

Vergaderjaar 1999–2000

**25 732**

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

**Nr. 12**

### **NADER VERSLAG**

Vastgesteld 25 april 2000

De vaste commissie voor Justitie<sup>1</sup> heeft na kennismaking van de nota naar aanleiding van het verslag nog de behoefte nadere vragen en opmerkingen aan de regering voor te leggen, mede in het licht van de brief van de minister van Justitie inzake het voorliggende wetsvoorstel beschermingsconstructies en de ontwerp EU-richtlijn vennootschapsrecht/overnamebod (Kamerstukken II, 1999–2000, 25 732, nr. 11). Onder het voorbehoud dat de hierin gestelde vragen en gemaakte opmerkingen genoegzaam zullen zijn beantwoord, acht de commissie de openbare behandeling van het wetsvoorstel voldoende voorbereid.

### **ALGEMEEN**

De leden van de PvdA-fractie kunnen zich vinden in de analyse dat de ontwerprichtlijn niet in strijd hoeft te zijn met de behandeling van het voorliggende wetsvoorstel. Deze leden merken evenwel op dat, zoals de minister in de brief stelt, het Europees Parlement nog wijzigingen kan aanbrengen in de definitieve tekst van de richtlijn. Zij vragen daarom of de definitieve vaststelling van de richtlijn niet beter afgewacht kan worden, alvorens de behandeling van het wetsvoorstel wordt voortgezet. Hoeveel vertraging zou dit veroorzaken en wanneer kan een definitief besluit omtrent de richtlijn verwacht worden? De leden van de PvdA-fractie vragen of de algemene beginselen waaraan een overnamebod moet voldoen mogelijk strijdig zijn met een aantal beginselen van het Nederlandse vennootschapsrecht, zoals neergelegd in de art. 8, 92 en 142, Boek 2, Burgerlijk Wetboek (BW). Waarin zou een mogelijke strijdigheid zich uiten? Kan een wijziging van een of meer van de genoemde artikelen een gevolg van de richtlijn zijn? Deze leden vragen tevens of het uitgangspunt van art. 142, waarin bestuur en raad van commissarissen zich moeten richten op het belang van de vennootschap, overeenkomt met het uitgangspunt van art. 3 van de ontwerprichtlijn, waarin wordt gesteld dat het bestuur van de doelwitvennootschap moet handelen in het belang van de hele vennootschap. Zo ja, in welke mate? Wordt in beide gevallen met het «belang van de vennootschap» hetzelfde bedoeld, zo vragen zij, en wordt onder het belang van de vennootschap ook het belang van de aandeelhouders bedoeld? Is de situatie hetzelfde indien de aandeelhou-

<sup>1</sup> Samenstelling:

Leden: Van de Camp (CDA), Biesheuvel (CDA), Swildens-Rozendaal (PvdA), Scheltema-de Nie (D66), Kalsbeek-Jasperse (PvdA), Zijlstra (PvdA), Apostolou (PvdA), Middel (PvdA), Van Heemst (PvdA), voorzitter, Dittrich (D66), ondervoorzitter, Rabbae (GL), Rouvoet (RPF), Van Oven (PvdA), O. P. G. Vos (VVD), Van Wijmen (CDA), Patijn (VVD), De Wit (SP), Ross-van Dorp (CDA), Niederer (VVD), Nicolaï (VVD), Halsema (GL), Weekers (VVD), Van der Staaij (SGP), Wijn (CDA), Vacature (VVD).  
Plv. leden: Balkenende (CDA), Verhagen (CDA), Wagenaar (PvdA), Van Vliet (D66), Arib (PvdA), Duijkers (PvdA), Kuijper (PvdA), Albayrak (PvdA), Barth (PvdA), Hoekema (D66), Karimi (GL), Schutte (GPV), Santi (PvdA), Van den Doel (VVD), Rietkerk (CDA), Rijpstra (VVD), Marijnissen (SP), Buijs (CDA), Van Baalen (VVD), Van Blerck-Woerdman (VVD), Oedayraj Singh Varma (GL), De Vries (VVD), Van Walsem (D66), Eurlings (CDA), Kamp (VVD).

