

3 januari 2008

RAPPORTAGE

ONDERZOEK “DELEGATIE VAN EMISSIEBEVOEGDHEID”

IN OPDRACHT VAN EUMEDION

INHOUD

Samenvatting	7
I. Onderwerp, doel en methode van onderzoek	7
II. Market practice	7
III. Best practice	8
English summary	12
I. Subject, purpose and method of research	12
II. Market practice	12
III. Best practice	13
1. Onderzoeksopdracht en verantwoording	17
1.1. Onderzoeksopdracht	17
1.2. Methodologische verantwoording	17
1.2.1. Inleiding	17
1.2.2. Juridisch onderzoek.....	18
1.2.3. Empirisch onderzoek.....	18
1.2.4. Opzet rapport.....	18
1.2.5. Onderzochte vennootschappen en onderzoeksperiode.....	19
1.2.6. Eerder onderzoek	19
1.2.7. Terminologie	20
2. Algemeen juridisch kader	21
2.1. Wettelijk kader	21
2.1.1. Europees recht	21
2.1.2. Wet- en regelgeving in Nederland.....	21
a. <i>Wetgeving</i>	21
b. <i>Beursregels</i>	23
2.1.3. Wet- en regelgeving in Duitsland	24
a. <i>Wetgeving</i>	24
b. <i>Beursregels</i>	25
2.1.4. Wet- en regelgeving in Verenigd Koninkrijk	25
a. <i>Wetgeving</i>	25
b. <i>Beursregels</i>	27
2.1.5. Wet- en regelgeving in Frankrijk.....	27
a. <i>Wetgeving</i>	27
b. <i>Beursregels</i>	28
2.1.6. Wet- en regelgeving in Verenigde Staten	28
a. <i>Wetgeving</i>	28
b. <i>Beursregels</i>	29
2.2. Richtlijnen.....	30
2.2.1. Corporate Governance regels	30
2.2.2. Gedragsrichtlijnen en verslaglegging institutionele beleggers	31
2.2.3. Stemadviezen.....	32
3. Bij delegatie betrokken organen	33
3.1. Juridisch kader	33
3.1.1. Nederlands recht	33

3.1.2.	Overige jurisdicties	34
3.1.3.	Richtlijnen	34
3.2.	Market practice	35
3.2.1.	Nederland	35
3.2.2.	Overige jurisdicties	35
3.3.	Best practice	36
4.	Agendering en toelichting	37
4.1.	Juridisch Kader	37
4.1.1.	Nederlands recht	37
4.1.2.	Overige jurisdicties	38
4.1.3.	Richtlijnen	39
4.2.	Market practice	39
4.2.1.	Nederland	39
4.2.2.	Overige jurisdicties	40
4.3.	Best practice	40
5.	Maximum aantal uit te geven aandelen	42
5.1.	Juridisch kader	42
5.1.1.	Nederlands recht	42
5.1.2.	Overige jurisdicties	43
5.1.3.	Richtlijnen	43
5.2.	Market practice	44
5.2.1.	Nederland	44
5.2.2.	Overige jurisdicties	44
5.3.	Best practice	45
6.	Delegatieperiode	46
6.1.	Juridisch kader	46
6.1.1.	Nederlands recht	46
6.1.2.	Overige jurisdicties	47
6.1.3.	Richtlijnen	47
6.2.	Market practice	47
6.2.1.	Nederland	47
6.2.2.	Overige jurisdicties	48
6.3.	Best practice	48
7.	Toegestane uitgiftekoers	50
7.1.	Juridisch kader	50
7.1.1.	Nederlands recht	50
7.1.2.	Overige jurisdicties	50
7.1.3.	Richtlijnen	51
7.2.	Market practice	51
7.2.1.	Nederland	51
7.2.2.	Overige jurisdicties	51
7.3.	Best practice	52
8.	Uitsluiting en beperking van voorkeursrecht	53
8.1.	Juridisch kader	53
8.1.1.	Nederlands recht	53

8.1.2.	Overige jurisdicties	55
8.1.3.	Richtlijnen	55
8.2.	<i>Market practice</i>	55
8.2.1.	Nederland	55
8.2.2.	Overige jurisdicties	56
8.3.	Best practice.....	56
9.	Beschermingspreferente aandelen	58
9.1.	Juridisch kader	58
9.1.1.	Nederlands recht	58
	<i>a. Inleiding</i>	58
	<i>b. Tijdelijk karakter</i>	59
	<i>c. Onafhankelijkheid stichtingsbestuur</i>	61
	<i>d. Call- en putoptie</i>	62
9.1.2.	Overige jurisdicties	63
9.1.3.	Richtlijnen	63
9.2.	<i>Market practice</i>	64
9.2.1.	Nederland	64
9.2.2.	Overige jurisdicties	64
9.3.	Best practice.....	65
	Lijst van gebruikte afkortingen	67
	Lijst van verkort aangehaalde literatuur	68
	Jurisprudentie.....	72
Bijlage I	Enige relevante wet- en regelgeving en richtlijnen.....	73
Bijlage II	Lijst van onderzochte vennootschappen	86
Bijlage III	Conclusies/samenvattingen van eerder onderzoek	89
Bijlage IV	Overzicht richtlijnen institutionele beleggers	94

Samenvatting

I. Onderwerp, doel en methode van onderzoek

Dit onderzoek is verricht in opdracht van Eumedion. Het onderwerp is delegatie van de bevoegdheid tot het uitgeven 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 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 algemene norm 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 onderzoek met betrekking tot de jaarvergaderingen in 2007 en is per onderwerp opgenomen in paragraaf 2 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9. *Best practice* en de onderbouwing daarvan zijn per onderwerp opgenomen in paragraaf 3 van ieder der hoofdstukken 3 tot en met 9.

Het onderzoek richtte zich op 36 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, te weten 12 vennootschappen in de onderzoeksperiode behorend tot de AEX-Index, AMX ("*Midcap*") respectievelijk AMS ("*Smallcap*"). Bij de keuze van vennootschappen is een spreiding in branches gehanteerd. Met deze criteria is beoogd een representatief beeld te krijgen naar marktkapitalisatie en naar aard van de ondernemingen. In de andere jurisdicties (Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten) zijn 12 vennootschappen per jurisdictie 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 3 tot 5 jaar bedroeg (§ 1.2.6.). Huidige *market practice* is een delegatieperiode van 18 maanden (§ 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 (§ 1.2.6.). 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 (§ 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 RvC daartoe is verworpen door de AvA of is ingetrokken (§ 1.2.6.).

Dit beeld wordt bevestigd door de rapporten van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit december 2006 en december 2007 (§ 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 is geagendeerd. Het ging daarbij om in totaal 32 agendapunten omdat in 5 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. In 2006 was van de 34 maal dat delegatie van emissiebevoegdheid was geagendeerd deze viermaal geweigerd (§ 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 agendapunten 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 § 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 goedkeu-

ring van de Raad van Commissarissen (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 § 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 kennisneming 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 emissiebevoegdheid van aandelen in dezelfde klasse met verschillende doelstellingen afzonderlijk te worden geagendeerd.

(c) Maximum aantal uit te geven aandelen (zie § 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 § 6.3.)

Delegatie van emissiebevoegdheid dient te worden verleend voor een periode van maximaal 18 maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit.

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

Het heeft 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 te verlenen delegatie blijft bestaan.

(e) Toegestane uitgiftekoers (zie § 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 toezichhoudend 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 lager¹ is dan de gemiddelde beurskoers van het betrokken aandeel over de voorafgaande periode van drie maanden, dan dient het bestuur dit op de website van de vennootschap te melden met een toelichting van 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 § 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 § 9.3)

Beschermingspreferente aandelen worden slechts uitgegeven:

- (i) als een tijdelijke, noodzakelijke bescherming tegen een concrete bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap, na zorgvuldige afweging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming, de aandeelhouders, de werknemers en andere bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen;
- (ii) aan een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk² is ten opzichte van de vennootschap; en
- (iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen³;
- (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 en om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren.

¹ Dat wil zeggen in beginsel niet meer dan 10% lager dan de gemiddelde beurskoers over de voorafgaande periode van drie maanden (§ 7.3).

² Dat wil zeggen onafhankelijk ten opzichte van elkaar, het bestuur en welk deelbelang dan ook (§ 9.3).

³ Er van uitgaande dat het maatschappelijk kapitaal in aandelen van eenzelfde bedrag is verdeeld conform art. 2:118 lid 2 BW.

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:

- (i) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- (ii) het maximum aantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- (iii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen bestaan;
- (iv) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en
- (v) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon met welke de optieovereenkomst is of wordt gesloten waarbij de onafhankelijkheid van dit bestuur ten opzichte van bestuur en RvC van de vennootschap moet zijn gewaarborgd.

Ingeval een call- of putoptie ter zake van beschermingspreferente aandelen is verleend vermeldt de vennootschap de hierboven (onder (i)-(v)) 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 issue shares – and, in connection with this, the power to restrict or preclude preferential 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 general standard. 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, France, the United Kingdom 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 preferential 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 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 2006, of the 34 occasions on which delegation of the power to issue preference shares was on the agenda it was rejected four times (Subsection 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 general (shareholders) meeting (AGM) whether or not to delegate the power to issue shares and the power to restrict or preclude preferential 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.

The preferred option is, where a delegation period is still in progress, to word the proposal 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 lower⁴ than the average market price of the share concerned over the previous three-month period, the board of directors must state this on the company's website in an explanatory note concerning this issue price.

⁴ I.e. in principle not more than 10% lower than the average market price over the 3 month period prior to issuance (§ 7.3.).

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

(f) Precluding and restricting preferential 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) if temporary protection is required against a specific threat to the continuity of the company or its policy, after careful consideration of the interests of the company and its business, the shareholders, the employees and others involved in the company and its business.
- (ii) to a legal entity of which the board of directors is independent⁵ from the company; and
- (iii) up to a maximum which may not exceed 100% of the nominal amount of the previously subscribed shares⁶;
- (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 and to inform the shareholders of the company.

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:

- (vi) the (draft) option agreement containing the conditions under which the option can be exercised;

⁵ I.e. independent from each other, the company board and any partial interest (§ 9.3.).

⁶ Assuming that the authorised capital has been divided into shares of the same value as specified in Section 2:118, para. 2 of the Dutch Civil Code.

- (vii) the maximum number of protective preference shares that can be issued;
- (viii) the maximum period for which the protective preference shares can be held;
- (ix) the conditions under which the company can withdraw the anti-takeover preference shares; and
- (x) the composition of the board of directors of the legal entity with which the option agreement has been or will be concluded. The agreement must guarantee the independence of this board of directors from the company's board of directors and supervisory board.

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 (i)-(v)) each year in its annual report.

1. Onderzoeksopdracht en verantwoording

1.1. Onderzoeksopdracht

Eind 2006 heeft Eumedion⁷ 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 een team bestaande uit mr. P.J. van der Korst, mr. drs. N. Lemmers, prof. mr. drs. M.P. Nieuwe Weme en prof. mr. G. van Solinge. Zij zijn bijgestaan door een aantal student-assistenten, te weten W. Zwartkruis, M. van den Nieuwenhuijzen, J. Beckers, I. Ligteringen en T. Salemink. Het onderzoeksteam is daarbij geadviseerd door een stuurgroep van het OO&R, bestaande uit prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. R.M. Maatman en prof. mr. S.C.J.J. Kortmann.

