

Vergaderjaar 1999–2000

**25 732**

## **Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap**

**Nr. 11**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN JUSTITIE**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 2 maart 2000

#### **1. Algemeen**

Bij brief van 5 oktober 1999 hebben de ministers van Justitie, van Financiën en van Economische Zaken een nadere analyse aangekondigd van het gewijzigd voorstel voor een dertiende richtlijn vennootschapsrecht van het Europees Parlement en de Raad betreffende het overnamebod (PbEG C 378/10 d.d. 13 december 1997, hierna ook: de ontwerprichtlijn) in relatie tot het voorstel van wet betreffende de invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap (Kamerstukken II 1999/2000, 25 732, nrs. 1–9, hierna ook: wetsvoorstel beschermingsconstructies). Mede namens de ministers van Economische Zaken en Financiën bericht ik u daaromtrent als volgt.

Geanalyseerd wordt of het mogelijk is het wetsvoorstel beschermingsconstructies te behandelen zonder daarmee in strijd te handelen met de Europeesrechtelijke verplichting om tijdens de behandeling van een ontwerprichtlijn af te zien van de invoering van daaraan tegengestelde voorschriften. De conclusie luidt dat er thans vanuit deze optiek geen bezwaren bestaan tegen het wetsvoorstel. Omdat het wetsvoorstel verder een zelfstandig doel dient, hecht het kabinet eraan dat de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel doorgang vindt. Dat neemt niet weg dat bij implementatie van de ontwerprichtlijn mogelijke gevolgen voor de wettelijke regeling onder ogen moeten worden gezien. Dat kan in dat stadium tot aanpassingen leiden.

In de Interne Marktraad van 21 juni 1999 is over de ontwerprichtlijn politieke overeenstemming bereikt tussen de Raad van Ministers en de Europese Commissie. Gelet op de aanzienlijke verschillen in vennootschappelijke structuur in de lidstaten is gekozen voor een kaderrichtlijn. De richtlijn kon niet worden vastgesteld, hangende een geschil tussen het Verenigd Koninkrijk en Spanje over de toepassing van de bevoegdheidsbepalingen op Gibraltar. Als deze lidstaten daaromtrent een oplossing hebben gevonden, wordt het ontwerp opnieuw geagendeerd. Met de afspraken op 21 juni 1999 is beoogd te voorkomen dat de inhoud van het

ontwerp dan opnieuw ter discussie te wordt gesteld. Na vaststelling van een gemeenschappelijk standpunt van Raad en Commissie wordt de richtlijn, overeenkomstig het bepaalde in artikel 251 EG (189b EG-verdrag oud), opnieuw voorgelegd aan het Europees Parlement. Dat maakt zijn standpunt binnen drie maanden bekend. Daarna kan de richtlijn in werking treden. De voorziene termijn voor implementatie van de richtlijn is 4 jaar vanaf de inwerkingtreding. Deze naar Europese begrippen lange termijn is opgenomen om de lidstaten die thans nog geen verplicht openbaar bod kennen, waaronder Nederland en Duitsland, voldoende tijd te gunnen hun wetgeving aan te passen.

De ontwerprichtlijn heeft inmiddels geleid tot diverse publicaties in de literatuur. Men zie onder meer M.J.G.C. Raaijmakers, Openbare overnamebiedingen, Ondernemingsrecht 1999/11, blz. 293; W.J. Slagter, Het wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies, het enquêterecht en de dertiende richtlijn, WPNR 99/6380, blz. 879; W.J. Oostwouder, Het gewijzigd voorstel voor een Dertiende Richtlijn, Dossier 38/1999, blz. 80; L. Timmerman, Kroniek van het vennootschapsrecht, NJB 31/1999, blz. 1495; D.C. Buijs, De dertiende richtlijn bijna aanvaard, NTER 9/1999, blz. 224; M. van Olffen, Definitief (?) ontwerp 13e EG richtlijn, WPNR 99/6378, blz. 844, H.M. de Mol van Otterloo, het verplicht openbaar bod in artikel 5 van de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 1999/17, blz. 476 en Gerard van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen, Serie Onderneming en recht, deel 16, Deventer 1999.