ders overheidsorganen zijn? De ontwerprichtlijn zou bepalingen bevatten die een afwijking mogelijk maken van de verplichting tot het uitbrengen van een bod en van de voorwaarden waaronder het bestuur een overnamepoging mag dwarsbomen. De leden van de PvdA-fractie vragen hoe dit zich verhoudt tot het uitgangspunt van een Europees «level playing field», mede in het licht van de grote financiële belangen die hiermee geëerd gaan. Hoe zal de publicatieplicht in zijn werk gaan en voor welke media zal deze van toepassing zijn? De leden van de PvdA-fractie vragen of lid-staten zelf de drempel mogen bepalen. Aan welk percentage denkt de regering voor Nederland? Hoe verhoudt zich een door sommigen genoemd «control-percentage» van 30% zich tot de 70% zoals bedoeld in het voorliggende wetsvoorstel? Kan de regering een toelichting geven op de verplichting tot het opkopen van extra aandelen zonder dat feitelijke zeggenschap in zicht komt, wat hiervan een gevolg zou kunnen zijn. De leden van de PvdA-fractie vragen of art. 8 van de richtlijn in combinatie met art. 359c betekent dat de uitgifte van beschermingspreferente aandelen toch niet verboden wordt? Zij stellen dat het relatieve gemak waarmee het instrument van de beschermingspreferente aandelen, die immers niet volgestort hoeft te worden, kan worden toegepast in combinatie met de 70%-eis, tot de conclusie zou kunnen leiden dat of de richtlijn of de betreffende wet toch gewijzigd zou moeten worden om de geest van de richtlijn te blijven volgen. Wat is de reactie van de regering hierop?

De leden van de VVD-fractie hebben met veel waardering kennisgenomen van de nota naar aanleiding van het verslag. De richtlijn heeft met betrekking tot de behandeling van het voorliggende wetsvoorstel geleid tot een nadere beschouwing van de raakvlakken van beide documenten. Deze leden willen onder meer aandacht besteden aan de aansluiting van het wetsvoorstel op de richtlijn, zonder overigens vooruit te lopen op een eventuele toekomstige implementatie en daardoor inhoudelijk in te gaan op de richtlijn. In de nota naar aanleiding van het verslag wordt opnieuw een zwaar accent gelegd bij het doel het overleg tussen het bestuur van de doelwitvennootschap en aandeelhouder te bevorderen. De leden van de VVD-fractie vragen de regering nog eens welke onderhandelingsbevorderende handvatten de wet biedt. De aan het woord zijnde leden merken op dat in Nederland lang verzet is geweest tegen het verplichtstellen van een openbaar bod. Het lijkt dat met de aanneming van de richtlijn dat verzet moeten worden gestaakt. Art. 5 van de richtlijn stelt dat, in overeenstemming met het achterliggende doel (de bescherming van de minderheidsaandeelhouder), een aandeelhouder die een bepaalde drempel heeft overschreden en diens gevolge controle heeft verworven, middels een openbaar bod de overige aandeelhouders de gelegenheid moet bieden hun aandelen voor een redelijke prijs te verkopen. Alle betrokken belangen in beschouwing genomen, hechten de leden van de VVD-fractie aan de koppeling tussen eigendom en zeggenschap. Hoewel beschermingsconstructies tijdens «vredestijd» bewezen hebben functionele juridische middelen te zijn, kunnen belangrijke wijzigingen in de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders niet eindeloos door het bestuur van een vennootschap worden genegeerd, zo stellen zij. Deze leden zijn met de regering van mening dat de discussie rond «corporate governance» moet leiden tot een regeling die de gedachte achter de door de commissie-Peters geformuleerde 40 aanbevelingen volgt. Het Nederlandse structuurregime lijkt in vergelijking met het vennootschapsrecht in andere landen de inbreng van het kapitaal te hebben ondergewaardeerd. Internationalisering van de kapitaalmarkten en de emancipatie van aandeelhouders noopt tot een heldere juridische infrastructuur die voorkomt dat markten worden afgeschermd, zo stellen deze leden. De regering doet melding van een onderzoek naar de relatie tussen beschermingsconstructies en economische prestaties van Neder-

landse ondernemingen, waarbij eveneens een vergelijking met buitenlandse ondernemingen zal worden gemaakt. De leden van de VVD vragen in hoeverre aan de resultaten van dat onderzoek een invloedrijke rol kan worden toegekend in de verdere discussie rondom corporate governance. Hangen de economische prestaties van een onderneming niet immers mede af van andere factoren, zoals de fiscale omgeving?