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.

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

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

7. beschermingspreferente aandelen.

1.2.2. Juridisch onderzoek

Bij het in kaart brengen van de wet- en regelgeving per betrokken jurisdictie is gebruik gemaakt 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, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. De meest relevante wet- en regelgeving is opgenomen in bijlage I. De onderzochte vennootschappen zijn beursgenoteerd, hetgeen betekent dat (vrijwel) alle onderzochte vennootschappen een Naamloze Vennootschap (NV), *AktienGesellschaft* (AG), *Public Limited Company* (PLC), *Société Anonyme* (SA) respectievelijk *Incorporation* (Inc) zijn. De lijst van onderzochte vennootschappen is opgenomen als bijlage II.

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 § 1.2.1. genoemde deelonderwerpen.

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 met name de agenda's met toelichting voor de betrokken aandeelhoudersvergaderingen, de notulen van deze vergaderingen, de statuten en verdere algemeen beschikbare informatie.

1.2.4. Opzet rapport

In het onderzoeksrapport wordt eerst het juridische kader van delegatie van emissiebevoegdheid 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 beginselen 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 afwij-

kingen.

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

De onderbouwing van *best practice* - aan de hand van nationale en internationale wet- en regelgeving en jurisprudentie - is per onderwerp opgenomen in paragraaf 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 12 vennootschappen in de onderzoeksperiode behoorden tot AEX (Amsterdam Exchanges-Index), 12 vennootschappen behoorden tot AMX (Amsterdam Midcap-Index) en 12 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 aard van de ondernemingen.

In de andere jurisdicties (Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten) zijn 12 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.

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 3 tot 5 jaar. Het maximaal aantal uit te geven aandelen betrof in de meeste gevallen het totale niet geplaatste kapitaal⁸. 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),

⁸ Als bijlage III is aangehecht het schematisch overzicht van dit deel van het onderzoek en de uitgewerkte conclusie van het onderzoek.

gerapporteerd over haar *“eenmalige monitoring van de wijze waarop de beursgenoteerde ondernemingen de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance hebben nageleefd”*⁹. 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 *“Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998 - 2002”*¹⁰. 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 4 voorstellen waren ingetrokken en 5 voorstellen waren verworpen. Het agendapunt dat blijkens dit onderzoek verreweg de meeste weerstand opriep was de machtiging tot uitgifte van aandelen met beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht. De 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 2007¹¹ 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.

⁹ Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998).

¹⁰ De Jong/Mertens/Roosenboom (2003).

¹¹ 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)¹². 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 NV en instandhouding, verhoging en vermindering van hun kapitaal. De richtlijn is gestoeld op artikel 48 EG-Verdrag. Aan de richtlijn is door Nederland op 1 september 1981 uitvoering gegeven door de Aanpassingswet Tweede EG-richtlijn (§ 2.1.2.)¹³.

Artikel 25 van deze richtlijn bepaalt dat elke kapitaalverhoging plaats vindt 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 verlengd¹⁴.

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.

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 uitgeven¹⁵. Financieringspreferente aandelen zijn aandelen waaraan bijzondere financiële, statutair omschreven rechten zijn verbonden. Afhankelijk van de regeling in de statuten verschaffen zij preferente aanspraak bij uitke-

¹² Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 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 ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, PbEG 1977, L 26, p. 1.

¹³ 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.

¹⁴ Art. 25 Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG). Bijlage II bevat de tekst van art. 25 Tweede EG-Richtlijn (77/91/EEG).

¹⁵ Honée (1998).

ring 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 (§ 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 toekomt¹⁶. De aanwijzing heeft karakteristieken van een volmacht¹⁷ 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 doet¹⁸. Het delegatiebesluit dient via het handelsregister openbaar te worden gemaakt¹⁹. Binnen acht dagen na het besluit tot uitgifte of tot aanwijzing legt de NV de volledige tekst van het daartoe strekkend besluit neer ten kantore van het handelsregister²⁰.

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 tegengeworpen²¹. 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

¹⁶ Art. 2:96 lid 1 BW.

¹⁷ Art. 3:60 jo 3:79 BW.

¹⁸ Art. 2:96 lid 2 BW. Asser-Maeijer 2-III, nr. 236.

¹⁹ Art. 2:96 lid 4 BW. Niet-naleving van dit voorschrift is een economisch delict (art. 1 sub 4° Wet economische delicten).

²⁰ Art. 2:96 lid 3 BW.

²¹ Art. 2:16 lid 2 BW.

tot vertegenwoordiging bevoegd is voor zover niet uit de wet anders voortvloeit²².

De algemene vergadering kan aan de aanwijzing voorwaarden en beperkingen verbinden die niet in de wet zijn genoemd²³. 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 overgaan²⁴.

Aandeelhouders hebben in beginsel een voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen naar evenredigheid van hun aandelenbezit²⁵. Dit voorkeursrecht biedt een waarborg voor aandeelhouders dat hun financiële belang en hun zeggenschapsrechten niet als gevolg van een aandelenemissie tegen hun zin verwaterd. De AvA kan het orgaan waaraan zij emissiebevoegdheid heeft gedelegeerd ook aanwijzen als bevoegd orgaan om het voorkeursrecht te beperken of uit te sluiten²⁶ (§ 8.1.1.).

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.²⁷. 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 beschermingsmaatregelen²⁸. Deze Bijlage bevatte onder meer (minimum) 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 beurs-

²² Art. 2:130 lid 3 BW. Zie hierover Maeijer (1991), p. 43 e.v., Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 235.1, Van Schilfgaarde (2006), nr. 56, Timmerman (1991), p. 69 en 97. Van Olffen (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 intrekingsbesluit 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 intrekingsbesluit 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), nrs. 56 en 98.

²³ Asser-Maeijer 2-III, nr. 235 en MvA I, Bundel NV en BV, p. IXm-191.

²⁴ Interimrapport Commissie Vennootschapsrecht over het ontwerp 2e EG Richtlijn, Bundel NV en BV, p. VIb-43 en Asser-Maeijer 2-III, nr. 235.

²⁵ Art. 2:96a BW.

²⁶ Art. 2:96a lid 6 BW.

²⁷ Euronext NV beheert Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Paris, Euronext Lisbon en Euronext Liffe (derivaten).

²⁸ Bijlage X (oud) bij A-2.7 Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market, Euronext Rulebook, Book II.

genoteerde vennootschap en het maximum aantal te plaatsen beschermingspreferente aandelen (§ 9.1.1.). 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 (oktober 2007) heeft NYSE Euronext Amsterdam in december 2007 Bijlage X ingetrokken²⁹. Statutenwijziging door de vennootschap vereist nog wel voorafgaand overleg met NYSE Euronext Amsterdam³⁰.

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 vennootschap³¹. Deze machtiging kan bij statutenwijziging telkens voor vijf jaar worden verleend of verlengd³². Een dergelijke statutenwijziging vereist een meerderheid in de AvA van ten minste 3/4 van het op de AvA vertegenwoordigde kapitaal. De statuten kunnen verdergaande (meerderheids)eisen stellen aan dit besluit³³.

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 Handelsregister³⁴; dit is een vereiste voor de inwerkingtreding van de machtiging³⁵.

Uitgifte van aandelen op grond van deze machtiging vereist de goedkeuring van de *Aufsichtsrat* (RvC)³⁶.

Het bestuur en de RvC dienen het besluit tot uitgifte van aandelen te deponeren bij het Handelsregister³⁷.

Iedere aandeelhouder komt in beginsel een pro rata voorkeursrecht tot ter zake van nieuw uit te geven aandelen³⁸. Dit voorkeursrecht kan bij besluit van de AvA geheel of gedeeltelijk worden beperkt of uitgesloten. Een dergelijk besluit vereist een meerderheid van ten minste 3/4 van het op de AvA vertegenwoordigde kapitaal³⁹. Het bestuur kan door de AvA worden gemachtigd het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders te

²⁹ 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.

³⁰ Rule A 2705/2 (iii).

³¹ § 202(1) AktG.

³² § 202(2) AktG.

³³ § 202(2) AktG.

³⁴ § 181(1) AktG (*Eintragung der Satzungsänderung*).

³⁵ § 181(3) AktG.

³⁶ § 202(3) AktG (*Voraussetzungen*).

³⁷ Henn (2003), p. 326-346 en § 203(1) AktG (*Ausgabe der neuen Aktien*) jo § 188(1) (*Anmeldung und Eintragung der Durchführung*).

³⁸ § 186(1) AktG (*Bezugsrecht*).

³⁹ § 186(3) AktG.

beperken of uit te sluiten⁴⁰.

Het Duitse recht kent twee soorten *Vorzugsaktien* (preferente aandelen), te weten preferente aandelen met en zonder stemrecht⁴¹. 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 hebben⁴².

b. Beursregels

De *Frankfurter Wertpapierbörse* kent een reglement dat van toepassing is op de aldaar genoteerde effecten. In dit reglement⁴³ zijn geen bepalingen opgenomen ten aanzien van de delegatie van emissiebevoegdheid.

2.1.4. Wet- en regelgeving in 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 bevoegdheid⁴⁴. 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)⁴⁵. De machtiging tot uitgifte kan worden afgegeven voor een specifieke emissie maar een algemene machtiging is gebruikelijker⁴⁶. 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 het 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 jaar⁴⁷. 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 verlengd⁴⁸.

Een afschrift van het besluit van de AvA tot vaststelling, wijziging, vernieuwing of intrek-

⁴⁰ § 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.

⁴¹ § 12(1) AktG (*Stimmrecht. Keine Mehrstimmrechte*).

⁴² § 140(1) en (2) AktG (*Rechte der Vorzugsaktionäre*).

⁴³ *Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse*, versie 26 maart 2007.

⁴⁴ Zie onder meer Hogg v Cramphorn (1967) Ch. 254 en Bamford v Bamford (1970) Ch. 212, in: Morse (2005), p.133.

⁴⁵ s.80(1) Companies Act 1985. Na invoering van de Companies Act 2006 (beoogd per 1 oktober 2008): s.551.

⁴⁶ s. 80(3) Companies Act 1985. Morse (2005), p.133.

⁴⁷ s. 80(4) Companies Act 1985.

⁴⁸ s. 80(4) Companies Act 1985. Morse (2005), p.76.

king van de bevoegdheid van het bestuur tot uitgifte van aandelen, dient te worden gedeponereerd bij de *Registrar of Companies*⁴⁹. Van dit besluit dient ook melding te worden gemaakt in een landelijk verspreid dagblad⁵⁰.

Aandeelhouders hebben bij uitgifte van nieuwe aandelen tegen inbreng in geld een voorkeursrecht.⁵¹ Dit voorkeursrecht geldt niet bij emissie van aandelen tegen inbreng anders dan in geld⁵². Het voorkeursrecht kan in geval van uitgifte van een bijzondere klasse van aandelen (waaronder *employee shares*) worden beperkt tot de houders van de betrokken soort⁵³. 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 machtiging⁵⁴. 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 bestuur⁵⁵. 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 uiteenzet⁵⁶. Als deze toelichting onjuist of misleidend is, dan is degene door wiens opzet of bewuste roekeloosheid deze onjuistheid of misleidendheid is veroorzaakt strafbaar⁵⁷. De delegatie tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht kan door een besluit van de AvA worden verlengd of ingetrokken⁵⁸.