## **2. Het wetsvoorstel beschermingsconstructies**

Uitgangspunt voor het wetsvoorstel is dat het in een situatie waarin iemand het overgrote deel van het kapitaal in een vennootschap verschaft, niet wenselijk is dat het bestuur de gewijzigde verhoudingen in de algemene vergadering blijvend kan negeren. De situatie waarin de ondernemingsleiding gedurende langere tijd niet meer kan uitgaan van de steun in de anders samengestelde algemene vergadering draagt het gevaar in zich dat een impasse ontstaat in de besluitvorming.

Het kabinet acht het van groot belang dat de wet een regeling gaat bevatten die aansluit op de discussie rond de verdeling van de rechten, plichten en bevoegdheden van degenen die bij de onderneming betrokken zijn. Het gaat ook om de verantwoording van het bestuur jegens kapitaalverschaffers en andere belanghebbenden, waaronder werknemers. Het wetsvoorstel ziet daarbij in het bijzonder op de positie van degene die het overgrote deel van het kapitaal verschaft, maar wordt belemmerd in de uitoefening van zeggenschap. De wisselende ervaringen met bestaande rechtsmiddelen laten zien dat het ontbreken van een specifieke regeling nadelen heeft. Maatregelen die bijvoorbeeld op grond van het enquêterecht kunnen worden genomen, zijn niet altijd geschikt gebleken om beschermingsconstructies te doorbreken. Ook in de literatuur is het belang van het wetsvoorstel benadrukt.

De ontwerprichtlijn heeft een ander doel. Het ontwerp beoogt de minderheidsaandeelhouder te beschermen in relatie tot degene die «control» over de vennootschap heeft verkregen dan wel wenst te verkrijgen door het uitbrengen van een openbaar bod. Die situatie brengt in potentie het risico met zich dat de belangen van een minderheidsaandeelhouder worden geschaad. De waarde van zijn aandelen kan daardoor worden verminderd. De ontwerprichtlijn zelf bevat geen verplichting om in een dergelijk geval beschermingsconstructies te doorbreken. Zonder de inwerkingtreding van het wetsvoorstel beschermingsconstructies zijn er op basis van de huidige wetgeving bij het verkrijgen van een groot kapitaalbelang in een open nv onvoldoende mogelijkheden om adequaat op te treden tegen bestaande beschermingsconstructies. Omdat de ontwerprichtlijn hierover geen voorschriften bevat, is dat na de

implementatie in het bijzondere geval van verkrijging van «control» via een openbaar bod in beginsel niet anders.

Er zijn in de literatuur vragen gesteld over de mogelijke verhouding van het ingevolge de ontwerprichtlijn vast te stellen percentage van de stemrechten waarboven een openbaar bod verplicht moet worden gesteld met het percentage van het kapitaal dat moet worden verschaft door degene die een verzoek tot ontmanteling van beschermingsconstructies kan doen. Naar mijn oordeel kunnen de percentages elk op hun eigen merites worden beoordeeld. Dat hangt samen met de verschillende doelstellingen van wetsvoorstel 25 732 en de ontwerprichtlijn. Het wetsvoorstel regelt dat degene die het overgrote deel van het kapitaal verschaft in beginsel ook recht heeft op het doen wegnemen van belemmeringen voor zijn zeggenschap. Het voorgestelde percentage geeft daarbij aan op welk moment naar het oordeel van de wetgever het kapitaalbelang zo groot is dat daar in beginsel tegenover moet staan dat de mening van degene die dit kapitaal verschaft niet (langer) mag worden genegeerd.

In de ontwerprichtlijn vertaalt de bescherming van de minderheidsaandeelhouders zich onder meer in de verplichting van een aandeelhouder die een bepaalde drempel heeft overschreden en «control» heeft verworven om de overige aandeelhouders een gelegenheid te bieden om hun aandelen voor een redelijke prijs te verkopen en daarmee uit een zekere beknelde positie te geraken. De gedachte hierachter is dat door de ontstane situatie van geconcentreerd aandelenbezit bij een grootaandeelhouder, de prijsstelling van de overige ter beurze genoteerde aandelen negatief kan worden beïnvloed. Naast zeggenschapsaspecten van zo'n geconcentreerd aandelenbezit kan verminderde liquiditeit de prijs verder doen dalen.