De leden van de VVD-fractie zijn het met de regering eens dat het voorliggende wetsvoorstel zo min mogelijk aanleiding moet geven tot onzekerheid over de vraag of een verzoeker aan de eisen voor ontvankelijkheid voldoet. Zij hebben waardering voor de uitgebreide behandeling van de vragen omtrent de berekeningswijze van de grootte van het kapitaalbelang. Het verontrust hen echter dat uitdrukkelijk wordt gesteld dat emissies na de mededeling van de verzoeker aan de doelwitvennootschap, hoewel zonder invloed op de ontvankelijkheidsvraag, het belang van de verzoeker kunnen verwateren en dientengevolge zullen meewegen bij de beoordeling van het verzoek. Hierdoor lijkt het alsof het opwerpen van nieuwe beschermingsconstructies, in casu het uitgeven van al dan niet preferente aandelen, vruchten kan afwerpen voor de doelwitvennootschap die niet overgenomen wenst te worden. De leden van de VVD-fractie vragen de regering op dit punt een reactie te geven.

Deze leden hebben moeite met de passage aangaande het onverlet laten van de bevoegdheid van de president in kort geding. Zij vragen de regering te onderbouwen welke zwaarwegende gronden de wachttijd van één jaar opzij kunnen zetten. Kan de president eveneens deskundigen benoemen voor het onderzoeken van de voornemens van de verzoeker in de zin van art. 359g? In dit licht vragen deze leden een toelichting op hetgeen de regering stelt met betrekking tot procedures op grond van art. 8 en art. 15 boek 2 BW of met betrekking tot procedures uit onrechtmatige daad.

De ondernemingskamer kan de verzoeker verplichten tot het doen van een bod aan de andere aandeelhouders. Zij heeft dus wel de mogelijkheid, maar niet de verplichting een openbaar bod te laten doen uitbrengen. De leden van de VVD-fractie vragen of op de regeling niet geanticipeerd dient te worden door het doen van een openbaar bod als verplichting op te nemen. In dit kader verwijzen zij naar het artikel van De Kluiver (TVVS 1998 nr. 98/9) die eveneens meent dat het voorliggende wetsvoorstel dient te worden aangepast, zodat de voorziene mogelijkheid van een openbaar bod een verplichting wordt. Hij meent dat invoering van een biedplicht het noodzakelijke complement is bij het afbreken van beschermingsconstructies. Deze leden ondersteunen zijn conclusie en vragen de regering een reactie. Aangezien de ondernemingskamer het doen van een openbaar bod kan verplichten, menen de leden van de VVD-fractie aandacht te moeten vragen voor de berekeningswijze van de prijs van de uitstaande aandelen. Deze aandacht is eveneens gerechtvaardigd omdat deze leden pleiten voor het opnemen van een verplichting tot het doen van een openbaar bod. Op blz. 60 wordt gesteld dat een regeling moet worden getroffen ter bepaling van de prijs die de verzoeker moet betalen, maar dat die vaststelling niet nader in de wet hoeft te worden omschreven. Waar kan dit dan wel worden geregeld? Wil een bod succesvol zijn, dan zal deze in ieder geval boven de beurskoers moeten komen te liggen, zo stellen deze leden. Raaijmakers concludeert dat de biedprijs kan worden vastgesteld op de werkelijke waarde (OR 1999-11, blz.294). Wil de regering aanknopen bij de beurskoers of bij de werkelijke waarde van de aandelen? In het verslag van het voorliggende wetsvoorstel hebben de leden van de VVD-fractie onder meer aandacht gevraagd voor de wachtperiode van één jaar. Deze heeft niet zozeer ten doel de bonafide van de malafide overnemers te onderscheiden, als wel het bestuur van de doelwitvennootschap en de verzoeker tot overleg te dwingen. In het licht van de richtlijn vragen deze leden of een investering in een eventueel openbaar bod verantwoord is, als vervolgens minimaal één jaar gewacht moet worden