In de statuten kan het maatschappelijk kapitaal in verschillende klassen van aandelen worden verdeeld⁵⁹. 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 kennen⁶⁰. 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 aandelen⁶¹. 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 besloten⁶².

⁴⁹ De Registrar of Companies is het Engelse equivalent van het Handelsregister. Een besluit dient binnen 15 dagen aan de Registrar te worden gemeld; s. 380 onderdeel 1 en 2 Companies Act 1985.

⁵⁰ s. 711 Companies Act 1985.

⁵¹ s. 89(1) Companies Act 1985.

⁵² s. 89(4) Companies Act 1985.

⁵³ s. 89(2) en (4) Companies Act 1985.

⁵⁴ Morse (2005), p. 134.

⁵⁵ s. 95(2) Companies Act 1985.

⁵⁶ s. 95(5) Companies Act 1985.

⁵⁷ s. 95(6) Companies Act 1985.

⁵⁸ s. 95(3) Companies Act 1985. Na invoering van de Companies Act 2006 (beoogd per 1 oktober 2008): s.570-571.

⁵⁹ In de literatuur wordt daarvoor het begrip "*classes*" gebruikt. Zie onder meer Lowry/Dignam (2003), p. 159-167; Morse (2005), p. 205-213.

⁶⁰ Morse (2005), p. 206.

⁶¹ s. 370(6) Companies Act 1985.

⁶² Morse (2005), p. 207.

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 (§ 9.1.2.). De 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 (§ 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*)⁶³. De bijzondere AvA is bevoegd tot uitgifte van aandelen⁶⁴. De bijzondere AvA kan deze bevoegdheid aan de *directoire* of de *conseil d'administration* (het bestuur)⁶⁵ delegeren voor een maximumduur van 26 maanden⁶⁶. Het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap kan op zijn beurt deze bevoegdheid delegeren aan één of meer *directeurs généraux* (bestuurders)⁶⁷.

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 aandelen⁶⁸. De bijzondere AvA kan dit voorkeursrecht geheel of gedeeltelijk opzietten⁶⁹. 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 inschrijven⁷⁰. 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.

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

⁶³ Art. L225-96 t/m L225-98 Code de Commerce.

⁶⁴ Art. L225-129 Code de Commerce.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ Art. L225-129-1 en L225-129-2 Code de Commerce.

⁶⁷ Art. L225-129-4 Code de Commerce.

⁶⁸ Art. L225-132 Code de Commerce.

⁶⁹ Art. L225-135 Code de Commerce.

⁷⁰ Art. L225-135 Code de Commerce.

de vennootschap die is belast met het opstellen en inrichten van de jaarrekening⁷¹. Het bestuur stelt een verslag op in het geval dat het de gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van aandelen heeft uitgeoefend⁷²

b. Beursregels

In het Euronext Rule Book II (§ 2.2.1.) 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 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. 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 American Bar Association heeft een *Model Business Corporation Act* gepubliceerd. Volgens deze modelregeling is het bestuur in beginsel bevoegd tot uitgifte van aandelen maar de statuten kunnen bepalen dat deze bevoegdheid aan de AvA toekomt⁷³. Volgens diezelfde modelregeling vereist iedere uitgifte van aandelen (of het verlenen van rechten op aandelen) de goedkeuring van de AvA als sprake is van uitgifte tegen inbreng in natura of de uitgifte betrekking heeft op meer dan 20% van het stemrecht⁷⁴. Voor deze goedkeuring door de AvA geldt een quorum eis van 50%.

Volgens diezelfde modelregeling hebben aandeelhouders geen voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen tenzij de statuten anders bepalen⁷⁵. Daarnaast bevat de *Model Business Corporation Act* een uitgewerkte regeling van voorkeursrechten die gelden indien daarvoor in de statuten wordt gekozen⁷⁶.

De Delaware Corporation Code wijkt op belangrijke onderdelen af van de Business Model Corporation Act. 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

⁷¹Art. 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.

⁷² Art. L225-129-5 Code Commerce.

⁷³ § 6.21 Model Business Corporation Act.

⁷⁴ § 6.21(f) Model Business Corporation Act.

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

⁷⁶ Door het opnemen in de statuten van de bepaling "*the corporation elects to have pre-emptive rights*" - § 6.30 (b) Model Business Corporation Act.

maatschappelijk kapitaal daarvoor ruimte biedt⁷⁷. Het is mogelijk verschillende soorten aandelen uit te geven met onderscheiden rechten⁷⁸. Hieronder kunnen ook soorten aandelen worden opgenomen met rechten die vergelijkbaar zijn met rechten die voor Nederlandse preferente aandelen gelden⁷⁹. 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 biedt⁸⁰. Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht tenzij dit in de statuten is vastgelegd⁸¹. In de West-Virginia Business Corporations Acts is de bevoegdheid aandelen uit te geven toegekend aan het bestuur tenzij die bevoegdheid bij statuten aan de AvA is toegekend⁸². Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht tenzij in de statuten een voorkeursrecht is vastgelegd⁸³.

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) indien de 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 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*”)⁸⁴.

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 danwel wanneer op deze aandelen ten minste de nominale waarde en de beurswaarde (“*book and market value*”) in geld wordt gestort⁸⁵.

⁷⁷ § 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.

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

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

⁸⁰ § Art. 14A:7-2 sub a en b (Issuance of shares in classes and series; board action), New Jersey Business Corporation Act.

⁸¹ Art. 14A:5-29 sub a (Preemptive rights), New Jersey Business Corporation Act.

⁸² § 31D-6-621 (Issuance of shares), West-Virginia Business Corporation Acts.

⁸³ § 31D-6-630 (Shareholders' preemptive rights), West-Virginia Business Corporation Acts.

⁸⁴ Onderdeel 312.03 van de NYSE Listed Company Manual.

⁸⁵ Onderdeel 312.03 van de NYSE Listed Company Manual.

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”⁸⁶.

De Nederlandse Corporate Governance Code van de Commissie Tabaksblat uit december 2003⁸⁷ (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 BW⁸⁸.

De Deutsche *Corporate Governance Kodex* (art. 2.2.1) bevestigt de wettelijke regel⁸⁹ 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 (art. 2.2.2.).

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 gebruik maakt van de aan haar gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van nieuwe aandelen (§ 9.1.2.)⁹⁰.

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.

⁸⁶ Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland van de Commissie Corporate Governance, 25 juni 1997, zie bijlage III.

⁸⁷ De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen van de Commissie Corporate Governance d.d. 9 december 2003.

⁸⁸ Stb. 2004, 747 en Stcrt 27 december 2004, nr. 250.

⁸⁹ § 202(1) AktG, zie § 2.1.3.a. van deze rapportage.

⁹⁰ § 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.

2.2.2. Gedragrichtlijnen en verslaglegging institutionele beleggers

Institutionele beleggers met zetel in Nederland zijn op basis van de Wet financieel toezicht (Wft) sedert 1 januari 2007 verplicht om mededeling te doen over de wijze waarop zij de Code Tabaksblat naleven⁹¹. 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 ingestemd⁹².

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 vennootschappen⁹³. 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 minste één maal per kwartaal op hun website verslag uitbrengen of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de AvA's⁹⁴.

Uit het onderzoek van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit december 2006⁹⁵ bleek dat de bepalingen van de Code Tabaksblat 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 2007⁹⁶ 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 Vereniging van Effectenbezitters (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 18 maanden te verlenen⁹⁷.

SCGOP publiceerde in 2004 een Handboek Corporate Governance waarin zij dezelfde aanbeveling (een maximum machtigingsperiode van 18 maanden en een maximum van

⁹¹ Art. 5:86 lid 1 Wft.

⁹² Art. 5:86 lid 2 Wft.

⁹³ Code Tabaksblat, principe IV.4.

⁹⁴ Code Tabaksblat, *best practice* bepalingen IV.4.1 en IV.4.3.

⁹⁵ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006).

⁹⁶ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007).

⁹⁷ Zie Eisma (1992) p. 238 e.v.

10% van het op dat moment uitstaande aantal aandelen) deed.

Als Bijlage IV is aan dit rapport gehecht een overzicht van relevante onderdelen uit de gepubliceerde gedragsrichtlijnen en verslaglegging van een aantal institutionele beleggers. In het onderhavige rapport wordt per onderdeel, waar relevant, verwezen naar deze richtlijnen.

2.2.3. Stemadviezen

Mede vanwege de hiervoor (in § 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 stemadviesbureaus⁹⁸, zoals Institutional Shareholder Services (ISS) en Glass Lewis & Co⁹⁹. In deze gevallen verschaft het 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 zelf over te dragen. In deze gevallen zal de stemuitoefening conform de stemadviezen van het betrokken bureau plaatsvinden¹⁰⁰.

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.

⁹⁸ De Jong/Mertens/Oosterhout/Vletter-van Dort (2007).

⁹⁹ Abma (2007), I, p. 90/91.

¹⁰⁰ Dit "volg, tenzij-principe" geldt naar schatting voor 15% tot 20% van de cliënten van ISS. Zie Verdam (2003), p. 4. Zie over kritiek op de gestelde intransparantie van stemadviesbureaus: Abma (2007), II, 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 N.V.'s wordt de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen in het merendeel der gevallen aan het bestuur gedelegeerd (§ 4.2.1)¹⁰¹. 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 voeren¹⁰². 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 N.V. 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 vennootschapsorgaan¹⁰³, met name de RvC¹⁰⁴ of de vergadering van prioriteitsaandeelhouders¹⁰⁵. Een dergelijke goedkeuring van bestuursbesluiten sluit het meest aan bij de wettelijke taken van de RvC (toezicht op het beleid van bestuur en de algemene zaken in de vennootschap, en het bestuur met raad ter zijde staan)¹⁰⁶. Zo ligt in de structuurregeling vast dat uitgifte van aandelen aan de goedkeuring van de RvC is onderworpen¹⁰⁷. 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 vennootschap¹⁰⁸.

Een N.V. 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 een 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 gewaarborgd¹⁰⁹. Dat toezicht dient zich dan ook uit te strekken tot een besluit tot uitgifte op basis van delegatie.

¹⁰¹ Asser-Maeijer 2-III, nr. 235; Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 164; Buijn/Storm (2005), § 3.7.

¹⁰² Asser-Maeijer 2-III, nr. 235; Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 164; Buijn/Storm (2005), § 3.7, p. 85.

¹⁰³ Asser-Maeijer 2-III, 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.

¹⁰⁴ Buijn/Storm (2005), p. 85; Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 164.

¹⁰⁵ Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 164.

¹⁰⁶ Art. 2:140 lid 2 BW. Zie ook Principe III.1 van de Code Tabaksblat.

¹⁰⁷ Art. 2:164 lid 1 sub a BW.

¹⁰⁸ 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 (§ 2.1.2.b.).

¹⁰⁹ Principe III.8 en Best practice-bepalingen III.8.1-III.8.4 Code Tabaksblat.