Hieronder wordt meer specifiek en artikelsgewijs een analyse gegeven van de uit de richtlijn voor de nationale wetgever voortvloeiende verplichtingen. Deze analyse wijst uit dat het wetsvoorstel een eigen doel dient, op zichzelf onafhankelijk van de doelstelling van de ontwerprichtlijn, en dat de ontwerprichtlijn niet noodzakelijkerwijs moet leiden tot wijziging van de regels in het wetsvoorstel. Dat laat onverlet dat de wettelijke regeling mogelijk niet de geeigende procedure kan blijken te zijn voor doorbreking van beschermingsconstructies in de situatie van een verplicht openbaar bod. Afwijkingen ten opzichte van de regeling zijn daarom niet op voorhand uit te sluiten. Een en ander vergt echter een gedegen nadere analyse en uitwerking. Het ligt in de rede dat hiervoor advies zal worden ingewonnen bij op dit terrein deskundige personen en betrokken instanties. Ook zal bezien moeten worden hoe de overige lidstaten met deze materie omgaan.

Het zelfstandig doel van het wetsvoorstel, waaraan groot belang wordt gehecht, maakt voortzetting van de behandeling gewenst. Wachten met behandeling tot het moment van feitelijke implementatie van de ontwerprichtlijn is onnodig en ook ongewenst, gelet op de positieve effecten die van het wetsvoorstel worden verwacht.

### **3. De voorschriften in artikelen 1, 2 en 3 van de ontwerprichtlijn**

Artikel 1 van de ontwerprichtlijn bepaalt het toepassingsbereik. De voorschriften uit de ontwerprichtlijn zijn van toepassing op het overnamebod op in de Europese Unie beursgenoteerde ondernemingen, met uitzondering van de zogenaamde beleggingsmaatschappijen. Het bod op eigen aandelen, dat onder meer kan worden gedaan als een vennootschap zijn beursnotering wil beëindigen, valt niet onder dit artikel. De ontwerprichtlijn staat toe dat de overnameregels een vorm van zelfregulering zijn, maar eist wel dat de organisatie die zich met de uitvoering van de regeling bezig houdt daartoe door de overheid is aangewezen.

In Nederland staan de regels voor openbare biedingen nu in hoofdstuk 1 van de niet-wettelijke SER-fusiegedragsregels 1975 (de fusiecode). De Commissie voor Fusieaangelegenheden, een commissie van de Sociaal Economische Raad, houdt toezicht op de naleving van de fusiecode. Deze commissie is daartoe niet door de overheid aangewezen. In zijn uit eigener beweging gegeven advies van 16 februari 1996 heeft de SER voorgesteld de materie van hoofdstuk 1 op te nemen in een wettelijke regeling. Gelet op dit advies en de voorschriften van de ontwerprichtlijn heeft het kabinet besloten regels voor openbare biedingen op te nemen in een regeling bij of krachtens de wet. Ook het bod op eigen aandelen kan daarbij worden geregeld.

Artikel 2 geeft definities van onder meer het verplichte en het vrijwillige overnamebod, de bieder, de doelwitvennootschap en effecten. Een verplicht overnamebod is een bod dat moet volgen op het verwerven van overwegende zeggenschap, een vrijwillig overnamebod is een bod dat gericht is op verwerving van die zeggenschap. Onder doelwitvennootschap wordt verstaan de vennootschap wier aandelen voorwerp van een overnamebod zijn. Onder effecten wordt verstaan waardepapieren waaraan stemrechten zijn verbonden.

Artikel 3 bevat een zestal algemene beginselen waaraan de regeling voor overnamebiedingen moet voldoen. Zo moeten aandeelhouders gelijkwaardig behandeld worden en moeten zij over voldoende informatie beschikken om een gefundeerd oordeel te kunnen geven over een overnamebod. Het bestuur van de doelwitvennootschap behoort te handelen in het belang van de hele vennootschap.

Artikel 8 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek legt op degenen die krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de rechtspersoon zijn betrokken de verplichting zich jegens elkaar redelijk en billijk te gedragen. Artikel 92 schrijft voor dat aandeelhouders in gelijke omstandigheden gelijk behandeld dienen te worden. Ook het voorschrift dat het bestuur (en in Nederland ook de raad van commissarissen) moet handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming is bekend (artikel 142 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek). Voor zover de algemene beginselen zich niet lenen voor afzonderlijke implementatie, zal de uitvoeringswet die beginselen moeten reflecteren.

