

Reactie op Schwarz, Ondernemingsrecht 2018/96

Ondernemingsrecht 2018/134

Onlangs is Schwarz ingegaan op de verlenging van het door Koninklijke Ahold Delhaize N.V. (hierna: Ahold Delhaize) aan Stichting Continuïteit Ahold Delhaize (hierna: SCAD) verleende recht tot het nemen van preferente beschermingsaandelen (hierna: beschermingsprefs) in het kapitaal van Ahold Delhaize.¹ Schwarz verdedigt de opvatting dat een recht tot het nemen van aandelen – in het bijzonder beschermingsaandelen – niet langer kan lopen dan de periode waarvoor het bestuur van de vennootschap is aangewezen als het tot uitgifte van de beschermingsaandelen bevoegde orgaan. Negentien jaar geleden nam Schwarz eenzelfde standpunt in, zij het dat hij dit standpunt thans wat nuanceert door te stellen dat in het delegatiebesluit met zoveel woorden kan worden bepaald dat het optierecht langer loopt dan de uitgiftebevoegdheid van het vennootschapsbestuur.² Graag maak ik enkele opmerkingen naar aanleiding van dit door Schwarz ingenomen standpunt.

In mijn proefschrift verdedig ik de opvatting dat de stichting continuïteit een recht tot het nemen van aandelen kan uitoefenen, ook al is het vennootschapsbestuur niet meer bevoegd tot uitgifte van aandelen te besluiten.³ Voor iedere uitgifte van aandelen of het verlenen van een recht tot het nemen van aandelen (hierna: optie) is ingevolge art. 2:96 lid 1 BW een besluit vereist van het daartoe bevoegde orgaan. De optieverlening geschiedt door middel van een eenzijdige (vormvrije) overeenkomst tussen de vennootschap en de stichting. Uit art. 2:96 lid 5 BW volgt dat de besluitvorming plaatsvindt bij de optieverlening en niet bij de uitoefening van de optie. Op het moment dat het besluit wordt genomen, dient het bestuur bevoegd te zijn tot uitgifte van beschermingsprefs. Met het verlenen van de optie aan de stichting, is de bal overgegooid naar de stichting. Alleen de stichting kan iets met die bal doen. De besluitvorming ter zake van de optieverlening en de rechtshandeling van optieverlening zijn geëffectueerd en afgerond. Wat ondertussen met de overgooier – het vennootschapsbestuur dus – gebeurt, doet niet ter zake. De overgooier kan zijn pols breken, hetgeen niet afdoet aan het feit dat de ontvanger van de bal doet met de bal wat en wanneer hij wil. Er is geen besluit van de overgooier meer vereist. De stichting zou het optierecht aldus voor onbepaalde tijd in de toekomst kunnen

uitoefenen, mits geen beperkingen aan het optierecht zijn gesteld in het onderliggende besluit van de algemene vergadering. De opvatting dat het optierecht kan worden uitgeoefend, ook al is het vennootschapsorgaan niet meer het tot uitgifte bevoegde orgaan, wordt in de literatuur algemeen onderschreven.⁴

Schwarz onderbouwt zijn standpunt door te stellen dat indien het optierecht langer loopt dan de uitgiftebevoegdheid de algemene vergadering na afloop van de delegatieperiode feitelijk geen emissiebesluit kan nemen van aandelen die met het optierecht bezwaard zijn. Zolang de stichting het optierecht niet heeft uitgeoefend, zou de algemene vergadering niet over de niet-uitgegeven aandelen mogen beschikken. Ik neem een wat genuanceerder standpunt in en meen dat de vennootschap kan besluiten tot uitgifte van aandelen waarvoor een recht tot het nemen van aandelen is verleend, mits die uitgifte geschiedt krachtens uitoefening van een putoptie die de vennootschap en de stichting met elkaar zijn aangegaan.⁵ Is geen sprake van een putoptie, dan zal de vennootschap de aandelen in het maatschappelijk kapitaal waarvoor een optierecht is verleend inderdaad niet kunnen uitgeven. Niet uit het oog verloren moet worden dat de algemene vergadering heeft ingestemd met het afstaan van de optiebevoegdheid aan het bestuur en dus met de uitgifte van beschermingsprefs. Zij weet en onderkent dat het bestuur als het tot uitgifte bevoegde orgaan van alle op enig moment in het maatschappelijk kapitaal opgenomen beschermingsprefs een optierecht aan de stichting zal verlenen en dat de beschermingsprefs dus op enig moment kunnen worden uitgegeven. Los daarvan, gaat het er bij beschermingsprefs juist om dat een onafhankelijke derde partij – een stichting continuïteit – bepaalt of en wanneer de vennootschap beschermingsprefs uitgeeft. Het initiatief tot uitgifte van de beschermingsprefs zal juist niet bij de vennootschap moeten liggen. Het is dan ook niet voor niets dat alle vennootschappen de putoptie hebben afgeschafte.

Een ander punt dat Schwarz aanhaalt ter onderbouwing van zijn stelling, is dat de beslissing over de aard en de identiteit van de vennootschap (de macht over de zelfstandigheid van de vennootschap) voor lange tijd en zonder nader overleg wordt onttrokken aan de aandeelhoudersmacht, ook

1 C.A. Schwarz, 'Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2018/96.

2 C.A. Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 436, paragraaf 5.

3 R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen*, (VHI nr. 147) 2018 (hierna: Timmermans 2018), paragraaf 5.3.1.

4 *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap* 2013/187.1; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/641; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/348; F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht – BV en NV in de praktijk* 2013, par. 14.6.; W.C.L. van der Grinten, *De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap*, *De NV* 60 (1982), p. 40; A.G. Van Solinge, 'De statuten van de NV en de nieuwe bepalingen inzake het kapitaal', *TVVS* 82/3, p. 59; S. Perrick, 'De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen', *Maeijer-bundel, Van Vennootschappelijk Belang*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1986, p. 190; R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschap* (VHI nr. 32), nr. V.3.4.3.2; J.J. Prinsen, *Converteerbare obligaties; omzetting van schuld in eigen vermogen* (VHI nr. 79), par. 4.3.3; H.J. De Kluiver, 'Reactie bij C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 24.; P.J. Dortmond, 'Het rechte pad is niet tegenstrijdig', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 161; en P.J. Dortmond, *Conflicten rondom de rechtspersoon* (VHI nr. 62), p. 101.