op doorbreking van de beschermingsconstructie. De regering stelt in de brief van 5 oktober 1999 (J19990808) de vraag of hierdoor niet de facto juist een aanzienlijke barrière tegen overnames zou worden opgeworpen. Economisch efficiënte overnames zouden, vanwege een te groot financieel risico, geen doorgang vinden. Wat is het standpunt van de regering ten aanzien van de stelling van Solinge en Nieuwe Weme dat die situatie zich niet zal voordoen, aangezien er alleen een biedplicht is indien de zeggenschap wordt verkregen (WPNR 00/6393, p. 172). De leden van de VVD-fractie menen dat zij wellicht voorbij gaan aan het feit dat de zeggenschap, zoals bedoeld in de richtlijn, bij het onderhavige wetsvoorstel geen daadwerkelijke zeggenschap is, vanwege opgetrokken beschermingsconstructies. De leden van de VVD-fractie houden enige huiver voor de lange proceduretijd die vermoedelijk nodig zal zijn om de ondernemingskamer in staat te stellen tot een beslissing te komen. Zij achten het uitgangspunt dat het bestuur van de doelwitvennootschap zich tijdens de wachtperiode redelijk en billijk zal gedragen nogal idealistisch. Deze leden voegen toe dat zij de beantwoording van hun vragen met betrekking tot het artikel van Steins Bisschop onbevredigend achten. Zij zijn van mening dat nagedacht moet worden over instrumenten om het tempo van de onderhandelingen te bevorderen, bijvoorbeeld door het beperken van de wachtperiode tot zes maanden. Tevens valt te overwegen de procedure reeds na zes maanden op te starten en de ondernemingskamer minimaal binnen één jaar uitspraak te laten doen. Wat is het standpunt van de regering ten aanzien hiervan?

De leden van de VVD-fractie achten het verdedigbaar dat het percentage stemrechten dat als zeggenschap kan worden aangeduid, gelijk dient te zijn aan dat percentage stemrechten waarbij zeggenschap wenselijk zou zijn. De mate van zeggenschap conform de richtlijn is aldus niet wezenlijk anders dan de mate van zeggenschap waarbij het voorliggende wetsvoorstel meent dat het negeren van gewijzigde gezagsverhoudingen in de algemene vergadering dient te leiden tot het afbreken van beschermingsconstructies. De leden van de VVD-fractie vragen of het percentage van 70% niet dient te worden verlaagd naar 50%. Zij stellen dat de doctrine en de geest van de regering in het kader van de richtlijn hiernaar verwijzen, en dat een dergelijke grens zou aansluiten bij de systematiek van Boek 2, BW, art. 2:24a. Solinge en Nieuwe Weme stellen dat het ministerie van Financiën eveneens zou denken aan deze grens (NRC Handelsblad 22 juni 1999) en de commissie-Peters noemt in aanbeveling 33 eveneens een drempel van 50%. Deze stellen dat met betrekking tot de zeggenschap drempel de regering in de nota naar aanleiding van het verslag geen wezenlijke beweegredenen noemt voor het 70%-percentage. Op blz. 11 en verder wordt gesteld dat de in het vennootschapsrecht bekende verhoudingen op zich geen reden zijn voor aansluiting bij die verhoudingen. De doelstelling van die verhoudingen verschilt wezenlijk met die achter het wetsvoorstel, zo stellen deze leden. Zij vragen de regering de redenen voor het hanteren van het 70%-percentage te verduidelijken. Het komt de leden van de VVD-fractie voorts voor dat de 70%-drempel geenszins in een realistische verhouding staat tot daadwerkelijke zeggenschap. Er zijn vennootschappen waarbij zeggenschap zich al voordoet bij een percentage van 30%, terwijl de regering zelf stelt dat een zekere zeggenschap ook al aanwezig is bij aandeelhouders die 10% van het kapitaal vertegenwoordigen, gezien hun enquêtemogelijkheid bij de ondernemingskamer. De leden van de VVD-fractie vinden de redenering omtrent de noodzaak van verplichte benoeming van deskundigen niet overtuigend. Mede om in de procedure voor de ondernemingskamer geen onnodige vertraging in te bouwen vragen zij of de beoordeling daarover niet alsnog aan de ondernemingskamer kan worden overgelaten. Hetzelfde geldt met betrekking tot de vraagstelling aan deskundigen.