#### **4. De toezichthoudende autoriteit in artikel 4**

In artikel 4 van het richtlijnvoorstel worden de taak en de bevoegdheid van een toezichthoudende autoriteit omschreven, alsmede het op het overnamebod toepasselijke recht. Een door de overheid aangewezen autoriteit moet zich bezig houden met het toezicht op de gang van zaken rond het overnamebod. Het artikel regelt voorts dat rechterlijke autoriteiten kunnen worden belast met het beslechten van geschillen. De toezichthouder zal nauw betrokken zijn bij de gang van zaken rond het overnamebod. Zo moet hij de procedures bewaken die bij een verplicht bod moeten worden gevolgd. De toezichthoudende autoriteiten van de lidstaten zullen ook moeten samenwerken. De belangen bij een overname kunnen groot zijn. Met een openbaar bod zijn vaak zeer grote bedragen gemoeid. Dat vraagt om een toezichthouder die gezaghebbend kan optreden. Het gezag van een toezichthoudende autoriteit wordt ook bepaald door de sancties die de autoriteit kan opleggen bij het niet naleven van de regels omtrent het openbaar bod. Artikel 10b legt op iedere lidstaat de verplichting de krachtens de ontwerprichtlijn te introduceren regels te voorzien van passende sancties. In de implementatiewetgeving zal er op toegezien moeten worden dat de autoriteit over

voldoende instrumenten beschikt om de naleving van voorschriften af te dwingen.

In Nederland is het toezicht op openbare biedingen van de Commissie voor Fusieaangelegenheden in de praktijk sterk gericht op naleving van hoofdstuk II, het overleg met de vakbonden. De mogelijkheden tot het treffen van sancties zijn beperkt, hetgeen ook samenhangt met het zelf-regulerende karakter van de fusiecode.

In zijn advies van februari 1996 geeft de SER aan dat hij bij de naleving van hoofdstuk 1 geen taak meer weggelegd ziet voor de commissie. Bij aanwijzing van een (andere) autoriteit zal deze voor wat betreft omvang, expertise en snelheid voor die taak moeten zijn berekend. Van de beslissingen van de toezichthoudende autoriteit zal beroep op de rechter moeten openstaan.

De in het artikel opgenomen bevoegdheidsverdeling tussen de nationale autoriteiten is een ingewikkeld compromis voor die gevallen waarin een vennootschap is opgericht naar het recht van één lidstaat maar de effecten zijn genoteerd aan de beurs van een andere lidstaat. Voor een vennootschap waarvan de effecten zijn genoteerd in het land waar haar statutaire zetel is gevestigd, is de autoriteit van het land van de statutaire zetel bevoegd. Dat geldt voor het overgrote deel van de vennootschappen. Heeft de vennootschap geen beursnotering in eigen land, maar wel in een andere EU-lidstaat, dan worden vragen die betrekking hebben op de procedure – zoals de wijze van bekendmaking van het bod – beslist door de autoriteit van het land waar de aandelen van de vennootschap zijn genoteerd. De autoriteit van het land van de statutaire zetel blijft bevoegd, en de voorschriften van het land van de statutaire zetel blijven gelden, als het gaat om vragen van vennootschapsrecht. Men denke hierbij aan het percentage van de stemrechten waarmee «control» wordt verkregen, eventuele afwijkingen van de verplichting tot het uitbrengen van een bod en de voorwaarden waaronder het bestuur van de doelwitvennootschap handelingen mag ondernemen waardoor het bod zou kunnen worden gedwarsboemd.

Alle lidstaten onderkennen dat het compromis rond de bevoegdheidsverdeling en het toepasselijk recht vervat in artikel 4(2) tot problemen kan leiden. Daarom is in artikel 10c van de ontwerprichtlijn afgesproken dat de Europese Commissie zal bezien of de ervaringen met deze bevoegdheidsverdeling aanleiding is voor wijzigingsvoorstellen.