5 Zie Timmermans 2018, paragraaf 5.4.2.

nadat de uitgiftebevoegdheid bij de algemene vergadering is teruggekeerd. Bij een uitgifte van beschermingsprefs zal sprake zijn van een bedreiging van het vennootschappelijk belang. Ik betwijfel of aandeelhouders wel degenen zouden moeten zijn die beslissingsmacht zouden moeten hebben in die situatie. Aandeelhouders mogen vooral hun eigen belangen nastreven en die zullen primair gericht zijn op het behalen van rendementsvoordeel. Zij zullen over het algemeen minder goed in staat zijn zich een verantwoord oordeel te vormen over het beleid en de strategie van de vennootschap of over overnamesituaties die zeer complex kunnen zijn en verband houden met bedrijfsspecifieke informatie. In dat licht is moeilijk voorstelbaar dat aandeelhouders lichtvaardig bestuurders en commissarissen vervangen door personen uit hun eigen geledingen met de uiteindelijke bedoeling om strategiewijzigingen door te voeren op een wijze die de aandeelhouders goeddunkt. De uitgifte van beschermingsprefs geschiedt aan een stichting continuïteit die wordt bemand door onafhankelijke personen. Deze uitgifte geschiedt in beginsel tijdelijk. Alle *stakeholders* zijn op de hoogte van het feit dat de vennootschap beschermingsprefs kan uitgeven. Met de optie-uitoefening zorgt de stichting ervoor dat de vennootschapsleiding zich kan blijven richten op het beleid en de strategie, zulks in het belang van de vennootschap en de daarmee betrokken onderneming.⁶ De vennootschapsleiding is daartoe het best geëquipeerd. Ik wijs in dit verband op recente rechtspraak waarin wordt bevestigd dat het bepalen van het beleid en de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het vennootschapsbestuur en dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt.⁷ Van een uitbreiding van de aandeelhoudersmacht waaraan Schwarz refereert, was in 2004 weliswaar sprake, maar sinds de gebeurtenissen bij ABN AMRO in 2007 is de autonomie van het vennootschapsbestuur juist versterkt. De RNA-norm geeft voldoende waarborg aan de verschillende stakeholders dat de stichting niet te pas en te onpas tot uitoefening van de optie overgaat.

Dan nog enkele opmerkingen over de optieverlenging bij Ahold Delhaize. Zoals door Schwarz reeds is aangehaald, is de optieovereenkomst tussen Ahold Delhaize en SCAD beperkt in duur. Dit is bijzonder en bij mijn weten heeft geen van de Nederlandse beursvennootschappen die zich kan beschermen door middel van uitgifte van preferente aandelen een optieovereenkomst gesloten met de stichting die beperkt is in tijd.⁸

Ahold Delhaize wilde de verlenging van de optie in eerste instantie ter goedkeuring voorleggen aan de algemene vergadering die in 2016 werd gehouden. Deze bijzondere algemene vergadering werd gehouden om de juridische fusie

met Delhaize goed te keuren. Omdat geen direct verband bestond met de fusie werd de optieverlenging door de vennootschap van de agenda gehaald. Voorafgaand aan de algemene vergadering van Ahold Delhaize op 11 april 2018, nam Ahold Delhaize het standpunt in dat verlenging van de optieovereenkomst kon plaatsvinden door middel van wederzijdse overeenstemming tussen de contractspartijen (Ahold Delhaize en SCAD).⁹ In de agenda van die vergadering werd de kwestie als discussiepunt in het bredere kader van de *corporate governance* van Ahold Delhaize geagendeerd en dus niet ter goedkeuring voorgelegd. Een activistische aandeelhouder uit Frankrijk, CIAM, verzocht de vennootschapsleiding om de verlenging van de optie aan de aandeelhouders voor te leggen. Deze aandeelhouder bestempelde de bescherming door uitgifte van preferente aandelen als een gifpil die de waarde van de onderneming drukt. In mijn proefschrift schreef ik dat nimmer is aangetoond dat het beschermingsmiddel van preferente aandelen een waardedrukkend effect heeft op de onderneming.¹⁰

Schwarz behandelt niet de vraag of verlenging van een recht tot het nemen van aandelen (optie) slechts met instemming van de algemene vergadering kan plaatsvinden. Bij de beantwoording van die vraag is naar mijn mening de tekst van het aanwijzingsbesluit (delegatiebesluit) van de algemene vergadering bepalend. De inhoud van de optieovereenkomst is minder relevant, omdat het bepaalde in die overeenkomst gebaseerd zou moeten zijn op het delegatiebesluit van de algemene vergadering. Ik baseer mij hierbij onder meer op de *ASMI*-beschikking van de Ondernemingskamer uit 2011.¹¹ Indien het besluit van de algemene vergadering geen beperkingen kent voor wat betreft de duur van de optieverlening, dan kan de optie zonder instemming van de algemene vergadering verlengd worden. Dat geldt ook indien het vennootschapsbestuur niet meer het tot uitgifte bevoegde orgaan is. Uit de optieovereenkomst van Ahold Delhaize uit 2003 blijkt dat de overeenkomst is aangegaan voor een periode van vijftien jaar. Uit het besluit van de algemene vergadering van 2003 blijkt niet van enige beperkingen in de duur van de optie of in de mogelijkheid van verlenging van de optieovereenkomst in dat verband.¹² Dat betekent dat Ahold Delhaize en SCAD de optieovereenkomst zonder tussenkomst van de algemene vergadering konden verlengen. Uitlatingen van het bestuur en/of de raad van commissarissen waaruit zou blijken dat verlenging met toestemming van de algemene vergadering zou plaatsvinden, doen aan het voorgaande niet af. Steeds is bepalend de tekst van het besluit van de algemene vergadering.¹³ Het voorgaande neemt niet weg dat het vanuit governance per-

6 Naarmate de beschermingsprefs langer uitstaan is voorstelbaar dat de rol van de stichting groter wordt.

7 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*Elliott/Akzo Nobel*) en HR 20 april 2018, *JOR* 2018/142, m.nt. Leijten (*Fugro/Boskalis*), zulks in lijn met HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. Maeijer (*ABN AMRO*), HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. Van Schilfgaarde (*ASMI*).

8 Zie het overzicht aan het slot van hoofdstuk 2, Timmermans 2018.

9 Persbericht van 9 mei 2018.

10 Timmermans 2018, paragraaf 2.6.

11 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 april 2011, *JOR* 2011/179, m.nt. Hermans (*ASMI*). Zie uitgebreid Timmermans 2018, paragraaf 9.5.2 sub a.