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 voorschrijven¹¹⁰. De delegatie van de uitgiftebevoegdheid heeft in beginsel een privaat karakter¹¹¹. 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 overgaan¹¹². De aanwijzing kan tussentijds niet worden ingetrokken tenzij het delegatiebesluit dat uitdrukkelijk bepaalt¹¹³. 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 kapitaal¹¹⁴ maar dat kan stuiten op vernietigbaarheid wegens strijd met redelijkheid en billijkheid of misbruik van recht¹¹⁵.

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 (§ 2.1.4. en § 2.1.5.). In Duitsland dient delegatie van de emissiebevoegdheid statutair te zijn vastgelegd (§ 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 (§ 2.2.5.).

Naar Duits recht heeft de RvC een wettelijk goedkeuringsrecht ten aanzien van een bestuursbesluit tot uitgifte van aandelen (§ 2.2.). 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 § 2.1.5.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 richtlijnen bevatten geen specifieke bepalingen omtrent de bij de besluitvorming betrokken organen.

¹¹⁰ Buijn/Storm (2005), p. 86.

¹¹¹ Art. 2:96 lid 1 BW.

¹¹² Interimrapport Commissie Vennootschapsrecht over het ontwerp 2^e EG Richtlijn, Bundel NV en BV, p. VIb-43 en Asser-Maeijer 2-III, nr. 235.

¹¹³ Zie Asser-Maeijer 2-III, nr. 235; Perrick (1998); Van der Heijden/Van der Grinten, nr. 164.

¹¹⁴ Art. 2:67 en 121 BW.

¹¹⁵ Art. 2:8 en 15 BW.

3.2. Market practice

3.2.1. Nederland

Het bestuur is in 35 van de 36 onderzochte gevallen het orgaan waaraan volgens de statuten de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen kan worden gedelegeerd. In één geval is dat de RvC.

In 7 van de 36 onderzochte gevallen is 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 2 van de 36 onderzochte gevallen dient de RvC goedkeuring te verlenen aan de machtiging door de AvA van het bestuur tot uitgifte van aandelen¹¹⁶. In 17 van de 36 onderzochte gevallen dient de RvC goedkeuring te geven indien het bestuur op basis van een machtiging tot uitgifte van aandelen wenst over te gaan.

Tabel 1: betrokken organen

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Aan te wijzen orgaan:				
• Bestuur	100%	100%	92%	97% (35)
• RvC	-	-	8%	3% (1)
Rol van RvC:				
• Goedkeuring delegatie- en emissiebesluit	33%	25%	-	19% (7)
• Goedkeuring delegatiebesluit	8%	8%	-	5% (2)
• Goedkeuring emissiebesluit o.b.v. delegatie	42%	42%	58%	47% (17)

In de kolommen staan de percentages en, 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 van kapitaal¹¹⁷.

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.

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.

¹¹⁶ 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.

¹¹⁷ De vormen van betrokkenheid waren niet gespecificeerd; Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998).

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 aangewezen¹¹⁸. 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 RvC¹¹⁹ die ook weerslag heeft gevonden in de structuurregeling¹²⁰, in de Code Tabaksblat¹²¹ en in Bijlage X van het Euronext Rule Book II (inmiddels vervallen)¹²². Het sluit ook aan op het wettelijke goedkeuringsrecht van de RvC naar Duits recht¹²³.

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 vennootschapsorgaan¹²⁴.

¹¹⁸ De wettelijke taak van het bestuur is het besturen en het vertegenwoordigen van de vennootschap (artt. 2:129 en 130 BW).

¹¹⁹ 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 ter zijde staan.

¹²⁰ Art. 2:164 lid 1 sub a BW.

¹²¹ Principe III.1 Code Tabaksblat.

¹²² Onderdeel A.3 (zie § 2.1.2.b.).

¹²³ § 202(3) en § 204(1) AktG.

¹²⁴ Zie HR 29 september 2006, JOR 2007, 62 en RvdW 2006, 895 (The Mill Resort), waarover A.F.J.A. Leijten in *Ondernemingsrecht* 2007-1, 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 AvA¹²⁵. 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 bijeenroeping¹²⁶.

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 nemen¹²⁷. 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 agenda¹²⁸.

De vermelding van te behandelen onderwerpen kan beknopt zijn maar moet voldoende duidelijk zijn¹²⁹. De redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW brengen met zich mee dat 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 besluit¹³⁰. 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 gemaakt¹³¹.

De Europese transparantierichtlijn¹³² 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*”¹³³. 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

¹²⁵ Art. 2:109 BW.

¹²⁶ Art. 2:110 BW.

¹²⁷ Art. 2:114 BW.

¹²⁸ Art. 2:114a BW.

¹²⁹ Asser-Maeijer 2-III, nr. 269.

¹³⁰ HR 1 maart 2002, JOR 2002, 79 (Zwagerman), HR 21 februari 2003, NJ 2003, 181 (VIBA), OK 21 december 2004, JOR 2005, 5.

¹³¹ Art. 2:114 lid 3 BW.

¹³² Richtlijn 2004/109/EG 15 december 2004.

¹³³ Art. 17 lid 2 transparantierichtlijn.

verschaffen aan haar aandeelhouders over de uitgifte van nieuwe aandelen, waarbij tevens informatie wordt verstrekt over eventuele regelingen voor de toewijzing, inschrijving of conversie¹³⁴.

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 stellen¹³⁵. Een van de voorschriften is dat de vennootschap de betrokken informatie op haar website ter beschikking stelt¹³⁶.

De Code Tabaksblad bevat de *best practice*-bepaling dat indien sprake van is 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/machtiging¹³⁷. De aandeelhouderscirculaire dient in ieder geval op de website van de vennootschap te worden geplaatst¹³⁸.

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 uiteenlopen. Zo is ook wettelijk voorgeschreven dat voor een besluit tot uitgifte of tot aanwijzing door de algemene vergadering een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van een groep van houders van aandelen van eenzelfde soort aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet is vereist¹³⁹. Ten tweede stelt een afzonderlijke agendering en toelichting de aandeelhouders in staat om te differentiëren al naar gelang de voorstellen tot delegatie per klasse van aandelen.

4.1.2. Overige jurisdicties

In de Engelse *Combined Code on Corporate Governance*¹⁴⁰ is in Code provision D2 voorgeschreven dat ieder materieel afzonderlijk onderwerp afzonderlijk moet worden opgenomen in de agenda¹⁴¹. 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 (§ 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 opzij zetten van voorkeursrechten. Zo dient naar Duits recht het bestuur een schriftelijke

¹³⁴ 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.

¹³⁵ Art. 5 Richtlijn nr. 2007/36/EG van 11 juli 2007.

¹³⁶ Art. 5 lid 4 Richtlijn nr. 2007/36/EG van 11 juli 2007.

¹³⁷ Best practice bepaling IV.3.7.

¹³⁸ In dit rapport wordt niet de term "aandeelhouderscirculaire" maar de term "toelichting" gebruikt.

¹³⁹ Art. 2:96 BW.

¹⁴⁰ De *Combined Code on Corporate Governance* van de Financial Reporting Counsel (juni 2006).

¹⁴¹ "At any general meeting, the company should propose a separate resolution on each substantially separate issue".

toelichting te geven bij het opzij zetten of beperken van voorkeursrechten¹⁴². 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 lichten¹⁴³.

4.1.3. Richtlijnen

De meeste onderzochte richtlijnen 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

In 27 van de 36 onderzochte vennootschappen was delegatie van emissiebevoegdheid geagendeerd¹⁴⁴. Het ging daarbij om in totaal 32 agendapunten, omdat in vijf gevallen sprake was van een gesplitst agendapunt voor gewone aandelen respectievelijk voor preferente aandelen. De voorstellen tot delegatie van emissiebevoegdheid zijn in alle gevallen aangenomen.

In 2006 was van de 34 maal dat delegatie van emissiebevoegdheid was geagendeerd deze viermaal geweigerd.

Tabel 2: Delegatie van emissiebevoegdheid

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Delegatie t.a.v. gewone aandelen				
- geagendeerd	75%	67%	83%	75% (27)
- waarvan aangenomen	100%	100%	100%	100%
Delegatie t.a.v. financieringspreferente aandelen				
- geagendeerd			8%	3% (1)
- waarvan aangenomen			100%	100%
Delegatie t.a.v. beschermingspreferente aandelen				
- geagendeerd	17%		17%	11% (4)
- waarvan aangenomen	100%		100%	100%

In de kolommen staan de percentages en, tussen haken, de absolute aantallen vermeld.

¹⁴² § 186(4) (*Bezugsrecht*) en § 23(2) (*Ausgabe der neuen Aktien*) AktG.

¹⁴³ Art. L225-136 Code de Commerce (§ 7.1.2.).

¹⁴⁴ In zes van de overige gevallen was sprake van een nog lopende delegatie, hetzij op basis van een eerder besluit van de AvA, hetzij op basis van een statutaire aanwijzing.

Volgens de Code Tabaksblad 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 RvC¹⁴⁵. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code¹⁴⁶ stelt vast dat deze best practice bepaling in 2007 door 19 van de 122 onderzochte fondsen (16%) niet is toegepast¹⁴⁷.

4.2.2. Overige jurisdicties

Duitsland: in tien van de 12 onderzochte gevallen is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen door de AvA aan het bestuur gedelegeerd. In de twee overige gevallen is geen delegatie van de bevoegdheid tot uitgifte in de statuten opgenomen en geen AvA-besluit daartoe genomen.

Frankrijk: in twee van de 12 onderzochte gevallen is apart gestemd over delegatie van emissiebevoegdheid tot uitgifte van gewone aandelen respectievelijk van preferente aandelen.

Verenigd Koninkrijk: in alle 12 onderzochte vennootschappen is de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen door de AvA gedelegeerd aan het bestuur.

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 uiteengezet¹⁴⁸. Deze toelichting dient op de website van de vennootschap te worden geplaatst en ten kantore van de vennootschap ter kennisneming te worden neergelegd¹⁴⁹. Deze wijze van toelichten sluit aan bij de Europese transparantierichtlijn en het Nederlandse wetsvoorstel ter implementatie daarvan¹⁵⁰, de Europese richtlijn inzake de uitoefening van aandeelhoudersrechten¹⁵¹, de Code Tabaksblad¹⁵², de Engelse Combined

¹⁴⁵ Best practice-bepaling IV.3.7 Code Tabaksblad.

¹⁴⁶ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007).

¹⁴⁷ Met de kanttekening dat het hoogste aantal en het hoogste percentage van niet-nalevende vennootschappen bestaat uit "lokale" vennootschappen. Slechts 4 van de 70 AEX, AMX en AMS-fondsen leven volgens dit overzicht deze best practice bepaling niet na.

¹⁴⁸ Zie art. 2:114 BW, de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW (§ 4.1.1.), alsmede art. 17 lid 2 Transparantierichtlijn.

¹⁴⁹ Vgl. art. 2:114 lid 3 BW.

¹⁵⁰ Art. 5:25k Wft, als voorgesteld in de Uitvoeringswet transparantierichtlijn.

¹⁵¹ Art. 5 lid 4 Richtlijn 2007/36/EG betreffende uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders en beursgenoteer-

Code on Corporate Governance¹⁵³, en Duitse en Franse wettelijke bepalingen¹⁵⁴.

