971)
7. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W. Westbroek, prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. P. Sanders, Het nieuwe vennootschapsrecht (1972)
8. Mr. A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders (1973)
9. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. S.J.H. Huijben en mr. A.G. Lubbers, De nieuwe structuur van de grote NV en BV (1973)
10. Prof. mr. C.Æ. Uniken Venema, Misbruik van voorwetenschap (1974)
11. Mr. A. Plate, Niet volgestorte aandelen (1974)
12. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. J.M. Jansen, Statuten van de grote NV en BV (1975)
13. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. dr. W. Albeda, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. drs. H.W. Lambers, Problemen bij fusie van NV en BV (1975)
14. Mr. M.J.G.C. Raaijmakers, Joint ventures (1976)
15. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. P.F.M. van Lierop, De ondernemingsraad (1977)
16. Prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. J. Ronse, De vertegenwoordiging van rechtspersonen naar Nederlands en Belgisch recht (1978)
17. Mr. T.J. van der Ploeg, Het Burgerlijk Recht en de vrijwillige organisaties. Beschouwingen n.a.v. de regeling van de vereniging en de stichting in Boek 2 BW (1978)
18. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. W. Westbroek, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en mr. Y. Scholten, Het vennootschapsrecht en de Tweede EEG-Richtlijn (1979)
19. Mr. H.J.M.N. Honée, De benoeming van commissarissen bij grote vennootschappen (1979)
20. Prof. drs. J.W. Schoonderbeek, prof. dr. W. van Bruinessen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W.J.M. Gitmans, De jaarrekening en de Vierde EEG-Richtlijn (1981)
21. Mr. H.J.M.N. Honée, Concernrecht en medezeggenschapsregelingen (1981)
22. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. H.J.M.N. Honée, mr. A.G. van Solinge, mr. G.M.J. Ackermans, Ondernemingsraad en Vennootschap (1982)
23. Mr. dr. P. Vlas, Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht (1982)
24. Mr. F.K. Buijn, De oprichting van de NV en de BV (1984)
25. Prof. dr. M. Lutter, mr. W. Westbroek, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. G.M.J. Ackermans, De besloten vennootschap (1985)
26. Prof. mr. H.J.M.N. Honée, Contacten tussen commissarissen en ondernemingsraad (1986)
27. Mr. C.A. Schwarz, Blokkering van aandelen (1986)
28. Mr. J. Lievens, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. drs. H. Langman, mr. J. Bloemarts, mr. G. Noordraven, mw. mr. M.J. Zeldenrust-Visch, Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (1987)
29. Mr. Th.C.M. Hendriks-Jansen, Vermogensbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid bij de besloten vennootschap (1988)
30. Misbruik van voorwetenschap. Uitgave op initiatief van Actioma, Juridisch Faculteitsblad Katholieke Universiteit Nijmegen, ter gelegenheid van zijn 10-jarig bestaan (1989)
31. Mr. P.J. Dortmund, Enige beschouwingen rondom aandelen (1989)
32. Mr. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen (1989)
33. Mr. M.P. van Achterberg, De juridische definitie van het economische verschijnsel concern (1989)
34. Dr. K. Geens, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. R.P. Voogd, mr. A.G. van Solinge, mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.H.V. Stuyck, mr. J.A.W. Schreurs, Beschermingsconstructies (1990)

35. Mr. F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (1991)
36. Mr. G. Noordraven, De regeling van de Überschuldung (1991)
37. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. drs. H. Beckman, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, mr. F.H.A. Arisz, mr. M.E. Engelaar, Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten (1991)
38. Mr. A. Voûte, Aandelen voor werknemers (1991)
39. Mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. H.J. de Bijll Nachenius, dr. H.O.C.R. Ruding, mr. M.W. den Boogert, mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. H.M.N. Schonis, mw. mr. M.E. Engelaar, mr. J.A.W. Schreurs, Grensoverschrijdende samenwerking van ondernemingen (1992)
40. Mr. D.R. Doorenbos, Financieel strafrecht (1992)
41. Mr. B.C.M. Waaijer, Statuten en statutenwijziging (1993)
42. Mr. L.G.H.J. Houwen, mr. drs. A.P. Schoonbrood-Wessels, mr. J.A.W. Schreurs, Aansprakelijkheid in concernverhoudingen (1993)
43. Mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, drs. M.J.M. Buiting, mr. N.E.D. Faber, mr. R.W.Th. Norbruis, mr. J.W. van der Staay, Converteerbare obligaties en aandelen (1993)
44. Mr. Gerard van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie (1994)
45. Mr. R.J.C. van Helden, mr. O.L.O. de Witt Wijnen, mr. A.G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.J.M.N. Honée, mr. E. Boswinkel, mw. mr. J. Roest, Problemen rondom de algemene vergadering (1994)
46. Mr. M.E. Schreurs-Engelaar, Organen van de coöperatie (1995)
47. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. dr. A.H.M. Daniels, prof. dr. P.H.J. Essers, Fiscale en civielrechtelijke aspecten van de commanditaire vennootschap (1996)
48. Mr. J. Roest, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten (1996)
49. Mr. J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen (1996)
50. Prof. mr. J.R. Schaafsma, prof. mr. S. Perrick, mr. D.H. Cross, prof. mr. L. Timmerman, mr. F.G.B. Graaf, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.M.L. Dings, mw. mr. J. Roest, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (1996)
51. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. S. Perrick (1996)
52. Mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. F.J.P. van den Ingh, Parlementaire Geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (1996)
53. Mr. M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (1996)
54. Mr. J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen (1996)
55. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Bewaring en eigendom van effecten, mr. W.A.K. Rank, mr. E.M. van Ardenne-Stachiw, mr. Ch.W. le Rütte (1997)
56. Mr. Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, Informatieverstrekking en informatievergaring in het kader van de toezichthoudende en raadgevende taak van de Raad van Commissarissen (1997)
57. Maeijers belangstellingen. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. C.A. Schwarz, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. M.M. Mendel, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. T.J. van der Ploeg, prof. mr. A.L. Mohr, prof. dr. W. van Gerven, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.M.M. Maeijer (1997)
58. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997, De opkomst van een rechtsgebied, mr. R.I.V.F. Bertrams, mr. S.A. Boele, mr. D.H. Cross, prof. mr. S.E. Eisma, mr. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. W. de Jong, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. A. Nederveen, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. W.A.K. Rank, mr. V.P.G. de Serière, prof. mr. W.J. Slagter, prof. mr. L. Timmerman, mr. L.J.K. Vincent (1997)
59. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.M.M. Maeijer, Drie Nijmeegse redes, Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering (1998)
60. Mr. H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (1998)
61. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1999, Aspecten van toezicht, Beschouwingen over het toezicht op de financiële sector, mr. H.G. van Everdingen, mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. H.J. Sachse (1999)