12 Aldus blijkt uit een brief van Ahold Delhaize aan de VEB van 9 april 2018. Evenmin blijkt van enige beperking uit de notulen van het verhandelde tijdens de algemene vergadering van 26 november 2003. Deze notulen zijn te raadplegen op de website van Ahold Delhaize.

13 Zie ook Timmermans 2018, paragraaf 9.5.2 sub a.

spectief goed is om de verlenging te bespreken met de algemene vergadering.

Ahold Delhaize (en SCAD) deed tevens een tweetal toezeggingen aan haar aandeelhouders, kennelijk om aandeelhouders (waaronder CIAM) tegemoet te komen. De eerste is dat Ahold binnen zes maanden nadat de optie wordt uitgeoefend een algemene vergadering bijeen zal roepen om de situatie met de aandeelhouders te bespreken. Van het ontbreken van nader overleg waaraan Schwarz refereert, is aldus geen sprake bij Ahold Delhaize. De tweede toezegging houdt in dat Ahold Delhaize binnen een jaar nadat de optie wordt uitgeoefend, een algemene vergadering bijeen zal roepen om te stemmen over de intrekking van de beschermingsprefs. SCAD zal zich dan onthouden van uitoefening van stemrecht en zal de intrekking aldus niet kunnen tegenhouden. Deze toezeggingen zijn vastgelegd in de aanvullende overeenkomst bij de optieovereenkomst van 8 mei 2018 en zijn niet geheel ongebruikelijk. Zij tonen gelijkenissen met bepalingen uit Bijlage X van het Fondsenreglement.¹⁴ Artikel A.4 van Bijlage X bepaalde dat indien preferente aandelen werden uitgegeven krachtens besluit van een ander orgaan dan de algemene vergadering, de vennootschap binnen vier weken na zodanige uitgifte een algemene vergadering bijeen zou roepen, waarin de motieven voor de uitgifte zouden worden toegelicht. Voorts diende de vennootschap binnen twee jaar na uitgifte een algemene vergadering te houden waarin een voorstel tot intrekking van de beschermingsprefs geagendeerd zou worden. Dat diende net zo vaak te gebeuren totdat de beschermingsprefs niet meer zouden uitstaan. Bijlage X bepaalde niet met zoveel woorden dat de stichting continuïteit zich in die algemene vergadering(en) zou moeten onthouden van stemuitoefening, maar uit de bewoordingen kan worden afgeleid dat van de stichting werd verwacht dat zij de intrekking niet zou blokkeren. Veel beursvennootschappen hebben vrijwillig in hun statuten bepaald dat binnen een bepaalde termijn na uitgifte een algemene vergadering bijeengeroepen zou moeten worden om het uitstaan van de beschermingsprefs te beëindigen. Voorbeelden hiervan zijn ING, DSM, KPN.¹⁵

Hoe lang mogen beschermingsprefs blijven uitstaan? Bij het antwoord op deze vraag is de RNA-norm maatgevend. Daaruit blijkt niet van een harde termijn waarbinnen beschermingsprefs mogen uitstaan. De Hoge Raad oordeelde slechts dat het voor onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel *in het algemeen* niet gerechtvaardigd zal zijn. De enige harde beperking is opgenomen in art. 5:70 lid 1 onderdeel c Wft. Ingevolge deze bepaling is de stichting niet vrijgesteld van de biedplicht indien zij na aankondiging van een openbaar bod langer dan twee jaar vanaf die aankondiging overwegende zeggenschap in de vennootschap

houdt.¹⁶ Ahold Delhaize kiest voor een kortere termijn van een jaar zonder daarbij onderscheid te maken in de situatie waarin de beschermingsprefs worden uitgegeven. Deze beperking brengt met zich dat de beschermingsprefs bij Ahold Delhaize in een situatie anders dan na aankondiging van een openbaar bod nooit langer dan een jaar kunnen blijven uitstaan.¹⁷ Om maximale flexibiliteit te behouden, meen ik dat beter geen (maximum) duur in de statuten genoemd wordt.

Mr. R.A.F. Timmermans¹⁸

Naschrift bij de reactie van Timmermans

Ondernemingsrecht 2018/135

De visie van Timmermans op onderhavige problematiek was reeds bekend uit zijn dissertatie en die wordt nog enigszins aangescherpt in zijn reactie op mijn bijdrage, waarvoor overigens dank. In essentie meent hij dat moderne opvattingen over de *governance* van de NV de regeling van art. 2:96 lid 1 BW tot een dode letter maken. In die bepaling ligt het uitgangspunt verankerd dat de vennootschap na oprichting slechts aandelen kan uitgeven bij besluit van de algemene vergadering. Deze bevoegdheid kan worden gedelegeerd aan een ander orgaan, daartoe door de aandeelhoudersvergadering aangewezen voor een bepaalde termijn van ten hoogste vijf jaren. Het betreft hier dwingend recht, dat in ons vennootschapsrecht terecht is gekomen bij implementatie van de Tweede Europese richtlijn harmonisatie vennootschapsrecht.² De gedachte van de richtlijn was dat de emissiebevoegdheid niet permanent kan worden gelegd bij een ander orgaan dan de algemene vergadering, welk uitgangspunt strak moet worden gehanteerd.³ In de praktijk

16 Zie over de duur in verband met de biedplicht Timmermans 2018, paragraaf 11.4.5.

17 Voor alle situaties anders dan na aankondiging van een openbaar bod gelden wel beperkingen ten aanzien van het aantal beschermingsprefs. Wil de stichting geen openbaar bod moeten uitbrengen, dan zal zij niet over overwegende zeggenschap in de vennootschap mogen beschikken.

18 Mr. R.A.F. Timmermans is kandidaat-notaris te Amsterdam en als wetenschappelijk medewerker verbonden aan het Van der Heijden Instituut (RUN).

1 Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 *PbEG* 77 L 26/1.