In geval van delegatie van emissiebevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht¹⁵⁵. 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.

de vennootschappen van 11 juli 2007.

¹⁵² Best practice-bepaling IV.3.7.

¹⁵³ Code provision D2 van de Combined Code on Corporate Governance van de Financial Reporting Counsel (juni 2006).

¹⁵⁴ § 186(4) (*Bezugsrecht*) en § 23(2) (*Ausgabe der neuen Aktien*) AktG respectievelijk art. L225-136 Code de Commerce.

¹⁵⁵ § 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 vermelden¹⁵⁶. 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 statutenwijziging¹⁵⁷.

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 uitgegeven¹⁵⁸.

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”¹⁵⁹.

De Departementale Richtlijnen hebben hun directe belang verloren doordat het juridisch-technisch toezicht door het Ministerie van Justitie is komen te vervallen door inwerking-treding (op 1 september 2001) van de Wet herziening preventief toezicht¹⁶⁰. Een deel van deze richtlijnen, zoals de hierboven aangehaalde paragraaf 29, worden echter beschouwd als nuttige aanwijzingen bij het opstellen van statuten¹⁶¹.

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 toelichting¹⁶². Daardoor zal een bestuursbesluit tot aandelenemissie ter financiering van een majeure overname (ter waarde van ten minste een derde van de activa) indirect ter goedkeuring aan de AvA moeten worden voorgelegd.

¹⁵⁶ Art. 2:67 BW.

¹⁵⁷ Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 18.

¹⁵⁸ Art. 2:96 lid 1 BW.

¹⁵⁹ Vaststellingsregeling richtlijnen 1986 voor beoordelen oprichtingen en statutenwijzigingen van N.V.'s en B.V.'s met beperkte aansprakelijkheid, regeling van 18 november 1985, Stcrt. 227, gewijzigd bij regeling van 10 september 1998, Stcrt. 195, § 29.

¹⁶⁰ Wet van 22 juni 2000, Stb. 283, en besluit van 4 augustus 2001, Stb. 368.

¹⁶¹ Bosse (2002), p. 49.

¹⁶² Art. 2:107a BW. Zie HR 13 juli 2007, JOR 2007/178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (ABN AMRO)

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 (§§ 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 bestuur 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 (§ 2.1.6.).

5.1.3. Richtlijnen

De Vereniging van Effectenbezitters (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 kapitaal¹⁶³. SCGOP publiceerde in 2004 een Handboek Corporate Governance waarin zij dezelfde aanbeveling deed.

In een aantal richtlijnen van stemadviesbureaus (§ 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 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 aandelenkapitaal;
- 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

¹⁶³ Zie Eisma (1992) p. 238 e.v.

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 aandelenemissies¹⁶⁴. 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 kapitaal¹⁶⁵.

In 22 van de 36 van de thans onderzochte gevallen bedroeg het maximaal aantal uit te geven gewone aandelen op basis van de machtiging 10% van het geplaatste kapitaal¹⁶⁶. In 18 van die 23 gevallen is dit maximum verhoogd met 10% (dus in totaal 20%) voor het geval sprake is van een fusie of overname.

Tabel: 3: maximum aantal uit te geven gewone aandelen

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Maximum aantal:				
• 10%	75%	42%	67%	61% (22)
• Te verhogen tot 20% i.g.v. fusie of overname	58%	33%	58%	50% (18)
• Ander percentage ¹⁶⁷	-	8%	8%	6% (2)

In de kolommen staan de percentages en, tussen haken, de absolute aantallen vermeld.

5.2.2. Overige jurisdicties

Duitsland: in vijf van de 12 onderzochte gevallen bedroeg het maximaal aantal uit te geven aandelen 10% van het geplaatste kapitaal. In de andere gevallen lag het percentage hoger (15, 20, 30, 45 respectievelijk 50%). Geen onderscheid werd gemaakt voor uitgifte in geval van fusie of overname.

Frankrijk: in zes van de 12 onderzochte gevallen is het maximum aantal uit te geven aandelen niet uitgedrukt in een percentage van het geplaatst kapitaal, maar is de beurswaarde van de uit te geven aandelen respectievelijk het op de aandelen te storten bedrag als referentie voor het maximum opgenomen. In drie van de 12 onderzochte gevallen werd een onderscheid gemaakt tussen aandelen met en zonder preferentie, waarbij

¹⁶⁴ Dutch Corporate Governance Services (1997).

¹⁶⁵ Als bijlage II is aangehecht het schematisch overzicht van dit deel van het onderzoek en de uitgewerkte conclusie van het onderzoek.

¹⁶⁶ De percentages in deze kolom zijn gebaseerd op het totaal aantal onderzochte vennootschappen van 36. Tabel 2 vermeldt het aantal en de percentages van de onderzochte vennootschappen die al dan niet tot agendering zijn overgegaan.

¹⁶⁷ Dat wil zeggen 1x 1% en 1 x 30%.

doorgaans twee keer meer aandelen met preferentie dan aandelen zonder preferentie mogen worden uitgegeven. Ook werd tweemaal een onderscheid gemaakt tussen emissie met en zonder handhaving van het voorkeursrecht.

Verenigd Koninkrijk: in negen van de 12 onderzochte gevallen was het maximaal op grond van de delegatie aantal uit te geven aandelen 1/3 van het geplaatste aandelenkapitaal. In twee van de 12 gevallen werd de nominale waarde als limiet gesteld en in één geval (8%) bedroeg het maximum aantal uit te geven aandelen 28% van het geplaatste kapitaal.

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 gemotiveerd¹⁶⁸.

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 verhogingen¹⁶⁹.

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 -. Dit percentage sluit aan bij de Nederlandse market practice alsmede de aanbevelingen van VEB en SCGOP¹⁷⁰. Een mogelijke verhoging tot 20% in geval van uitgifte in het kader van een fusie of overname - zoals die onderdeel uitmaakt van de market practice - is slechts gerechtvaardigd als deze mogelijke fusie of overname is voorzien en de daaraan ten grondslag liggende strategische overwegingen zijn omschreven in de toelichting bij het voorstel.

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

¹⁶⁸ Zie de richtlijnen, weergegeven in § 5.1.3. en Bijlage I.

¹⁶⁹ Zie § 29 Departementale Richtlijnen (oud) (§ 5.1.1.).

¹⁷⁰ § 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 bedragen¹⁷¹. 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 bevat¹⁷². 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 statutenwijziging¹⁷³.

De delegatieperiode kan telkens voor 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)¹⁷⁴.

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 voorziet¹⁷⁵.

In praktijk en literatuur wordt een termijn van 18 maanden als minimale delegatieperiode beschouwd. Dat is de termijn tussen het begin van het boekjaar en de laatste datum van de eerstvolgende wettelijk verplichte jaarlijkse AvA¹⁷⁶ en sluit aan bij de termijn waarbinnen beursgenoteerde vennootschappen hun jaarrekening openbaar moeten maken¹⁷⁷. 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 (§ 1.2.6.)¹⁷⁸.

In het kader van de implementatie van de Europese transparantierichtlijn zullen beursgenoteerde vennootschappen worden verplicht om hun jaarrekening binnen vier maan-

¹⁷¹ Art. 2:96 lid 1 BW.

¹⁷² Asser-Maeijer 2-III, nr. 235. Volgens Van Solinge (2004), p. 318-319 kan de AvA besluiten haar bevoegdheden vanaf ieder later moment te delegeren.

¹⁷³ Asser-Maeijer 2-III, nr. 235.

¹⁷⁴ Art. 96 lid 2 BW. Zie ook § 29 Departementale Richtlijnen 1986 (oud).

¹⁷⁵ Art. 96 lid 2 BW en § 29 Departementale Richtlijnen 1986 (oud).

¹⁷⁶ Art. 2:108 BW.

¹⁷⁷ Art. 2:394 BW, Rule A-2705/3 sub (iii) Euronext Rule Book II en de Euronext Amsterdam Noteringsovereenkomst.

¹⁷⁸ Zie Buijn/Storm (2005), p. 85-86 en Eisma (1992), p. 238-241.

den na afloop van het boekjaar op te stellen en algemeen verkrijgbaar te stellen¹⁷⁹. Indien en zodra deze verkorte termijn is doorgevoerd kan de best practice delegatietermijn worden verkort tot 16 maanden.

Voor een langere termijn dan 18 maanden kunnen twee argumenten pleiten¹⁸⁰. Ten eerste ontwikkelen vennootschappen een meerjarenbeleidplan, waarbij het wenselijk kan zijn dat de financieringsplannen - en daarmee ook het emissiebeleid - zich eveneens 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 reden 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, Verenigd Koninkrijk en Frankrijk lidstaten 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 vennootschap¹⁸¹.

6.1.3. Richtlijnen

De Vereniging van Effectenbezitters (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 18 maanden zou moeten worden verleend¹⁸². SCGOP publiceerde in 2004 een Handboek Corporate Governance waarin zij dezelfde aanbeveling deed.

6.2. Market practice

6.2.1. Nederland

In 24 van de 36 onderzochte gevallen is machtiging verleend voor een periode van 18 maanden. In drie gevallen is een machtigingsperiode afgegeven voor een andere periode, te weten 15 maanden, drie jaar respectievelijk vijf jaar. In de overige gevallen is geen machtiging verleend.

¹⁷⁹ Art. 4 transparantierichtlijn 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 gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (Pb EUL 390) van 3 juli 2007 (Wetsvoorstel implementatie transparantierichtlijn), met name het daarin voorgestelde artikel 5:25c Wft respectievelijk artikel 2:101 BW.

¹⁸⁰ Eisma (1992), p. 238-241.

¹⁸¹ § 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.

¹⁸² Zie Eisma (1992) p. 238 e.v.

Tabel 4: delegatieperiode

	AEX	AMX	AMS	Totaal
• 15 maanden	-	-	8%	3% (1)
• 18 maanden	75%	50%	75%	67% (24)
• 36 maanden	8%	-	-	3% (1)
• 60 maanden	-	8%	-	3% (1)

In de kolommen staan de absolute de percentages en, tussen haken, de absolute aantallen vermeld.

6.2.2. Overige jurisdicties

Duitsland: de machtigingsperiode tot uitgifte van gewone aandelen bedroeg in zeven van de 12 onderzochte gevallen de maximale periode van vijf jaar. Eenmaal is een machtigingsperiode van 22 maanden vastgesteld. Tweemaal is een machtigingsperiode van drie jaar vastgesteld.

Frankrijk: in tien van de 12 onderzochte gevallen van de gevallen is machtiging verleend voor de maximumperiode van 26 maanden. Tweemaal is de machtiging afgegeven voor 18 maanden.

Verenigd Koninkrijk: de langste machtigingsperiode bij de onderzochte Engelse vennootschappen bedroeg 18 maanden (eenmaal). In zeven van de 12 onderzochte gevallen is een machtiging verleend voor een periode van 15 maanden. In vier van de 12 gevallen was deze periode één jaar.

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 18 maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit. Dit percentage sluit aan bij de Nederlandse market practice¹⁸³. Deze periode kan worden teruggebracht tot 16 maanden zodra de Europese transparantierichtlijn is geïmplementeerd¹⁸⁴.