De leden van de CDA-fractie hebben met belangstelling kennisgenomen van de nota naar aanleiding van het verslag en de brief inzake het voorliggende wetsvoorstel beschermingsconstructies en de ontwerp EU-richtlijn vennootschapsrecht/overnamebod. Zij kunnen zich voorstellen dat de regering een spoedige behandeling van het voorliggende wetsvoorstel, dat een lange voorgeschiedenis heeft, nastreeft. Het treft echter wel de kern van het vennootschapsrecht, wat noopt tot een prudente handelswijze, waarbij een zorgvuldige afweging prevaleert boven snelheid. Dit, en de wijziging van enkele omstandigheden sinds de aanbidding van het voorliggende wetsvoorstel, geeft de CDA-fractie aanleiding tot het stellen van enkele vragen.

De regering stelt in de brief van 2 maart 2000 dat de wettelijke regeling mogelijk niet de geëigende procedure kan blijken te zijn voor doorbreking van beschermingsconstructies in de situatie van een verplicht openbaar bod. De leden van de CDA-fractie hebben in het verslag twijfels geuit, juist met betrekking tot de voorgestelde procedure. De regering stelde dat een en ander een gedegen nadere analyse vergt. Deze leden vragen waarom deze analyse niet eerst wordt uitgevoerd, alvorens een geheel nieuwe procedure in het BW te introduceren. Wil de regering deze analyse alsnog uitvoeren? Welke eventuele afwijkingen kan de regering op voorhand classificeren als hoofdzaak, dan wel bijzaak? Wat zijn de risico's dat deze afwijkingen zich zullen voordoen en hoe groot zijn deze risico's?

De richtlijn kan hangende het geschil tussen het Verenigd Koninkrijk en Spanje inzake de bevoegdheidsbepalingen met betrekking tot Gibraltar niet worden vastgesteld. Wanneer verwacht de regering dat zij wel vastgesteld kan worden, zo vragen de aan het woord zijnde leden. De regering stelt uitstel van de feitelijke implementatie van de richtlijn onnodig en ongewenst is, gelet op de positieve effecten die van het wetsvoorstel worden verwacht. De leden van de CDA-fractie stellen vast dat in Europees verband is afgesproken dat landen als Nederland juist voldoende tijd wordt gegund hun wetgeving aan te passen. In de nota naar aanleiding van het verslag stelt de regering dat het uitermate lastig is de verwachte positieve effecten kwantitatief te onderbouwen. Deze leden hebben hier op zich enigszins begrip voor. De regering heeft echter aangekondigd dat in haar opdracht een onderzoek wordt verricht naar de relatie tussen beschermingsconstructies en economische prestaties van Nederlandse ondernemingen, waarbij ook een vergelijking met buitenlandse ondernemingen zal worden gemaakt. Wanneer wordt dit onderzoek afgerond? Recent kondigden de effectenbeurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs een fusie aan. Bij de totstandkoming van het compromis inzake beschermingsconstructies was de AEX een belangrijke gesprekspartner. Hoe luidt het oordeel van de nieuwe effectenbeurs-combinatie over het voorliggende wetsvoorstel? Verwacht de regering relevante aanpassingen in het beursreglement? Zo ja, welke? Het voorliggende wetsvoorstel hangt samen met de in voorbereiding zijnde Nota inzake het structuurregime, in die zin dat het voorliggende wetsvoorstel de verhouding tussen organen van de structuurvennootschap beïnvloedt. De leden van de CDA-fractie stellen dat het gevaar zou kunnen ontstaan dat een versnipperde aanpak leidt tot onevenwichtigheden in de gebalanceerde verhouding tussen de organen. Is het niet beter nadere «overall» visie te ontwikkelen? Wat is het standpunt van de regering ten aanzien van het oordeel van de Sociaal Economische Raad inzake «corporate governance»?