2 Zie art. 25 van bedoelde richtlijn en de uitleg van de bepaling door het HvJ EG van 30 mei 1991, C-19/90 en C-20/90. "Deze bepaling is in duidelijke en nauwkeurige bewoordingen gesteld en daarin is op onvoorwaardelijke wijze het algemene beginsel neergelegd, dat de algemene vergadering bevoegd is, tot een kapitaalverhoging te besluiten. Aan het onvoorwaardelijke karakter van deze bepaling wordt niet afgedaan door de in artikel 25, lid 2, van de Tweede richtlijn voorziene afwijking, volgens welke de oprichtingsakte van de onderneming of de algemene vergadering een verhoging van het geplaatste kapitaal kunnen toestaan tot een daarin vast te stellen maximumbedrag, waarbij een eventueel door de wet voorgeschreven maximum in acht moet worden genomen. Deze specifieke en duidelijk begrensde afwijking biedt de Lid-Staten namelijk geen enkele mogelijkheid om het beginsel van de bevoegdheid van de algemene vergadering te laten afhangen van andere dan de uitdrukkelijk voorziene uitzondering."

14 Bijlage X van het Fondsenreglement is als Bijlage II opgenomen in Timmermans 2018.

15 Zie het overzicht aan het slot van hoofdstuk 2 van Timmermans 2018. Verschillende termijnen komen voor.

is delegatie van de emissiebevoegdheid van financieringsaandelen niet ongebruikelijk, waarbij veelal een termijn van achttien maanden wordt afgesproken. Wanneer in die periode van achttien maanden geen emissie van aandelen plaatsvindt, maar een optie wordt verleend op die aandelen aan een derde welke optie bijvoorbeeld vijftien jaar loopt, komt de emissiebevoegdheid na achttien maanden terug bij de aandeelhoudersvergadering, maar is die bevoegdheid inhoudsloos nu een derde partij voor een aansluitende periode van 13,5 jaar het recht is verleend om op afroep de aandelen geplaatst te krijgen. Ik zou menen dat hier sprake is van een situatie die op gespannen voet staat met de tekst en de ratio van de wettelijke regeling.

De Kluis⁴ heeft, toen ik daar in de grijze oudheid over schreef, opgemerkt dat de aandeelhouders niet mogen piepen over deze situatie, nu zij immers de emissiebevoegdheid hebben gedelegeerd en zij dus rekening moesten houden met het feit dat in die delegatieperiode van achttien maanden alle onder het delegatiebesluit vallende aandelen zouden zijn geplaatst. Wat van deze argumentatie ook zij, deze gaat in ieder geval niet op als het gaat om de delegatie van de emissiebevoegdheid van preferente beschermingsaandelen. Zoals uit het verslag van de algemene vergadering van Ahold van 26 november 2003 blijkt,⁵ is men zich ook daar bewust van het feit dat die aandelen slechts gebruikt kunnen worden als beschermingsmaatregel. Wanneer in de delegatieperiode geen vijandige activiteiten waarneembaar zijn, zal het emitterend orgaan niet tot plaatsing van die aandelen over kunnen gaan. Dat betekent dat de aandeelhoudersvergadering, die tijdelijk de bevoegdheid uit handen gaf om te beslissen over de zelfstandige voortgang van de vennootschap bij een bod op de aandelen op een moment waarop de koers historisch laag lag, zoals bij Ahold in 2003 het geval was, die bevoegdheid na ommekomst van de delegatieperiode weer in handen dient te krijgen. Een en ander dwingt tot de conclusie dat een optieverlening op beschermingsaandelen die langer loopt dan de delegatieperiode niet tot de mogelijkheden behoort. Ik zou menen dat een besluit tot delegatie van de emissiebevoegdheid van beschermingsaandelen voor een periode langer dan vijf jaar een met de wet strijdig besluit is en derhalve nietig. Logischerwijze lijkt dit lot ook de optieverlening door het bestuur aan de stichting te moeten treffen wanneer en voor zover deze optie langer loopt dan de delegatieperiode c.q. de termijn van vijf jaar. Hierbij dient te worden overwogen dat de samenstelling van de aandeelhoudersvergadering voortdurend wijzigt en toekomstige aandeelhouders niet op voorhand uit hun wettelijk toegelaten positie kunnen worden gemanoeuvreerd.

Begrijp ik Timmermans goed dan is hij, met het oog op de machts- en rolverdeling, van mening dat de aandeelhoudersvergadering niet het orgaan behoort te zijn dat

moet besluiten of een vijandig bod al dan niet moet worden aanvaard, nu op die manier zijns inziens het vennootschappelijk belang niet optimaal zou worden gediend en die bevoegdheid beter, en zelfs voor onbepaalde tijd, bij een andere instantie kan worden gelegd, namelijk bij het in zijn ogen steeds volstrekt onafhankelijk oordelend bestuur van de beschermingsstichting. Wanneer, in zijn termen, de bal door het bestuur over het net richting de stichting is geslagen, kan de stichting, in de visie van Timmermans, rustig op de bal gaan zitten en is het spel afgelopen.

Over het vennootschappelijk belang als richtsnoer voor het handelen van bestuur en toezicht bij de vennootschap valt veel te zeggen,⁶ maar geconstateerd moet worden dat de wetgever deze inkleuring, dus de beoordeling op de lange termijn van het nut en de noodzaak van zelfstandig voortbestaan gelegd bij een 'onafhankelijke' stichting, niet mogelijk maakt. De delegatieperiode wordt immers dwingend-rechtelijk beperkt en de bevoegdheid tot beoordeling van de vennootschappelijke positie wordt wettelijk aan de aandeelhoudersvergadering toebedeeld.

Wanneer men al zou aannemen dat het ontnemen van de aandeelhoudersbevoegdheid om op enig moment te kunnen besluiten over het al dan niet zelfstandig voortgaan van de onderneming voor een periode langer dan vijf jaren mogelijk is, dan zou het toch tenminste aan de aandeelhouders, die besluiten over de delegatie van de emissiebevoegdheid, duidelijk gemaakt moeten worden dat die delegatie hen die bevoegdheid voor vijftien jaar of zelfs voor eeuwig ontnemt. Timmermans ziet dat anders en meent dat, wanneer geen beperkingen aan de verlening van een optierecht worden verbonden, de aandeelhouders zich moeten realiseren dat de optie een eeuwige looptijd kan hebben. Het komt mij voor dat, wanneer aandeelhouders met deze mogelijkheid zouden worden geconfronteerd, de emissiebevoegdheid nimmer ongeclausuleerd zou worden gedelegeerd.⁷

In ieder geval is in de casus *Ahold Delhaize* zulks niet gecommuniceerd. In het delegatiebesluit op basis van het relevante agendapunt is zulks niet vastgelegd en ook in het overleg op de algemene vergadering is zulks niet gecommuniceerd.