## **5. Procedureregels voor openbare biedingen in de artikelen 6a, 7 en 9**

De artikelen 6a en 7 betreffen de procedure van het openbaar bod. In artikel 6a wordt voorgeschreven dat de periode waarbinnen een bod kan worden geaccepteerd niet korter mag zijn dan 2 weken en niet langer dan 10 weken volgend op de publicatie van het biedingsdocument. Lidstaten mogen aanvullende regels voor dit onderwerp stellen. De termijn moet voldoende lang zijn om het bijeenroepen van een algemene vergadering mogelijk te maken. Artikel 7 schrijft voor dat een bod op de juiste wijze openbaar gemaakt moet worden en dat alle betrokkenen, vooral aandeelhouders in andere lidstaten dan het land waar de effecten van de vennootschap zijn genoteerd, over de vereiste inlichtingen kunnen beschikken. De Fusiecode kent ook voorschriften over deze onderwerpen, bijvoorbeeld de artikelen 7A en 9. Die regels zullen tezamen met het richtlijnvoorschrift in een wettelijke regeling voor openbare biedingen moeten worden opgenomen.

Artikel 9 is een kaderbepaling waarbij de lidstaten wordt opgedragen regels te implementeren over het verloop van een bod. De richtlijn geeft niet aan hoe die regels moeten luiden. De fusiecode bevat al diverse voor-

schriften over gestanddoening, niet gestanddoening en intrekking van biedingen. In de implementatiewet zal kunnen worden aangesloten bij die regels.

## **6. Het verplichte bod van artikel 5**

Het richtlijnvoorstel onderscheidt twee situaties. Allereerst het geval waarin een aandeelhouder «control» in de vennootschap heeft verworven. Daarmee ontstaat de verplichting om een openbaar bod uit te brengen op alle overige uitstaande aandelen. Dat is het verplichte bod. In het andere geval wenst een aandeelhouder «control» in een vennootschap te verwerven door het uitbrengen van een openbaar bod. In dit geval gaat het om een vrijwillig bod. Artikel 5 bepaalt dat degene die door het verwerven van een bepaald percentage van de stemrechten «control» heeft gekregen in een vennootschap, verplicht een openbaar bod moet uitbrengen.

Het artikel bepaalt voorts dat lidstaten die op het moment van inwerking-treding van de richtlijn andere, ten minste gelijkwaardige voorschriften kennen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders, nog een jaar na inwerking-treding van de richtlijn die voorschriften in de plaats kunnen stellen van het verplichte bod. Daarmee wordt bedoeld op een regeling die bekend is uit het Duitse concernrecht, waar de minderheids-aandeelhouder bijzondere financiële garanties heeft in geval van overnames. Omdat Nederland deze regeling niet kent, is het voorschrift voor ons niet van betekenis.

Nederland zal in de invoeringswet een verplicht bod moeten introduceren. De ontwerprichtlijn koppelt die verplichting aan het overschrijden van een bepaald percentage stemrechten, waarmee «control» in de vennootschap wordt verkregen. Dit percentage wordt ook wel omschreven als de drempel. Ook het percentage zal in de wet moeten worden vastgelegd. Voorts zal nader in de wet moeten worden omschreven onder welke omstandigheden het overschrijden van deze drempel niet tot een verplichting leidt. Men denke aan het geval dat een aandeelhouder door een fusie of erfenis van aandelen de drempel passeert.

Ook zullen nadere regels moeten worden bepaald voor het vrijwillig bod. Daarbij moet onder meer worden bezien of zo'n bod ook mag worden beperkt tot een deel van de uitstaande aandelen, en hoe dit bod zich verhoudt tot het verplichte bod.

## **7. Het begrip «control» in artikel 5**

Artikel 5 werpt een aantal implementatievragen op. Allereerst de vraag hoe het begrip «control» moet worden gedefinieerd en voor welk percentage daarbij moet worden gekozen. In beginsel staan de wetgever drie mogelijkheden ten dienste om dit vraagstuk op te lossen. Ten eerste kan hij een verplichting tot het uitbrengen van een bod koppelen aan feitelijke zeggenschap. Er moet dan sprake zijn van een reële situatie waarin de houder van een bepaald percentage stemrechten het recht heeft om de meerderheid van de leden van het bestuur of de raad van commissarissen te kunnen benoemen. Men vergelijk de uit de zevende richtlijn jaarrekeningrecht stammende regeling over dochterondernemingen in artikel 24a.