Het delegatiebesluit dient te vermelden of de delegatie door de AvA kan worden ingetrokken¹⁸⁵.

Het heeft de voorkeur om, in geval van een nog lopende delegatieperiode, het voorstel te formuleren als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van ondui-

¹⁸³ Alsmede de aanbevelingen van VEB en SCGOP - zie § 6.1.3.

¹⁸⁴ § 6.1.1.

¹⁸⁵ § 6.1.1.

delijkheid of de lopende delegatie naast de te verlenen delegatie blijft bestaan¹⁸⁶.

¹⁸⁶ § 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 delegatie¹⁸⁷. 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 plaatsvindt¹⁸⁸. De enige wettelijke beperking is de algemene bepaling dat bij het nemen van het aandeel daarop tenminste het nominale bedrag moet worden gestort¹⁸⁹.

Bij uitgifte van gewone aandelen zal de beurskoers rond de emissiedatum sturend zijn voor de uitgiftekoers. Om een emissie ter beurse te doen slagen zal over het algemeen een uitgiftekoers moeten worden vastgesteld die beneden de beurskoers ligt¹⁹⁰. Een emissie beneden de beurskoers benadeelt in beginsel de bestaande aandeelhouders aangezien daardoor de 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 te weerspiegelen het nadeel 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 toegelicht¹⁹¹.

7.1.2. Overige jurisdicties

De Duitse wettelijke regeling inzake delegatie van emissiebevoegdheid kent geen specifieke regeling omtrent de toegestane uitgiftekoers¹⁹².

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 bekend gemaakt¹⁹³. Van

¹⁸⁷ Art. 2:96 lid 1

¹⁸⁸ Zie § 9.2.

¹⁸⁹ Artikel 2:80 BW, met de aanduiding dat een deel, ten hoogste 3/4, van het nominale bedrag eerst behoeft te worden gestort nadat de vennootschap het zal hebben opgevraagd. Dit percentage is doorgevoerd bij de Wet tot aanpassing aan de 2^e EG Richtlijn van 1981; daarvóór gold een minimumstorting van 10%.

¹⁹⁰ Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 30.

¹⁹¹ Art. 2:96a BW.

¹⁹² § 203 lid 1 AG (*Ausgabe der neuen Aktien*)

¹⁹³ Listing Rule 9.5.10.

deze minimum uitgiftekoers kan worden afgeweken met goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering¹⁹⁴.

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 toezichhoudende 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*. Indien het bestuur gebruik maakt 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 beoordelen¹⁹⁵.

7.1.3. Richtlijnen

De onderzochte richtlijnen bevatten geen uitdrukkelijke regeling inzake de toegestane uitgiftekoers.

7.2. Market practice

7.2.1. Nederland

Gewone aandelen:

In verreweg de meeste onderzochte gevallen 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 zal gelden: het gemiddelde van de per elk van de 10 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.

Frankrijk: in één van de 12 onderzochte gevallen is bepaald dat de aandelen op grond van de delegatie niet beneden pari mogen worden uitgegeven, in één van de 12 onderzochte gevallen geldt dat de aandelen in dat geval niet onder de nominale waarde mogen worden uitgegeven, en in twee van de 12 onderzochte gevallen is bepaald dat de uitgiftekoers in geval van delegatie niet lager mag zijn dan de door de Conseil

¹⁹⁴ Listing Rule 9.5.10 sub (3).

¹⁹⁵ Art. L225-136 Code de Commerce.

d'Etat/Autorité des marchés financiers goedgekeurde uitgiftekoers (§ 7.1.2.).

In drie van de 12 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”.

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

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 er op 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 op de website van de vennootschap te melden met een toelichting van deze uitgiftekoers. “*Materieel lager*” wil in dit verband zeggen: in beginsel niet meer dan 10% lager dan de gemiddelde beurskoers over de voorafgaande periode van drie maanden¹⁹⁶. 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 aandeelhoudersvergadering¹⁹⁷.

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.

¹⁹⁶ Vgl. artt. 5:80a en 80b Wft in het kader van de Uitvoeringswet 13^{de} 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.

¹⁹⁷ § 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 gezamenlijke bedrag van zijn aandelen¹⁹⁸. Dit voorkeursrecht geldt echter niet voor aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld, tenzij de statuten anders bepalen¹⁹⁹. Bovendien geldt dit voorkeursrecht niet voor aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van een naamloze vennootschap of van een groepsmaatschappij²⁰⁰.

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 bepalen²⁰¹. 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.²⁰²

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 uitgeoefend²⁰³.

Het voorkeursrecht kan bij de N.V. - anders dan bij de BV - niet in de statuten worden beperkt of uitgesloten²⁰⁴. Wel kan het voorkeursrecht worden beperkt of uitgesloten bij besluit van de AvA, mits dit besluit is genomen met een 2/3 meerderheid indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd²⁰⁵.

De AvA kan het orgaan waaraan zij emissiebevoegdheid heeft gedelegeerd ook aanwijzen als bevoegd om het voorkeursrecht te beperken of uit te sluiten²⁰⁶. 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 be-

¹⁹⁸ Art. 2:96a lid 1 BW.

¹⁹⁹ Art. 2:96a lid 1 BW.

²⁰⁰ Art. 2:96a lid 1 BW.

²⁰¹ Art. 2:96a lid 2 BW.

²⁰² Asser-Maeijer 2-III, nr. 239; Buijn/Storm (2005), § 3.72, p. 88-89.

²⁰³ Art. 2:96a lid 4 en lid 5 BW.

²⁰⁴ Art. 2:206a lid 1 BW.

²⁰⁵ Eenzelfde quasi-quorum eis als bij kapitaalvermindering - artikel 2:99 lid 6 BW. Zie Van Schilfgaarde/Winter (2006), nr. 29 (pag. 84) over de consequentie dat bij aanwezigheid van 49% tenminste 32% voor moet stemmen en bij aanwezigheid van 50% een meerderheid van 26% voldoende is.

²⁰⁶ Art. 2:96a lid 6 BW.

paald²⁰⁷. Voor het delegatiebesluit geldt een zelfde “semi-quorum” eis van een 2/3 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 gedeponneerd²⁰⁸.

Het voorkeursrecht vormt een wettelijke bescherming voor aandeelhouders tegen verwatering van hun financiële belang en hun zeggenschapsrechten bij een emissie²⁰⁹. Om een emissie ter beurse te laten slagen zal over het algemeen een uitgiftekoers 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 daartegen²¹⁰. 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 moet in het voorstel tot uitsluiting of beperking de redenen voor het voorstel en de keuze van de voorgenomen uitgiftekoers schriftelijk worden toegelicht²¹¹. 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 aandelen²¹².

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 een aantal jurisdicties (Australië, Canada, Japan, Verenigde Staten) zijn gevestigd. Reden hiervoor is - waarschijnlijk - dat de uitgevende vennootschap beoogt niet te hoeven voldoen aan wettelijke vereisten inzake aanbieding 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 bepaald²¹³. Een afwijking van deze gelijke behandeling, zoals bij toepassing van *transferable subscription entitlements* als hierboven omschreven

²⁰⁷ Art. 2:96a BW.

²⁰⁸ Art. 2:96a lid 7 BW.

²⁰⁹ Zie bijvoorbeeld OK 11 april 2007, JOR 2007/180 (Prins Holding).

²¹⁰ Zie hierover tevens § 9.1.1.

²¹¹ Art. 2:96a lid 6 BW.

²¹² Art. 2:96a lid 8 BW.

²¹³ Art. 2:92 leden 1 en 2 BW.

het geval is, is louter toegestaan als voor de ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen²¹⁴ respectievelijk voor zover voorzien in de statuten²¹⁵. Indien het bestuur voorziet dat het een dergelijke structuur van (beperkte) uitsluiting van het voorkeursrecht zal toepassen dient het bestuur dit in de toelichting uiteen te zetten.

8.1.2. Overige jurisdicties

De wettelijke regelingen naar Duits, Frans en Engels recht ten aanzien van voorkeursrechten, en het beperken of opzij zetten daarvan, wijken niet materieel af van het hierboven omschreven Nederlandse systeem (§§ 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 voorkeursrechten²¹⁶. 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 aangaan²¹⁷. 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%²¹⁸. 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 statuten van de betrokken vennootschap anders bepalen (§ 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 (§ 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

In 27 van de 36 onderzochte gevallen²¹⁹ is machtiging tot uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht verleend. In 16 van de 36 onderzochte gevallen is voor een (bestuurs)besluit tot beperking of uitsluiting van voorkeursrechten op grond van een daartoe strekkende delegatie goedkeuring van de RvC vereist.

²¹⁴ Art. 2:92 leden 1 en 2 BW. HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

²¹⁵ HR 14 december 2007 (bij het afronden van dit manuscript nog niet gepubliceerd) (DSM).

²¹⁶ www.pre-emptiongroup.org.uk.

²¹⁷ Disapplying pre-emption rights, a Statement of Principles, “overarching principles” onder 8.

²¹⁸ Disapplying pre-emption rights, a Statement of Principles, “other considerations to non-pre-emptive issues” onder 18.

²¹⁹ In één van de onderzochte gevallen is de bevoegdheid tot uitsluiting/beperking van het voorkeursrecht gedelegeerd aan de RvC zelf.

Tabel 5: uitsluiting/beperking voorkeursrecht²²⁰

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Bevoegdheid tot uitsluiting/beperking voorkeursrecht gedelegeerd	75%	67%	83%	75% (27)
(Bestuurs)besluit tot uitsluiting/beperking voorkeursrecht vereist goedkeuring RvC	50%	50%	33%	44% (16)

In de kolommen staan de percentages en, tussen haken, de absolute aantallen vermeld.

8.2.2. Overige jurisdicties

Duitsland: In 6 van de 12 onderzochte gevallen 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: in 7 van de 12 onderzochte gevallen 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 daar tegen 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 vereist²²¹.

²²⁰ De percentages in deze tabel zijn gebaseerd op het totaal aantal onderzochte vennootschappen van 36. Tabel 2 vermeldt het aantal en de percentages van de onderzochte vennootschappen die al dan niet tot agendering zijn overgegaan.

²²¹ § 3.3.

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 maanden²²²; en
- (ii) een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie op de website van de vennootschap wordt gemeld en toegelicht met een uiteenzetting 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 vereist²²³.

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 sluiten ook aan bij 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 beurskoers²²⁴ 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 aandeelhoudersvergadering²²⁵.

²²² Vgl. artt. 5:80a en 80b Wft in het kader van de Uitvoeringswet 13^{de} 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).

²²³ Zie § 3.3.

²²⁴ § 8.2.2.

²²⁵ § 7.1.2.

9. Beschermingspreferente 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 er op neer dat de vennootschap in geval van een (dreigend) vijandig openbaar bod preferente aandelen uitgeeft aan een daartoe opgerichte rechtspersoon, over het algemeen een stichting. Door deze uitgifte zal het voor een vijandige bidder onmogelijk of zeer moeilijk worden om de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders te verkrijgen²²⁶.

De 13^{de} 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 vrijheid²²⁷. De Nederlandse Uitvoeringswet 13^{de} Richtlijn²²⁸ staat de toepassing van zodanige beschermingsmaatregelen toe tenzij de statuten van de vennootschap anders bepalen²²⁹.