Mijn conclusie is dat de optieverlening voor een periode van vijftien jaar onder deze omstandigheden (partieel) nietig is. Deze discussie hoeft in verband met het verloop van de tijd in deze casus niet meer te worden gevoerd. De optie is, bij gebrek aan bedreiging van de zelfstandigheid van Ahold Delhaize, niet uitgeoefend en de optieperiode verstrijkt in december 2018. Het lijkt mij buiten twijfel dat in deze nieuwe casuspositie, het opnieuw door het bestuur verstrekken van een optie voor dezelfde periode door

3 H.J. de Kluis, 'Reactie op C.A. Schwarz: beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000/1 (p. 23 e.v.).

4 Zie het citaat op p. 557 van mijn bijdrage in *Ondernemingsrecht* 2018/96.

5 Vgl. C.A. Schwarz, *De impact van het vennootschappelijk belang* (Oratie Rotterdam), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2018.

6 Zie in dit verband ook de conclusie van A-G Timmerman in de affaire ASMI, ECLI:NL:PHR:2010:BM0976, nr. 3.7.4.

'verlenging van de optie' zonder betrokkenheid van de aandeelhoudersvergadering en zonder gedelegeerde bevoegdheid tot emissie, onverdedigbaar en dus zonder effect is. In ieder geval moet geconstateerd worden dat het argument van M&A-adviseurs, dat we (ook hier) te maken hebben met 'market practice', niet opgaat.

*Prof. mr. C.A. Schwarz*⁷

7 Kid Schwarz is hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Erasmus University Rotterdam.

Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties

Ondernemingsrecht 2018/96

1. Inleiding

In de pers is enig tumult ontstaan over de weigering van Ahold Delhaize om de 'verlenging' van de optieovereenkomst die in 2003 werd gesloten met de Stichting Continuïteit Ahold Delhaize (verder ook 'Scad' of 'de stichting') te agenderen voor de jaarvergadering 2018. Het bestuur van de vennootschap wil graag de mogelijkheid tot het nemen van aandelen door de beschermingsstichting verlengen. De overeenkomst, waarbij aan Scad het recht werd gegeven tot het nemen van alle nog te plaatsen preferente beschermingsaandelen, werd in 2003 aangegaan voor een periode van vijftien jaar en eindigt in december 2018. Aanvankelijk werd de verlenging van de overeenkomst als beslispunt opgenomen op de agenda voor de algemene vergadering in 2016, en wel voor een periode van vijf jaar. Nadat een stemadviseur adviseerde tot afwijzing van de verlenging, werd het agendapunt afgevoerd. Bestuur en Commissarissen van de vennootschap zijn thans van mening dat tot verlenging van die overeenkomst kan worden besloten zonder betrokkenheid van de aandeelhoudersvergadering. In deze bijdrage wordt ingegaan op enige vennootschapsrechtelijke aspecten die in de casus aan de orde zijn.

2. Optieverlening op preferente aandelen

De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen ligt bij de NV bij de algemene vergadering. Dit orgaan kan deze bevoegdheid delegeren aan een ander orgaan van de vennootschap. Delegatie van emissiebevoegdheid kan statutair worden geregeld dan wel plaatsvinden bij aanwijzingsbesluit van de algemene vergadering. De maximale delegatietermijn is vijf jaren.¹ De gedachte daarbij is dat dwingendrechtelijk de emissiebevoegdheid die is gedelegeerd aan een ander orgaan op basis van deze bepaling, na maximaal vijf jaren of zo veel korter als in het delegatiebesluit is neergelegd, te-

rugkomt bij de aandeelhoudersvergadering. Deze gedachte hangt samen met het feit dat het beslissen over uitbreiding van het eigen vermogen van de vennootschap een cruciale bevoegdheid is die in beginsel aan de aandeelhouders dient toe te komen.

In de praktijk is bij beursvennootschappen niet ongebruikelijk dat de emissiebevoegdheid van aandelen wordt gedelegeerd aan een ander orgaan, veelal het bestuur van de vennootschap, onder directe betrokkenheid van de RvC. Als delegatieperiode wordt niet de maximale termijn van vijf jaren gehanteerd, maar een kortere termijn, bijvoorbeeld achttien maanden.

In art. 2:96 lid 5 BW wordt, enigszins cryptisch vermeld, dat de wettelijke regeling ook van toepassing is op het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen. De duiding van deze formulering is dat de bevoegdheid tot het verlenen van opties op nog uit te geven aandelen ook door de aandeelhoudersvergadering voor ten hoogste vijf jaren kan geschieden. Hiermee wordt enerzijds helder dat de delegatie van de bevoegdheid tot optieverlening door de algemene vergadering wordt besloten (of statutair wordt geregeld), terwijl anderzijds de delegatie van emissiebevoegdheid het verlenen van rechten tot optieverlening in zich draagt. De delegatiebevoegdheid zou illusoir zijn wanneer het delegerend orgaan een optierecht op aandelen zou verlenen voordat gebruik zou zijn gemaakt van de gedelegeerde emissiebevoegdheid. Desalniettemin is het aan te bevelen om bij de delegatie van de emissiebevoegdheid uitdrukkelijk te bepalen dat deze bevoegdheid ook het verlenen van rechten op het nemen van aandelen behelst.² De wettelijke regeling heeft, zo wordt bepaald, geen betrekking op het uitoefenen van het optierecht dat eerder werd verkregen.

Op basis van deze formulering wordt, in ieder geval ten aanzien van 'gewone' financieringsaandelen, algemeen aangenomen dat de termijn waarvoor de optie op nog uit te geven aandelen wordt verleend, langer kan lopen dan de delegatieperiode.³ Anders geformuleerd, in de praktijk lijkt men vrij algemeen van mening dat, wanneer het bestuur de be-

¹ Zie art. 2:96 lid 1 BW. Deze wettelijke bepaling is gebaseerd op een tekst uit de 2^e Richtlijn Kapitaalbescherming die thans wordt aangetroffen in art. 68 van de Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht en luidt als volgt (lid 2 van de bepaling):

"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."

² Dat het besluit tot delegatie van de emissiebevoegdheid eveneens de bevoegdheid geeft tot het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen werd aangenomen door de Rb. Haarlem 12 juni 1990, NJ 1991/544 (*Asko/Ahold*). Anders overigens Rb. Amsterdam (pres.) 18 mei 1989, KG 1989, 231 (*Holland Sea Search*).