De leden van de CDA-fractie streven een «stakeholder economy» waarin niet alleen de belangen van de aandeelhouder, maar ook die van werknemers, afnemers, toeleveranciers, het nationale belang en waarden als bijvoorbeeld milieu, mensenrechten, verantwoordelijkheid, kwaliteit van de samenleving, rechtvaardigheid en fatsoenlijk zakendoen in alle openheid tot hun recht komen. Deze leden stellen vast dat er door anderen eveneens aandacht is gevraagd voor de positie van werknemers bij een vijandelijke overnamepoging, en voor de opmerkingen van de gecombi-

neerde commissie vennootschapsrecht van de Nederlandse orde van advocaten en de Koninklijke notariële beroepsorganisatie. De gecombineerde commissie stelde dat er alle aanleiding is in de toets van artikel 359f, eerste lid meer tot uitdrukking te brengen dat met de belangen van anderen, bijvoorbeeld zij die een verweerschrift hebben ingediend, rekening wordt gehouden. Op het verzoek van deze leden de toets op dit punt aan te vullen, antwoordde de regering negatief, door onder meer te stellen dat die belangen ook tegengesteld kunnen zijn aan het belang van de vennootschap. De ondernemingskamer zou hierdoor voor een moeilijke afweging komen te staan. Hoe zal de voorgestelde afweging precies plaatsvinden en hoe zwaar zal de, marginale tot integrale, toetsing door de ondernemerskamer zijn. Vindt de regering een toetsing die rekening houdt met belangen van derden louter een moeilijke afweging of eveneens een onmogelijke? Indien de rechter zich over een vijandige overname moet buigen, is er naar alle waarschijnlijkheid sprake van een fors conflict tussen diverse actoren en belangen. Waarom zou in de toetsing dit conflict niet in volle omvang aan de orde mogen zijn? In hoeverre vindt de regering dat toetsing louter aan het belang van de vennootschap voldoende recht doet aan de visie van het CDA op een «stakeholder economy»?

De leden van de D66-fractie hebben met belangstelling kennisgenomen van de nota naar aanleiding van het verslag en spreken hun waardering uit voor de uitgebreide beantwoording van de regering. Deze leden onderschrijven de doelstelling van het voorliggende wetsvoorstel en de economische analyse die daaraan ten grondslag ligt, zoals verwoord op blz. 8, 9 en met name 20 van de nota naar aanleiding van het verslag. Vanuit het oogpunt van economische ordening onderschrijven zij het voorliggende wetsvoorstel dan ook. Tegelijkertijd hebben deze leden vragen en opmerkingen bij de manier waarop het voorliggende wetsvoorstel de doelstelling van een beter werkende overnamemarkt en daarmee een betere economische ordening probeert te bereiken. De leden van de fractie van D66 vragen de regering opnieuw te bevestigen dat het niet de bedoeling is dat invoering van het voorliggende wetsvoorstel afdoet aan de bestaande mogelijkheden om tegen beschermingsconstructies op te treden. Zij wijzen op de kans dat rechters zullen redeneren dat het voorliggende wetsvoorstel erkenning inhoudt van de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en voor de doorbraak daarvan een regeling bevat. Hierdoor zou voor en gedurende de overlegperiode, voordat maatregelen op grond van dit wetsvoorstel door de ondernemingskamer kunnen worden genomen, geen ruimte meer zijn voor rechterlijk ingrijpen. Deze leden menen dat deze redenering onjuist zou zijn. De leden van de fractie van D66 vinden het percentage van 70% willekeurig. Zij menen dat aanknoping bij een percentage van 66  $\frac{2}{3}$ % eerder voor de hand ligt. Dit percentage biedt op grond van de wet de mogelijkheid aan bindende voordrachten het bindend karakter te ontnemen. Voorts is het als versterkte meerderheid voor statutenwijziging niet gebruikelijk. Het onderscheid tussen kapitaalverschaffing en stemrecht op blz. 33 van de nota naar aanleiding van het verslag overtuigt deze leden niet. De doelstelling van het voorliggende wetsvoorstel is juist om in bepaalde omstandigheden de verbinding tussen kapitaalverschaffing en zeggenschap, lees: stemrecht, te herstellen, wanneer deze door beschermingsconstructies van elkaar zijn gescheiden. Indien zeggenschap aan kapitaalverschaffing zou zijn verbonden, dan zou een vijandige overnemer bij een tweederde meerderheid aan bindende voordrachten de bindendheid kunnen ontnemen. Door een hoger percentage voor ontvankelijkheid te eisen wordt voor een vijandige overnemer in feite een strenger criterium ingevoerd dan de wet of, in veel gevallen de statuten eisen. Dit lijkt deze leden in strijd met de, economische, doelstelling van het wetsvoorstel barrières voor overnames juist weg te nemen. Waarom