Nederland is een van de weinige 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 partij²³⁰.

²²⁶ 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.

²²⁷ Nieuwe Weme/Van Solinge (2006).

²²⁸ Eerste Kamer, Vergaderjaar 2006-2007, 30 419, A.

²²⁹ Art. 2:359b BW.

²³⁰ Zie Abma (2006), p. 172.

Tabel 6: overzicht implementatie 13e Richtlijn²³²

Land	NL	FR	Dui	VK	Spa	Ita	Irl	Dk	Zwe	Bel	Oos	Port	Grie	Fin
Verplichte toepassing passiviteitsregel	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Ja	Ja
Verplichte toepassing doorbraakregeling	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitsregel	Ja	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee
		(231)												

Land	Tsj	Hon	Let	Lit	Pol	Lux	Slow
Verplichte toepassing passiviteitsregel	Ja	Ja	Ja	Ja	Nee	Nee	Ja
Verplichte toepassing doorbraakregeling	Nee	Nee	Ja	Ja	Nee	Nee	Nee
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitsregel	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja	Ja	Nee

De Nederlandse Uitvoeringswet 13^{de} 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 AvA²³³. 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 gelden²³⁴. Dit betekent dat Nederlandse vennootschappen in beginsel zelf kiezen voor een “*onbeschermd*” of een “*beschermd*” vennootschappelijk karakter²³⁵.

b. Tijdelijk karakter

Blijkens de Parlementaire Geschiedenis is - ook voor “*beschermd*” vennootschappen - wel het uitgangspunt dat beschermingsconstructies zoals uitgifte van beschermingspreferente aandelen een tijdelijk karakter hebben. Het wordt onwenselijk geacht wanneer de

²³¹ Alleen met betrekking tot de passiviteitsregel (“*board neutrality rule*”).

²³² 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, 21.02.2007 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf).

²³³ Art. 2:359b lid 1 BW conform de Uitvoeringswet 13^{de} Richtlijn.

²³⁴ Art. 2:359b lid 2 BW conform de Uitvoeringswet 13^{de} Richtlijn.

²³⁵ PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419, nr. 3 (MvT) p. 16.

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 wetgever²³⁶.

De beoogde tijdelijkheid van beschermingspreferente aandelen heeft weerslag gevonden in de Uitvoeringswet 13^{de} 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 doelvennootschap²³⁷.

Deze tijdelijkheid van beschermingsconstructies sluit aan bij de jurisprudentie inzake beschermingsconstructies²³⁸. 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 bezien²³⁹. Bestuur en raad van commissarissen van de doelwitvennootschap zijn verplicht om de intenties van de bieder te onderzoeken, met deze nader overleg te voeren en eventueel met hem te onderhandelen²⁴⁰. 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 ruimte ontstaat voor het voeren van overleg met de bieder²⁴¹. De Hoge Raad overwoog in het ABN AMRO-arrest:

“Het bestuur is onder omstandigheden gehouden de gerechtvaardigde belangen van potentiële (‘serieuze’) bidders te respecteren en dient zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat zij een ‘level playing field’ illusoir maken.”²⁴²

²³⁶ PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419, nr. 3 (MvT), p. 16.

²³⁷ Art. 5:71 lid 1 sub c Wft.

²³⁸ 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 Fernandez (Rodamco North America) en OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork).

²³⁹ Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, NJ 1999, 351; JOR 1999/89 (Uni-Invest /Breevast), r.o.4.16.

²⁴⁰ 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.

²⁴¹ HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 m.nt. Maeijer en JOR 2003/110 m.nt. Blanco Fernandez (Rodamco North America).

²⁴² HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (VEB/ABN AMRO).

De Hoge Raad overwoog in het RNA arrest:

“Als uitgangspunt [dient] te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn”²⁴³.

In het kader van de totstandkoming van de Uitvoeringswet 13^{de} 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 lokken²⁴⁴.

De Commissie Tabaksblad schreef in haar Verantwoording bij de Code Tabaksblad 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 waarbij naar het oordeel van de Commissie te denken valt aan een periode van zes maanden²⁴⁵.

Een vergelijkbare rustperiode is terug te vinden in het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code²⁴⁶. 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 *“dialoog, beraad en verkenning van de alternatieven”*.

c. Onafhankelijkheid stichtingsbestuur

Een andere waarborg tot zorgvuldige besluitvorming in het kader van beschermingspreferente aandelen - naast de hierboven beschreven tijdelijkheid - 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”²⁴⁷.*

²⁴³ 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 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 brief van de Minister van Financiën inzake *“corporate governance, hedgefondsen en private equity”*, Tweede Kamer 2005-2007, 31 083, nr. 1. Zo ook PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419 nr. 3 (MvT), p. 18, in het kader van de destijds opgenomen *“doorbraakregel”* van art. 2:359c BW.

²⁴⁴ PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419 nr. 3 (MvT), p. 18, in het kader van de destijds opgenomen *“doorbraakregel”* van art. 2:359c BW.

²⁴⁵ “Verantwoording van het werk van de Commissie” bij de Code Tabaksblad, Commissie Corporate Governance (2003), onderdeel 56-59.

²⁴⁶ Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, mei 2007. Zie ook brief van de Minister van Financiën inzake *“corporate governance, hedgefondsen en private equity”*, Tweede Kamer 2006-2007, 31 083, nr. 1.

²⁴⁷ Art. 5:71 Wft ingevoerd in het kader van de Uitvoeringswet 13^{de} Richtlijn.

Het begrip “*onafhankelijke rechtspersoon*” is (nog) niet nader omschreven²⁴⁸. Bijlage X van Euronext Rule Book II (inmiddels vervallen) bevatte een meer specifiek voorschrift omtrent de samenstelling van het bestuur van de beschermingsstichting, die een onafhankelijke samenstelling en een onafhankelijke oordeelsvorming waarborgt²⁴⁹. 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 ook onafhankelijk en kritisch kunnen opereren*”²⁵⁰. Beide regelingen - de vervallen Bijlage X en de Code Tabaksblad - verschaffen daarmee een referentiekader voor de onafhankelijkheid van een bestuurder van een beschermingsstichting. Ook de wettelijke regeling inzake certificering van beursgenoteerde aandelen bevat een regeling inzake de onafhankelijke samenstelling van het bestuur van, in dat geval, het administratiekantoor²⁵¹.

d. Call- en putoptie

Het bestuur van de vennootschap kan de stichting het recht verlenen beschermingsaandelen te nemen, een zogenoemde calloptie²⁵². 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 uitoefenen²⁵³. 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 verlengt²⁵⁴.

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 nemen²⁵⁵. Het bestuur van de vennootschap zal de optie niet kunnen uitoefenen indien en voor zover het

²⁴⁸ Volgens art. 5:71 lid 2 Wft kunnen hierover bij algemene maatregelen van bestuur nadere regels worden gesteld.

²⁴⁹ 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 nr. 2004/25/EG en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (Besluit openbare biedingen Wft), Stb. 2007, 329.

²⁵⁰ Principe III.2 en best practice-bepalingen III.2.1 tot en met III.2.3 Code Tabaksblad.

²⁵¹ Art. 2:118a lid 3 BW.

²⁵² Buijn/Storm (2005), § 14.6, p. 568. Veelal wordt hiervoor de term ‘Stichting continuïteit’ gebruikt.

²⁵³ Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (2000), p. 94 e.v. Zie echter ook Dortmond (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*”.

²⁵⁴ 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 OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork), waarover onder andere Bulten (2007).

²⁵⁵ Dortmond (2000), p. 173. In de literatuur wordt een put-optie als minder raadzaam bestempeld; zie Buijn/Storm (2005), § 14.6, p. 571-572.

niet (langer) tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen bevoegd is²⁵⁶.

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, vergelijkbaar met de Nederlandse beschermingsstructuur²⁵⁷.

In geval van een openbaar bod ten aanzien van een beursgenoteerde onderneming zijn in de *The Takeover Code* voorschriften opgenomen waaraan de partijen betrokken bij de fusie of overname 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 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 bod²⁵⁸. 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 bedrijfsvoering²⁵⁹.

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 gebruik maakt van een aan haar gedelegeerde bevoegdheid tot uitgifte van aandelen²⁶⁰.

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 aandelen²⁶¹.

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 neutraliseren²⁶².

²⁵⁶ Dortmund (2000), die meent dat in geval van een gecombineerde call- en put optie de call optie 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.*”

²⁵⁷ Zie het overzicht op pagina 12 van de nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de overname richtlijn (kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 8).

²⁵⁸ The Takeover Code, afdeling B1, General Principles nr. 3.

²⁵⁹ The Takeover Code, section I, rule 3.

²⁶⁰ § 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.

²⁶¹ SCGOP 2004, p. 25.

²⁶² Zie Abma (2006), p. 172.

9.2. Market practice

9.2.1. Nederland

In tabel 2 (§ 4.2.1.) van dit rapport is weergegeven dat in 2007 in 4 van de 36 onderzochte gevallen delegatie van emissiebevoegdheid voor beschermingspreferente aandelen was geagendeerd, en het voorstel in alle gevallen was aangenomen.

In 23 van de 36 onderzochte gevallen is al eerder een calloptie verleend tot het verkrijgen van beschermingspreferente aandelen en is in drie van de 36 onderzochte gevallen tevens een putoptie verleend tot het verkrijgen van preferente aandelen.

Tabel 7: call/putopties beschermingspreferente aandelen

	AEX	AMX	AMS	Totaal
Calloptie beschermingspreferente aandelen verleend	9	8	6	23 (64%)
Putoptie beschermingspreferente aandelen verleend	1	-	3	4 (11%)

In de kolommen staan de absolute aantallen en, tussen haken, de percentages 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 aandelen²⁶³.

9.2.2. Overige jurisdicties

Duitsland: 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.

Verenigd Koninkrijk: bij de in 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. Het bestuur van een Plc. zal bij het 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 blijken²⁶⁴.

Frankrijk: 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.

²⁶³ Monitoring Commissie Corporate Governance (1998).

²⁶⁴ Zie § 8.1.2. en 2.1.4.

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.

9.3. **Best practice**

Beschermingspreferente aandelen worden slechts uitgegeven:

- (i) als een tijdelijke, noodzakelijke bescherming tegen een concrete bedreiging van de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap, na zorgvuldige afweging 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 betrokkenen²⁶⁵;
- (ii) aan een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk is ten opzichte van de vennootschap²⁶⁶;
- (iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen²⁶⁷;
- (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 bidder, om mogelijke alternatieven te verkennen en om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren²⁶⁸.

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:

- (i) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- (ii) het maximum aantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- (iii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen uitstaan;
- (iv) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en

²⁶⁵ HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (Rodamco North America).

²⁶⁶ Art. 2:118a lid 3 BW, Bijlage X Euronext Rule Book II (vervallen), onderdeel A.2 en de Code Tabaksblat (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.

²⁶⁷ Er van uitgaande dat het maatschappelijk kapitaal in aandelen van eenzelfde bedrag is verdeeld conform art. 2:118 lid 2 BW.