³ Zie bijvoorbeeld de reacties op mijn bijdrage in *Ondernemingsrecht* 1999, p. 436 e.v. van H.J. de Kluijver in *Ondernemingsrecht* 2000, p. 23 e.v., voorzien van repliek in *Ondernemingsrecht* 2000, p. 60 e.v. en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-Ila*, 2013/348 en bijvoorbeeld Perrick in het Liber Maeijer (Van vennootschappelijk belang, 1988, p. 189 e.v. Zie ook het Handboek. *Van der Heijden/Van der Grinten* 1992/164 en R.P. Voogd, *Statutaire bescherming bij beursvennootschappen*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 32, p. 254 e.v. Dortmund, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 161, heeft een aanmerkelijk genuanceerder blik en vindt dat optieverlening met een 'put'-karakter, waarbij het bestuur van de vennootschap besluit wanneer de optie door de stichting moet worden uitgeoefend, niet langer kan lopen dan de delegatieperiode, omdat op deze wijze een onvolkomen recht aan de stichting wordt verleend. Zie ook Robrecht Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen*, diss. Nijmegen, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 147, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 247.

voegdheid heeft verkregen om gedurende achttien maanden gewone aandelen uit te geven, dat bestuur rechtsgeldig aan een derde een optie op (een deel van) die aandelen kan verlenen welk optierecht (bijvoorbeeld) vijftien jaar loopt. Persoonlijk zie ik hier een zekere spanning met de ratio van dwingend recht, nu, wanneer de aandeelhoudersvergadering na ommekomst van de delegatieperiode niet zou besluiten tot een hernieuwde delegatie van emissiebevoegdheid, de emissiebevoegdheid weliswaar na achttien maanden terugkeert bij de aandeelhoudersvergadering, maar feitelijk geen emissiebesluit kan worden genomen van aandelen die met een optierecht zijn bezwaard.

Hier kan tegenover worden gesteld dat de aandeelhouders, die besluiten tot delegatie van die bevoegdheid, rekening moeten houden met het feit dat het bestuur alle aandelen plaatst binnen de delegatieperiode. En vanuit dat perspectief zou kunnen worden opgemerkt dat het dan ook niet uitmaakt wanneer wordt aangenomen dat een optie kan worden verleend voor een periode die langer loopt dan de delegatieperiode. Daarbij komt dat het op deze wijze met uitgestelde werking plaatsen van deze aandelen ook niet direct ingrijpt op belangen van aandeelhouders c.q. de aard en identiteit van de vennootschap, althans wanneer het gaat om financieringsaandelen. Wanneer die aandelen immers zouden zijn uitgegeven in die delegatieperiode dan wel onder een optie zijn verbonden, kan de algemene vergadering steeds besluiten om andere aandelen uit te geven en eventueel bij bepaalde partijen te plaatsen, in welk kader zo nodig het maatschappelijk kapitaal kan worden verhoogd. Toch blijft spanning bestaan tussen het uitgangspunt van de maximalisering van de termijn waarvoor de aandeelhoudersvergadering afstand kan doen van haar emissiebevoegdheid en de aanname dat het delegatiebesluit in beginsel het recht omvat om rechten op het nemen van aandelen uit te geven die aanmerkelijk langer dan die periode lopen.

Wanneer het gaat om de delegatie van de emissiebevoegdheid door de algemene vergadering van alle nog uit te geven preferente beschermingsaandelen, lijkt mij de benadering toch meer genuanceerd te moeten zijn. Bij dat delegatiebesluit geeft de aandeelhoudersvergadering feitelijk de macht uit handen om in voorkomende gevallen te besluiten over de vraag of de vennootschap zelfstandig blijft of zal worden overgenomen door een geïnteresseerde partij. Ik begrijp niet goed waarom aandeelhouders tot deze delegatie van bevoegdheid overgaan nu er geen argumenten als bij de delegatie van de emissiebevoegdheid van financieringsaandelen aanwezig zijn. In dat laatste geval is er een vennootschappelijk belang gelegen bij die delegatie, nu het bestuur/de RvC steeds krachtadig zal kunnen handelen bij een bedrijfs- of aandelenfusie, waarbij de verkopende aandeelhouders van de *target* met aandelen in de verkrijgende vennootschap worden betaald. Wanneer in zo'n overnameproces de deal eerst kan worden gedaan nadat de aandeelhoudersvergadering heeft besloten tot emissie van aandelen en plaatsing van die aandelen bij de aandeelhouders van

de *target*, zou het overnameproces ernstig kunnen worden vertraagd c.q. verstoord.

Maar van deze argumenten is bij de delegatie van emissiebevoegdheid van beschermingsaandelen geen sprake. Waarom zouden aandeelhouders dan niet het besluit om al dan niet te worden overgenomen steeds aan zich willen houden? Er zijn situaties denkbaar waarin zodanige delegatie zinvol is, bijvoorbeeld wanneer een vennootschap met grote winstpotentie door mismanagement de koers van het aandeel dramatisch ziet dalen. In die situaties mag een door het bestuur niet gesteund bod worden verwacht en zou er reden kunnen zijn om het bestuur in staat te stellen om snel de beschermingswal op te kunnen trekken door het zonder verdere discussie direct plaatsen van beschermingsaandelen bij de stichting continuïteit. Daarbij komt dat, wanneer die bevoegdheid is gedelegeerd, de aandeelhouders mogen verwachten dat de aandelen slechts worden geplaatst wanneer overnamegevaar dreigt. Anders geformuleerd, in afwijking van de situatie die mag worden verwacht bij de delegatie van de emissiebevoegdheid van financieringsaandelen, namelijk dat na ommekomst alle betreffende aandelen kunnen blijken te zijn geplaatst, ligt dat bij beschermingsaandelen anders. Wanneer geen overnamedreiging blijkt, zullen de aandelen niet (kunnen) worden geplaatst en komt, na ommekomst van de delegatieperiode, de bevoegdheid te beslissen over de zelfstandigheid van de vennootschap terug bij aandeelhouders.