Een tweede mogelijkheid is de verplichting tot het doen van een bod te abstraheren van de vraag naar feitelijke zeggenschap, door het in de wet vaststellen van een percentage van de stemrechten ongeacht of daarmee «control» is verworven. Daarmee wordt een fictie voor het begrip overwegende zeggenschap gecreëerd. Men kan overigens ook – naast stemrechten als criterium – overschrijding van een bepaald kapitaalbedrag als drempel voor een verplicht bod kiezen.

De derde mogelijkheid is een combinatie van deze uitgangspunten. In de



wet kan worden opgenomen dat de aandeelhouder met een bepaald percentage van de stemrechten of belang wordt vermoed «control» te hebben. Hij wordt dan ontheven van zijn verplichting tot het doen van een bod wanneer hij kan aantonen dat hij ondanks het overschrijden van de drempel geen «control» verwerft. Ook de voor- en nadelen van zo'n wettelijk vermoeden zullen verder in kaart moeten worden gebracht. Ook de vraag welk percentage moet worden gebruikt, is nu niet stellig te beantwoorden. Sommige schrijvers stellen voor de verplichting tot het uitbrengen van een bod te leggen bij degene die 50% van de stemrechten of het kapitaal verwerft. Er gaan ook stemmen op om het percentage lager te stellen, bijvoorbeeld op 30%. In de praktijk kan zo'n percentage, gelet op de beperkte belangstelling voor het bijwonen van de algemene vergadering van aandeelhouders, voldoende zijn om de eigen wil te laten prevaleren. Bezien moet worden of de ervaringen met de nieuwe regeling voor een registratiedatum (artikel 117 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek) het doen uitbrengen van stemmen ter algemene vergadering doen toenemen. Ook in andere EU-landen gehanteerde percentages kunnen in de beschouwingen worden betrokken.

### **8. Artikel 6 en het voorafgaand overleg met het bestuur en de vakbonden**

Artikel 6 schrijft voor dat het besluit om een bod uit te brengen onverwijld openbaar moet worden gemaakt. Eventueel kan een lidstaat voorschrijven dat de toezichthoudende autoriteit in kennis wordt gesteld voordat het besluit openbaar is gemaakt. Zodra het bod openbaar is gemaakt, stelt het bestuur van de doelwitvennootschap de werknemers in kennis van het bod.

Het artikel is van belang voor de vraag of het in Nederland op basis van artikel 4 lid 2 van de fusiecode verplichte voorafgaand overleg tussen (het bestuur van) de kapitaalverschaffer en het bestuur van de doelwitvennootschap, alsmede het overleg tussen deze besturen en de vakbonden bedoeld in artikel 18–20 van de fusiecode, gehandhaafd kan worden. In Nederland schrijft de fusiecode in artikel 4 lid 2 voor dat het bestuur van de doelwitvennootschap in kennis moet worden gesteld van het voornemen om een bod uit te brengen. Daarbij nodigt de potentiële bieder het bestuur uit tot overleg. Pas daarna mag op grond van artikel 5 lid 3 een bod worden uitgebracht. Tijdens de onderhandelingen in Brussel bleek dat in geval van een zogenaamd vijandig bod, voorafgaand overleg met de vakbonden in de overige lidstaten ongewoon is.

De fusiecode schrijft in artikel 3 voor dat nadere mededelingen omtrent de voorbereiding van een bod moeten worden gedaan als een gerechtvaardigde koersvorming dat noodzakelijk maakt. Die verplichting kan in alle stadia van het overleg ontstaan, ook voordat een besluit om een bod uit te brengen openbaar is gemaakt.

De nationale wetgever zal het moment waarop de openbare mededeling bedoeld in artikel 6 moet worden gedaan, nauwkeurig moeten omschrijven om rechtsonzekerheid op dit punt te voorkomen.