²⁶⁸ 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 § 9.1.1.b. 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 brief van de Minister van Financiën inzake "corporate governance, hedgefondsen en private equity", Tweede Kamer 2005-2007, 31 083, nr. 1. Zo ook PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419 nr. 3 (MvT), p. 18, in het kader van de destijds ogenomen "doorbraakregel" van art. 2:359c BW.

- (v) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon met welke de optieovereenkomst is of wordt gesloten waarbij de onafhankelijkheid van dit bestuur ten opzichte van het bestuur en de RvC van de vennootschap moet zijn gewaarborgd.

Ingeval een call- of putoptie ter zake van beschermingspreferente aandelen is verleend vermeldt de vennootschap de hierboven (onder (i)-(v)) vermelde gegevens ieder jaar in haar jaarverslag²⁶⁹.

²⁶⁹ 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 nr. 2004/109/EG (transparantierichtlijn).

Lijst van gebruikte afkortingen

AFEP	Association Française des Entreprises Privées
AG	AktienGesellschaft
Ag	AktienGesetz
AvA	Algemene Vergadering van Aandeelhouders
BW	Burgerlijk Wetboek
DCGS	Dutch Corporate Governance Services
HR	Hoge Raad der Nederlanden
IB	Institutionele belegger
ICGN	International Corporate Governance Network
Inc.	Incorporation
ISS	Institutional Shareholder Services
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
LSE	London Stock Exchange
MEDEF	Mouvement des Enterprises de France
NV	Naamloze Vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OK	Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam
OR	Ondernemingsrecht (De Naamloze Vennootschap/TVVS)
PLC	Public Limited Company
RvC	Raad van Commissarissen
s.	section
S.A.	Société Anonyme
SCGOP	Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen
SEC	Securities and Exchange Commission
Stb	Staatsblad
Stc	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

Lijst van verkort aangehaalde literatuur

Abma (2006)

R. Abma, Het Aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends, Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur 2006.

Abma (2007) I

R. Abma, Achter de schermen van beursaandeelhouders, pre-advies van de Vereniging Handelsrecht 2007.

Abma (2007) II

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

Asser-Maeijer 2-III

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

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

Bosse (2002)

W. Bosse, Het rechtskarakter van de niet in de wet overgenomen bepalingen van de Departementale Richtlijnen 1986, in statuten zonder bezwaar, pre-advies Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie 2002, Koninklijke Vermande, p. 49

Buijn/Storm (2005)

P. Sanders/W. Westbroek/F.K. Buijnen/P.M. Storm, BV en NV, Het nieuwe ondernemingsrecht, 9^{de} druk, Kluwer Deventer 2005

Bulten (2007)

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

Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (2003)

Code du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, La légitimité de l'autorisation donnée au Conseil d'administration de faire usage de délégations d'augmentation, versie oktober 2003

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

M. Cozian, F. de Boissy, A. Viandier, Droit des Sociétés, 18^e druk

Deutscher Corporate Governance Kodex, 12 juni 2006

Dortmond (2000)

P.J. Dortmund, Preferente beschermingsmaatregelen en de 13^{de} EG Richtlijn, Ondernemingsrecht 2000-7, p. 171 e.v.

Dutch Corporate Governance Services (1997)

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

Eisma (1992)

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

Financial Reporting Counsel (2006)

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

Van der Heijden/Van der Grinten

W.C.L. van der Grinten, Handboek voor de Naamloze en besloten vennootschap, 12^e druk, Zwolle 1992

Henn (2003)

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

Honée (1998)

H.J.M.N. Honee, Preferente aandelen: financiering of bescherming van de vennootschap?, Corporate governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Groningen, deel 30 (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

Kamerstukken

Kamerstukken, Eerste Kamer, vergaderjaar 2006-2007, 30 419, A.

Kamerstukken, PG Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419, nr. 3 (MvT) p. 16

Kamerstukken, Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 30 419, nr. 8

Leijten (2007)

A.F.J.A. Leijten, annotatie bij HR 29 september 2006 (The Mill Resort), Ondernemingsrecht 2007-1, 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 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, Kluwer 1998

Monitoring Commissie Corporate Governance (2006)

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

Monitoring Commissie Corporate Governance (2007)

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

Morse (2005)

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

Nieuwe Weme/Van Solinge (2006)

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

Van Olfen (2002)

M. van Olfen, Beschermingsmaatregelen in de 21^{ste} eeuw, Uitgave vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 64, p. 32

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, Van vennootschappelijk belang, Maeijer-bundel, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 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, 14^e druk, 2006, nrs. 18, 29, 30, 56, 98

Schwarz (1999)

C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen tegenstrijdig belang, Ondernemingsrecht 1999-16, p. 436 e.v.

Van Solinge (2004)

G. van Solinge, Opeenvolgende besluiten tot delegatie van emissiebevoegdheid, Ondernemingsrecht 2004-8, nr. 115.

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 13^{de} EG-Richtlijn), Ondernemingsrecht 2000-4, p. 94 e.v.

Timmerman (1991)

L. Timmerman, Pre-advies Vereeniging Handelsrecht 1991.

Verdam (2003)

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

Van der Heijden/Van der Grinten (2006)

E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten, Handboek voor de Naamloze en Besloten Vennootschap (12^{de} druk).

Jurisprudentie

Hoge Raad der Nederlanden

- 31-12-1993 NJ 1994/436 (Verenigde Bootlieden)
- 10-03-1995 NJ 1995/595 (Janssen/Pers)
- 01-03-2002 JOR 2002/79 (Zwagerman)
- 21-02-2003 NJ 2003/181 (VIBA)
- 18-04-2003 NJ 2003/286 m.nt. Maeijer, JOR 2003/110 m.nt. Blanco Fernández (Rodamco North America)
- 29-09-2006 JOR 2007, 62 en RvdW 2006, 895 (The Mill Resort)
- 13-07-2007 JOR 2007, 178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (ABN AMRO)
- 14-12-2007 n.g. (DSM)

Gerechtshof Amsterdam, Ondernemingskamer

- 11-03-1999 NJ 1999/351, JOR 1999/89 (Uni-Invest/Breevast)
- 08-03-2001 JOR 2001/55 (LVMH/Gucci)
- 22-03-2002 JOR 2002/82 (Rodamco North America)
- 21-12-2004 JOR 2005/5 (Unilever)
- 17-01-2007 JOR 2007/42 (Stork)
- 28-03-2007 JOR 2007/118 (DSM)
- 11-04-2007 JOR 2007/180 (Prins Holding)

Bijlage I Enige relevante 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

- “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

- “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.”*

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 6 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 bis 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*

- (b) *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, elections 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 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

“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

“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 1a L. 225-138-1 et L. 225-177 à L. 225-186, L. 225-197-1 1a 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 conditions d’émission, constater la réalisation des augmentations de capital qui en résultent et procéder à la modification correlative des statuts.”

Article L225-129-4

“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

“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

“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 déterminées 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.; Classes and series of stock; redemption; rights

(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.

(b) Any stock of any class or series may be made subject to redemption by the corporation at its option or at the option of the holders of such stock or upon the happening of a specified event; provided however, that immediately following any such redemption the corporation shall have

outstanding 1 or more shares of 1 or more classes or series of stock, which share, or shares together, shall have full voting powers. Notwithstanding the limitation stated in the foregoing proviso:

(1) Any stock of a regulated investment company registered under the Investment Company Act of 1940 [15 U.S.C. § 80 a-1 et seq.], as heretofore or hereafter amended, may be made subject to redemption by the corporation at its option or at the option of the holders of such stock.

(2) Any stock of a corporation which holds (directly or indirectly) a license or franchise from a governmental agency to conduct its business or is a member of a national securities exchange, which license, franchise or membership is conditioned upon some or all of the holders of its stock possessing prescribed qualifications, may be made subject to redemption by the corporation to the extent necessary to prevent the loss of such license, franchise or membership or to reinstate it.

Any stock which may be made redeemable under this section may be redeemed for cash, property or rights, including securities of the same or another corporation, at such time or times, price or prices, or rate or rates, 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 pursuant to subsection (a) of this section.

(c) The holders of preferred or special stock of any class or of any series thereof shall be entitled to receive dividends at such rates, on such conditions and at such times 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, payable in preference to, or in such relation to, the dividends payable on any other class or classes or of any other series of stock, and cumulative or noncumulative as shall be so stated and expressed. When dividends upon the preferred and special stocks, if any, to the extent of the preference to which such stocks are entitled, shall have been paid or declared and set apart for payment, a dividend on the remaining class or classes or series of stock may then be paid out of the remaining assets of the corporation available for dividends as elsewhere in this chapter provided.

(d) The holders of the preferred or special stock of any class or of any series thereof shall be entitled to such rights upon the dissolution of, or upon any distribution of the assets of, the corporation 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.

(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; 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 1.225-127 through 1.225-176, 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 Lijst van onderzochte vennootschappen

NEDERLAND

AEX

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

BUITENLANDSE VENNOOTSCHAPPEN

Duitsland

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.

Frankrijk

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

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.

VS

1. Altria Group Inc.
2. Bank of America Corporation
3. Caterpillar Inc.
4. Citigroup Inc.
5. Chevron Corporation
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 1997²⁷⁰ 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 Services²⁷¹ 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 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

²⁷⁰ Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland van de Commissie Corporate Governance, 25 juni 1997

²⁷¹ Dutch Corporate Governance Services (1997).

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. (N.B. 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 agenda-punt 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.²⁷²

Hieronder is de tabel opgenomen uit het rapport ten aanzien van de emissiebevoegdheid bij de 50 meest verhandelde beursfondsen.²⁷³

²⁷² "Zeggenschap van aandeelhouders - bij emissies, one share one vote?" van Dutch Corporate Governance Services d.d. 1 oktober 1997.

²⁷³ T.a.p. p. 4-5

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

Onderneming	Bevoegdheid en termijn	Max. hoeveelheid	Percentage geplaatst kapitaal per ult 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 (1)	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 (2)	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 geplaatst kapitaal + 20% bij overname van een onderneming per jaar	90%
DSM (3)	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 (4)	RvB (5 jaar)	alle aandelen	71%
Hoogovens	RvB (3 jaar)	alle aandelen	70%
Stork (5)	RvB (3 jaar)	alle aandelen	67%
Internatio Müller	RvB (5 jaar)	alle aandelen	66%
Unilever (6)	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 (7)	RvB (18 maanden)	50% van het geplaatste aandelenkapitaal	50%
KNP/BT (8)	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)	één derde van het geplaatste kapitaal	33%
Grolsch	RvB (5 jaar)	15% van het op 1/12/83 <i>niet geplaatste aandelenkapitaal</i>	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.

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

2) Beperking van het voorkeursrecht tot maximaal 10 procent van het geplaatste gewone kapitaal.

3) Beperking van het voorkeursrecht tot maximaal 25 procent van de geplaatste gewone aandelen.

- 4) Voor emissie is goedkeuring van de Staat der Nederlanden vereist.
- 5) 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%.
- 6) Beperking van het voorkeursrecht tot nominaal 50 miljoen, zijnde 7,8% van het geplaatste gewone kapitaal.
- 7) Beperking van het voorkeursrecht tot 10 procent van het geplaatste kapitaal plus 20 procent voor acquisities.
- 8) Beperking van het voorkeursrecht tot 30 procent van het aantal uitstaande gewone aandelen.