De vraag is hoe het vrij algemeen ingenomen standpunt, dat ook bij delegatie van emissiebevoegdheid van beschermingsaandelen steeds een optie op die aandelen kan worden verleend die langer loopt dan de delegatieperiode, moet worden onderbouwd. De stelling zou kunnen zijn dat men van mening is dat de bevoegdheid te besluiten over aard en identiteit van de vennootschap voor lange tijd en zonder nader overleg noch een statutair fundament, kan worden onttrokken aan de aandeelhoudersmacht.⁴ Voorstelbaar is dat deze visie met name wordt gehanteerd door het management van de vennootschap en de daarbij betrokken adviseurs, zulks met het oog op de bescherming van de stabiliteit van de *corporate policy*. Deze stelling is echter onverdedigbaar. Het gaat hier om een essentiële bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering zijnde het orgaan dat besluit over de aard en identiteit van de rechtspersoon.⁵

Zou men al willen aannemen dat een langer lopend optierecht kan worden gebaseerd op de gedelegeerde bevoegdheid tot emissie van beschermingsaandelen te besluiten, dan zou mijns inziens deze bevoegdheid uitdrukkelijk in het delegatiebesluit moeten zijn verankerd.

⁴ Denkbaar is dat kapitaalverschaffers niet hechten aan zeggenschap in dit kader en als certificaathouders bij de vennootschap betrokken zijn, daarbij de besluitvorming over deze aangelegenheid latend aan een administratiekantoor. In zo'n geval is die keuze door kapitaalverschaffers bewust en voor onbepaalde tijd gemaakt, zowel in de situatie waarin de kapitaalverschaffer als certificaathouder instapt, als in de situatie waarin aandeelhouders hun aandelen ten titel van beheer overdragen aan een administratiekantoor.

⁵ Zie ook art. 2:107a BW.

3. De situatie bij Ahold Delhaize

Op de algemene vergadering van Koninklijke Ahold NV van 26 november 2003 werd gestemd over het volgende agendapunt:

“6. Authorization of the Executive Board for a period of 18 months, i.e. up to May 26, 2005, empowering the Executive Board, subject to the approval of the Supervisory Board, to adopt resolutions:

- a. To issue any of the shares of common stock remaining unissued for the time being;
To issue any of the shares of cumulative preferred stock remaining unissued for the time being;
To issue any of the shares of cumulative preferred financing stock remaining unissued for the time being;

Such authorization including the power to grant rights to subscribe for such shares, all this within the limits of the authorized capital as it will stand upon effectuation of the proposed amendment of the Articles of Association.”

In dit delegatiebesluit is iedere discussie over de vraag of de delegatie van de emissiebevoegdheid ook de bevoegdheid tot het verlenen van opties op aandelen behelst, uitgesloten door uitdrukkelijk te bepalen dat dit het geval is. De gedelegeerde bevoegdheid tot het plaatsen van aandelen of het verlenen van rechten op die aandelen geldt voor alle op enig moment nog niet uitgegeven aandelen binnen het maatschappelijk kapitaal. In dit delegatiebesluit is niet neergelegd dat de optie kan worden verleend voor een langere periode dan de delegatieperiode, hetgeen in mijn visie vragen doet rijzen naar de geldigheid van de optieverlening op alle nog te plaatsen beschermingsaandelen voor een periode van vijftien jaar, zoals plaatsvond op 15 december 2003. Uit het verslag van de algemene vergadering van Ahold gehouden op 26 november 2003 blijkt dat het punt van een optieperiode die langer loopt dan de delegatieperiode van achttien maanden niet is besproken. Wel wordt ten aanzien van de uitgifte van financieringsaandelen besproken dat slechts in beperkte mate gebruik zal worden gemaakt van de delegatiebevoegdheid en dat een verdere uitgifte van deze aandelen zal worden voorgelegd aan aandeelhouders. Ten aanzien van de beschermingsaandelen meldt het verslag dat de voorzitter opmerkt:

“De aanwijzing die verzocht is voor de uitgifte van cumulatief preferente aandelen die slechts gebruikt kunnen worden voor beschermingsdoeleinden (onderstreping CAS) is van toepassing op alle niet geplaatste aandelen zoals in vorige jaren ook het gebruik was.”

Overigens wordt niet meer op de optieverlening teruggekomen.

In de optieovereenkomst gesloten tussen Ahold NV en de stichting werd in 2003 voor de periode van vijftien jaren aan de stichting het recht verleend om (alle) cumulatief preferente aandelen te nemen in het maatschappelijk kapi-

taal van de vennootschap zoals dat is samengesteld of op enig moment samengesteld zal zijn. Bij het nemen van deze aandelen zal de stichting 25% van het nominale bedrag in contanten storten. De optieovereenkomst wordt aangegaan voor een periode van vijftien jaar, dus zal eindigen per 15 december 2018.

De verlenging van deze optieovereenkomst voor een periode van vijf jaren na 15 december 2018 was geagendeerd als beslispunt voor de bijzondere algemene vergadering die plaatsvond op 14 maart 2016, waar het belangrijkste agendapunt de fusie tussen Ahold en Delhaize was. Glass Lewis kwam, als *proxy advisor*, met het advies om tegen dit besluit te stemmen. Het bewuste agendapunt is vervolgens van de agenda gehaald. De president-commissaris lichtte dit intrekingsbesluit ter vergadering als volgt toe:

“Het besluit om dit item in te trekken is genomen na commentaar van investeerders dat er geen directe relatie is met de voorgenomen fusie met Delhaize. Daarnaast bestaat er geen onmiddellijke noodzaak om deze wijziging op korte termijn te implementeren, aangezien de huidige overeenkomst met de stichting doorloopt tot in 2018.”⁶

Vervolgens keerde het agendapunt, dat dus aanvankelijk als beslispunt van aandeelhouders werd geagendeerd, niet terug op de agenda van de jaarvergadering 2017. Op die vergadering is, in reactie op een vraag naar wat Ahold Delhaize gaat doen na afloop van de optieovereenkomst, door de CEO Boer opgemerkt dat dit iets was voor de aandeelhoudersvergadering van 2018. Maar vervolgens veranderde de opvatting binnen het bestuur en de RvC en nam Ahold Delhaize het standpunt in dat het bestuur, onder goedkeuring van de RvC, zonder betrokkenheid van aandeelhouders zou kunnen besluiten over de verlenging van de overeenkomst waarin de optie op beschermingsaandelen was verleend.