prefereert de regering een percentage van 70%, mede in het licht van de hierboven gemaakte opmerkingen?

De leden van de fractie van D66 merken op dat de regering in de nota naar aanleiding van het verslag, meer dan in de memorie van toelichting, de nadruk legt op de functie van de wachtperiode van een jaar om overleg tussen overnemer en doelwitvennootschap te bewerkstelligen. Volgens deze leden ligt de bescherming tegen ongewenste overnames vooral in de beoordeling van de beleidsplannen van de overnemer door de ondernemingskamer en niet in de overlegperiode of de ontvankelijkheidsvereisten. Zij blijven daarom bezwaren houden tegen de wacht- of overlegperiode van een jaar. Deze leden merken nogmaals op dat een vijandige overnemer er belang bij heeft tot overeenstemming te komen, ook zonder een overlegperiode. De SER Fusiecode eist dit en het voorliggende wetsvoorstel bevat in art. 359f, tweede lid een bewijsvermoeden dat een overnemer tot overleg zal aanzetten. Wanneer een overnemer een belang van 70% heeft opgebouwd dan zal bij serieuze overnemers overleg reeds lang hebben plaatsgevonden. Immers, al voordat een belang van 50% is opgebouwd, is er in feite al sprake van een overnamesituatie. Het instellen van een verzoek op grond van art. 359b geeft dan ook aan dat overleg al mislukt is. Gedurende de looptijd van de procedure bestaat bovendien bij de ondernemingskamer reeds de mogelijkheid van verder overleg. In deze omstandigheden is het instellen van een overlegperiode van een jaar voor alle verzoeken een wel zeer bot instrument om het beperkte doel van overleg te bereiken, zo stellen deze leden. Indien bijvoorbeeld een serieuze overnemer reeds bij het verwerven van een belang van ongeveer 30% zijn beleidsvoornemens volledig aan de doelwitvennootschap zou hebben geopenbaard en in overleg zou zijn getreden over een fusie zonder dat dit tot overeenstemming heeft geleid, omdat er bijvoorbeeld verschillen van mening bestaan over het te voeren beleid, dan nog zou deze bona fide overnemer ten behoeve van overleg een jaar moeten wachten. De leden van de fractie van D66 menen dat met name voor een dergelijk geval de overlegperiode van een jaar niet nodig is. Integendeel, zo stellen zij, juist in het geval van een bona fide overnemer zou een snelle oplossing voor zowel de vennootschap als de aandeelhouders van beide vennootschappen beter zijn. Gedurende de overlegperiode bestaat immers een situatie waarin elke handeling van het bestuur van de vennootschap, die de plannen of de belangen van de grootaandeelhouder negatief zou kunnen beïnvloeden, aanleiding kan zijn voor conflicten. Dit zal waarschijnlijk weer resulteren in veel juridische procedures. Voorts weten noch de bij de doelwitvennootschap betrokkenen, noch de bij de overnemer betrokkenen, waaronder werknemers, waar zij aan toe zijn. De overlegperiode werkt voor alle overnames een aanzienlijke barrière op, die de effectiviteit van het voorliggende wetsvoorstel onderuithaalt. In de brief van 5 oktober 1999 stelt de minister dat indien een openbaar bod gedaan zou moeten worden, er gedurende de termijn van een jaar sprake is van een aanzienlijk kapitaalbeslag. Het is de vraag, zo stelt de minister vervolgens, of hierdoor niet de facto een zeer aanzienlijke barrière tegen overnames wordt opgeworpen, hetgeen ertoe kan leiden dat economisch efficiënte overnames geen doorgang vinden, door een te groot financieel risico. De leden van de D66-fractie onderschrijven deze analyse, die naar hun mening vrijwel naadloos aansluit op hun opmerkingen in het verslag daaromtrent. Zij vragen echte waarom deze analyse wel van toepassing zou zijn indien een openbaar bod op 100% van de aandelen moet worden uitgebracht, terwijl zij niet van toepassing is op de overnemer die 70% van de aandelen moet houden om een verzoek als bedoeld in art. 359b te doen. Deze leden zijn van mening dat 70% van het kapitaal van een beursfonds eveneens vrijwel altijd een aanzienlijk kapitaalbeslag opleveren. De leden van de fractie van D66 zijn van mening dat indien de regering erkent dat de overlegperiode van een jaar inderdaad voor alle overnames, ook economisch efficiënte, een barrière opwerpt, dat de regering dan zal