### **9. Het verbod op beschermende maatregelen in artikel 8**

Artikel 8 van de ontwerprichtlijn bevat een verbod op handelingen van het bestuur van de doelwitvennootschap die een blijvende belemmering kunnen vormen voor het verwerven van die zeggenschap, in het bijzonder de uitgifte van zogenaamde preferente aandelen. Op beide verboden – het voltooien van handelingen en de uitgifte van aandelen – maakt de ontwerprichtlijn weer uitzonderingen. Het moment waarop het verbod ingaat, is bepaald op het moment waarop de doelwitvennootschap de concrete informatie bedoeld in artikel 6 over het bod ontvangt. Zoals wij

zagen, is dat het moment waarop het besluit om een bod uit te brengen, openbaar gemaakt wordt.

Een handeling valt onder het verbod wanneer:

- een besluit om een bod uit te brengen openbaar is gemaakt; en
  - er actief handelen van het bestuur is vereist; en
  - het niet gaat om normale zakelijke bestuurshandelingen; en
  - het geen verband houdt met het zoeken naar een andereieder.
- De ontwerprichtlijn verbiedt in het bijzonder de uitgifte van aandelen, tenzij die aandelen aan een van de volgende criteria beantwoorden:
- zij vormen geen blijvende belemmering om overwegende zeggenschap te verwerven; of
  - zij zijn tijdens de periode waarin het bod kan worden aanvaard voor dat doel uitgegeven met toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders; of
  - zij zijn uitgegeven op basis van voorafgaande toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders, welke toestemming niet ouder mag zijn dan 18 maanden, en het voorkeursrecht bedoeld in artikel 29(1) van de tweede richtlijn is gehandhaafd.

De laatste omschrijving vereist een nadere toelichting. Artikel 29(1) regelt dat aandeelhouders een voorkeursrecht kunnen uitoefenen als nieuwe aandelen worden uitgegeven. Dit voorschrift beoogt te voorkomen dat door die emissie het belang van een aandeelhouder tegen zijn zin verwaart. Lidstaten mogen bepalen dat het voorkeursrecht niet geldt voor zogenaamde preferente aandelen. Lidstaten mogen ook van het voorkeursrecht afwijken als het gaat om uitgifte van aandelen aan werknemers. Nederland heeft beide uitzonderingen opgenomen in artikel 96a van Boek 2 BW.

Nederland kent, buiten Bijlage X van het Fondsenreglement van de AEX, geen voorschriften die het gebruik van bepaalde beschermingsconstructies bij een overnamebod verbieden. In de implementatiewet zal een verbod moeten worden opgenomen op het treffen van beschermingsmaatregelen als omschreven in artikel 8. Veel in Nederland gebruikte beschermingsconstructies zullen door artikel 8 niet verboden worden. De uitgifte van bijvoorbeeld een prioriteitsaandeel of de certificering van aandelen vindt plaats lang voordat een overnamebod wordt gedaan. In de literatuur heeft de lastige opbouw van artikel 8 geleid tot veel discussie over de vraag of bepaalde beschermende maatregelen onder het verbod van artikel 8 vallen. Een voorbeeld is de verwijzing naar artikel 29 lid 1. Onduidelijk is of dit tevens een verwijzing naar de uitzonderingen op dit artikel omvat. Is dat niet zo, dan is alleen een verhoging van het kapitaal door uitgifte van aandelen met voorkeursrecht mogelijk. Is dat wel zo, dan blijft de uitgifte van preferente aandelen zonder voorkeursrecht mogelijk. Andere voorbeelden betreffen de begrippen «actief handelen» en «bestuur». Sommige schrijvers menen dat een zogenaamde call-optie, waarbij het bestuur verplicht is op eerste verzoek van een gerechtigde aandelen uit te geven of te leveren, niet onder het verbod valt, omdat het bestuur geen zelfstandige handeling meer verricht. Anderen menen dat het artikellid dergelijke handelingen wel verbiedt. Ook is gesuggereerd dat het verbod op handelen van het bestuur zich niet uitstrekt tot andere organen van de vennootschap, zoals de raad van commissarissen of een vergadering van prioriteitshouders. Ook de eis dat de uitgegeven aandelen een «blijvende» belemmering moeten zijn, heeft reacties opgeroepen. Verdedigd wordt dat preferente aandelen na inwerkingtreding van het wetsvoorstel beschermingsconstructies geen blijvende belemmering voor de verwerving van zeggenschap behoeven te zijn, omdat artikel 359c een mogelijkheid biedt om dergelijke aandelen te doen intrekken.