Op 8 mei 2018 werd de optieovereenkomst tussen Ahold Delhaize en de beschermingsstichting ‘verlengd’ voor een periode van niet, zoals in 2016 het plan was, vijf jaren maar voor vijftien jaar, dus tot 15 december 2033. In de recitals bij deze overeenkomst wordt overwogen dat de raad van bestuur op 7 mei 2018, onder goedkeuring van de raad van commissarissen, heeft besloten tot deze verlenging, alsmede tot het aangaan van een additionele overeenkomst met de Stichting. In de aanvullende overeenkomst, eveneens gedateerd op 8 mei 2018, wordt overwogen dat de raad van bestuur, onder goedkeuring van de RvC, heeft besloten in het kader van de overeenkomst twee algemene vergaderingen bijeen te doen roepen na iedere uitoefening van de optie door de stichting. De eerste algemene vergadering zal worden opgeroepen binnen zes maanden na uitoefening van de optie waarbij onder meer zal worden toegelicht waarom is besloten tot uitoefening. Het zal hier gaan om een bespreekpunt en dus niet een beslispunt. De tweede algemene vergadering zal binnen een jaar na uitoefening van de optie worden bijeengeroepen, waarbij

⁶ Zie het Verslag van de aandeelhoudersvergadering van 14 maart 2016.

op de agenda de stemming zal worden geagendeerd over het al dan niet intrekken van de bij de stichting geplaatste beschermingsaandelen. In het kader van het laatste beslispunt verbindt de stichting zich te onthouden van stemming bij het voorstel tot intrekking van bedoelde aandelen.

In een reactie op vragen van de VEB werd onder meer gesteld dat geen sprake was van verlenging van de optie maar van een nieuwe optieverlening aan de stichting, waarbij op grond van art. 2:96 BW een nieuw delegatiebesluit vereist zou zijn.⁷ Hierop reageert Ahold als volgt:⁸

“Bij een verlenging van de optieovereenkomst wordt, anders dan u in uw brief veronderstelt, niet opnieuw een optierecht aan SCAD toegekend, maar loopt de huidige optie door. Voor verlenging van de optieovereenkomst is geen nieuwe machtiging van de Algemene Vergadering vereist. In 2003 heeft de Algemene Vergadering de Raad van Bestuur gemachtigd tot het uitgeven en het verlenen van rechten tot het nemen van cumulatief preferente aandelen, onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen. Daarbij zijn geen beperkingen gesteld aan de duur van de optieovereenkomst of de mogelijkheid van verlenging van de optieovereenkomst in dat verband. Bijgevolg is aan de zijde van Ahold Delhaize het besluit over een mogelijke verlenging een bevoegdheid van de Raad van Bestuur, onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen.”

4. Analyse van de benadering

De optieovereenkomst werd op 15 december 2003 aangegaan voor een periode van vijftien jaar, dus eindigt op 15 december 2018. Dit is bepaald in art. 4.2 van de overeenkomst, waarbij nog is opgenomen dat partijen zich:

“(…) indien een van hen daarom uiterlijk 1 jaar voor omeekomst van deze termijn verzoekt, nader beraden over de verlenging van de Overeenkomst”.

Het bestuur en de RvC van Ahold Delhaize stellen zich blijkbaar op het standpunt dat de overeenkomst uit 2003 niet is aangegaan voor een periode van vijftien jaar, maar in beginsel voor een oneindige periode nu in deze uitleg de overeenkomst oneindig zou kunnen worden verlengd. Deze uitleg lijkt mij onverdedigbaar.

Als gezegd is het mijns inziens al onverdedigbaar dat, als het gaat om beschermingsaandelen, het bestuur door optieverlening aan een beschermingsstichting langer dan de delegatieperiode de beschermingsaandelen onder een optierecht kan verbinden, tenzij zulks in het delegatiebesluit wordt toegestaan. In een andere opvatting zouden, als geen vijandige overname dreigt, de aandelen niet kunnen worden uitgegeven, zoals bij Ahold ook niet gebeurd is in de afgelopen vijf-

ten jaren, maar zou wel de macht om over de zelfstandigheid van de vennootschap te besluiten feitelijk aan aandeelhouders worden onttrokken, ook nadat de emissiebevoegdheid bij hen is teruggekeerd. In de literatuur wordt, als gezegd, weinig steun voor deze visie gevonden. Maar wat hiervan ook zij, het sinds kort en in afwijking van de standpunten in 2016 en 2017 door het bestuur/de RvC van Ahold Delhaize ingenomen standpunt zal toch door geen onafhankelijk denkend vennootschapsjurist kunnen worden verdedigd. Het als aandeelhouders ondoordacht en ongewild voor eeuwig afscheid nemen van de macht over de zelfstandigheid van de vennootschap te besluiten, lijkt niet passend in het model van de NV, zeker niet nu in 2004 de aandeelhoudersmacht stevig is uitgebreid en alerhande belangrijke bestuursbesluiten die raken aan de aard en de identiteit van de vennootschap dwingend aan goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering zijn onderworpen.⁹

De bevoegdheden die in de aanvullende overeenkomst met de stichting aan de aandeelhoudersvergadering zijn toegekend vormen een leuke geste, maar nemen niet weg dat de macht aan de aandeelhouders op ondeugdelijke gronden en voor onbepaalde tijd wordt onttrokken.

*Prof. mr. C.A. Schwarz*¹⁰

De invoering van een wettelijke bedenktijd: bedenkt de wetgever zich?

Ondernemingsrecht 2018/97

1. Introductie

De wettelijke bedenktijd. In oktober 2017 gaven de coalitiepartijen in hun regeerakkoord ‘Vertrouwen in de toekomst’ aan dat zij voornemens zijn een wettelijke bedenktijd in te voeren. De coalitie verwoordde zijn voornemen als volgt:

“Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen invoeren, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met

⁷ Zie de brief van de VEB aan het bestuur en de RvC van Ahold Delhaize van 4 april 2018.

⁸ Zie de reactie zijdens Ahold bij brief van 9 april 2018 aan de VEB.

⁹ Vgl. art. 2:107a BW. Een ander argument om deze uitleg te desavoueren is de stelling dat het opnieuw verlenen van een optierecht door verlenging van de optieovereenkomst niet mogelijk is wanneer de delegatie van de emissiebevoegdheid met betrekking tot deze aandelen niet (meer) bij het bestuur/RvC berust. En als ik goed zie, was dat in 2018 niet het geval.

¹⁰ Kid Schwarz is hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Erasmus School of Law, Fellow ICGI Maastricht.