62. Conflicten rondom de rechtspersoon, mr. A.F.J.A. Leijten, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.H.M. Willems, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. O.L.O. de Witt Wijnen (2000)
63. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000, Beleggingsinstellingen nader belicht, mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann (2000)
64. Prof. mr. M. van Olfen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (2000)
65. Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. N.S.J. Koeman, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, mr. A.J. Macro, mr. H.J. Sachse, drs. ing. C. Maas, mr. D.J.R. Lemstra (2000)
66. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2001, Effectenverkeer via internet. Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, drs. E.F. Feitsma, mr. V.N.G. van Leeuwen, mr. L.A.G. Moelker, mr. W. de Jong (2001)
67. Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden. Verzameld door C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2001)
68. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2002)
69. Concernverhoudingen, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. S.M. Bartman, mr. L.G. Verburg, mr. M.L. Lennarts, prof. mr. M.J.A. van Mourik, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M. van Olfen (2002)
70. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2002, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, mr. B.M. van Beek en mr. D. van Bruggen (2002)
71. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002, Een bewezen bestaansrecht (2002)
72. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2002-2003, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2003)
73. Mr. M.S. Koppert-van Beek, Handelen namens een op te richten vennootschap (2003)
74. Personenvennootschappen, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. J.A.M. ten Berg, prof. mr. M. van Olfen, prof. mr. M.J.A. van Mourik, prof. mr. A.L. Mohr en prof. mr. H.M.N. Schonis (2003)
75. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2003-2004, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2004)
76. De werknemer in het ondernemingsrecht, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. G. van Solinge, mr. P.A.M. Witteveen, prof. mr. L.C.J. Sprengers, mr. G.N.H. Kemperink, mr. D.C. Buijs, mr. R.M. Beltzer, mr. F.B.J. Grapperhaus, prof. mr. I.P. Asscher-Vonk, mr. R.A.A. Duk (2004)
77. Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten. Verzameld en ingeleid door C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann en G. van Solinge (2004)
78. Mr. J.M. Blanco Fernández, mr. M. Holtzer, prof. mr. G. van Solinge, Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures (2004)
79. Mr. J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties (2004)
80. Mr. M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht bod op effecten (2004)
81. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2004. Voorstel van Wet op het financieel toezicht, mr. J.M. van Dijk en mr. H.V. Oppelaar (2004)
82. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2004-2005, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, mr. M. Holtzer en mr. A.F.J.A. Leijten (2005)
83. Mr. G.J.C. Rensen, Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders (2005)
84. Mr. E.C. Bos, Vruchtgebruik op aandelen (2005)
85. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. R.G.J. Nowak, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel I. De pre-parlementaire geschiedenis (2006)
86. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. R.G.J. Nowak, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel II. De parlementaire geschiedenis (zal verschijnen nadat het wetsvoorstel is aangenomen)
87. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2005-2006, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2006)
88. De financiering van de onderneming, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. H. Beckman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. H.J. de Kluijver, mr. R.J. Abendroth, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. M. van Olfen, mr. V.P.G. de Serière, prof. dr. R.J.M. Dassen RA (2006)

89. Mr. H. ten Voorde, Deponering, publicatie en verzet (2006)
90. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, De geïnformeerde consument, mr. F.M.A. 't Hart en prof.mr. C.E. Du Perron (2006)
91. Mr.dr.s. B.J. de Jong, prof.mr.dr.s. M.P. Nieuwe Weme, Publicatie van de jaarrekening (2006)
92. Mr. P.J. van der Korst, Bedrijfsgeheimen en transparantieplichten (2007)
93. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2006-2007, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2007)
94. Mr. J.M. Blanco Fernández, prof.mr. M. van Olfen, Rechtsvorm en gebruik van LLP's en LLC's (2007)
95. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2007, Bouwen en bezinning (2007)
96. Mr. P.J. van der Korst, prof.mr. M.P. Nieuwe Weme, prof.mr. G. van Solinge, Delegatie van emissie-bevoegdheid (2008)