De wetgever behoort bij de implementatie duidelijkheid te scheppen. De in de ontwerprichtlijn opgenomen uitzondering voor de uitgifte van bepaalde aandelen moet restrictief worden uitgelegd. In de ontwerp-



richtlijn is beoogd een regeling te treffen voor die gevallen waarin een verbod tot uitgifte van aandelen ertoe zou leiden dat een vennootschap die het voorwerp is van een bod gedurende de looptijd van het bod geen eigen vermogen kan aantrekken. De overwegingen van het richtlijnvoorstel laten zien dat tezelfdertijd bedoeld is de uitgifte van aandelen als methode van bescherming tegen een uitgebracht bod te verbieden. Naar mijn oordeel zal dit ook tot uitdrukking moeten komen in de invoeringswet.

## **10. Overgangsrecht**

De ontwerprichtlijn kent alleen een overgangsregeling voor het handhaven van de in Duitsland bekende concernrechtelijke regeling ter bescherming van minderheidsaandeelhouders. Omdat Nederland de bedoelde regeling niet heeft, is dat voorschrift voor ons niet van belang. In de overwegingen bij de ontwerprichtlijn wordt voorts aangegeven dat de biedplicht in elk geval niet van toepassing is bij belangen die al worden gehouden op het moment dat de ontwerprichtlijn in werking treedt. Andere bepalingen ontbreken.

De nationale wetgever zal nader aandacht moeten schenken aan het overgangsrecht. Het is niet goed voorstelbaar om de uitzondering op de voorschriften rond het verplichte bod te beperken tot die belangen die worden gehouden op het moment van inwerkingtreding van de richtlijn. De richtlijn schept zelf geen rechten, maar schetst kaders die door de nationale wetgever nader moeten worden ingevuld. Pas nadat de verplichtingen uit de richtlijn in de nationale wet zijn opgenomen, kan worden bezien wat moet gebeuren met op dat moment bestaande belangen. Er zal derhalve een nadere regeling komen ter beantwoording van de vraag welke verplichtingen rusten op de houders van grote belangen op het moment dat de uitvoeringswet in werking treedt. Men denke aan de gevallen waarin al een belang wordt gehouden dat groter is dan de te introduceren drempel.

## **11. Verdere procedure**

De richtlijn is nog niet vastgesteld. Zodra een gemeenschappelijk standpunt kan worden bepaald, zal het Europees Parlement in de gelegenheid moeten worden gesteld om advies uit te brengen. De richtlijn zal ingevolge het bepaalde in artikel 254 EG (191oud) in werking treden op de twintigste dag volgend op bekendmaking in het Publicatieblad van de Gemeenschap.

Bij de uitwerking van de verplichtingen uit de richtlijn in nationale wetgeving is een aantal belangrijke vraagpunten te beantwoorden. Uiteraard hangt de verdere invulling van het implementatievoorstel allereerst af van de vraag of – bijvoorbeeld gelet op het advies van het Europees Parlement – nog inhoudelijke wijzigingen in de ontwerprichtlijn worden aangebracht. In het bijzonder over de vraagpunten waar de nationale wetgever eigen keuzes moet maken, zal advies van externe deskundigen en betrokken partijen worden ingewonnen. Ook ervaringen met de regelingen die in verband met de discussie rond corporate governance zijn of worden ingevoerd, kunnen een rol spelen. Men denke aan ervaringen met de registratie van aandelen voor de algemene vergadering (artikel 117 Boek 2 BW) of in voorbereiding zijnde voorstellen rond het agenderen van onderwerpen door aandeelhouders en decharge van bestuur en commissarissen.

De hiervoor gegeven analyse van de ontwerprichtlijn laat inmiddels zien dat het goed mogelijk is het wetsvoorstel beschermingsconstructies te behandelen zonder daarmee in strijd te handelen met de Europeesrechtelijke verplichting om tijdens de behandeling van een ontwerprichtlijn af te zien van de invoering van daaraan tegengestelde voor-

schriften. Zoals hiervoor onder punt 2 aangegeven hecht het kabinet eraan dat de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel doorgang vindt.

De Minister van Justitie,  
A. H. Korthals