moeten toegeven dat de overlegperiode van een jaar de effectiviteit van het voorliggende wetsvoorstel ondergraaft. Het lijkt deze leden voorts dat de regering in de hierboven aangehaalde passage erkent dat de overlegperiode het risico van de financiering van een overname juist doet toenemen. In de memorie van toelichting wordt echter gesteld dat de overlegperiode echter juist bedoeld is om risicovolle financieringen te ontmoedigen, omdat de regering «asset strippers» met risicovolle financieringen associeert. Het is de vraag of door dit extra risico niet alle vijandige overnames door serieuze ondernemers worden ontmoedigd, terwijl slechts die overnemers die bereid zijn deze risico's te lopen de mogelijkheden van het voorliggende wetsvoorstel zullen benutten.

De leden van de D66-fractie zijn het met de regering eens dat overleg te verkiezen is boven procederen. Het voorliggende wetsvoorstel en andere regelingen bevatten daarvoor reeds «incentives». Indien de regering meent dat deze incentives niet voldoende zijn, dan zou overleg ook op een andere manier bevorderd kunnen worden, waarbij aangesloten kan worden op alle omstandigheden van het geval, zo stellen deze leden. Zij denken daarbij aan de mogelijkheid voor de ondernemingskamer een afkoelingsperiode te gelasten indien een verzoek als bedoeld in art. 359b zou worden ingediend en de doelwitvennootschap aannemelijk kan maken dat onvoldoende overleg heeft plaatsgevonden, of dat onvoldoende informatie is verschaft om een standpunt te bepalen. Gedurende de afkoelingsperiode zou het verzoek aangehouden kunnen worden. Indien echter duidelijk is dat reeds voldoende overleg heeft plaatsgevonden, of dat overleg bij voorbaat kansloos is, dan kan de ondernemingskamer op korte termijn het verzoek behandelen. Een dergelijke afkoelingsperiode zou een snelle beslissing mogelijk maken, hetgeen beter is voor alle betrokken partijen. Het komt de leden van de D66-fractie voor dat indien geoordeeld wordt dat in deze regeling, naast de bepaling in art. 359f, tweede lid onder e, overleg gestimuleerd moet worden, een dergelijke afkoelingsperiode op maat gesneden oplossingen mogelijk maakt die zowel effectiever zijn in het bevorderen van overleg als de effectiviteit van dit wetsvoorstel beduidend minder aantasten. Een dergelijke afkoelingsperiode zou bovendien niet resulteren in een extra beroep op de rechter. Dit wordt immers slechts naar voren gehaald, omdat hoe dan ook een verzoek als bedoeld in art. 359b zal worden gedaan. Voorts zal naar verwachting juist de overlegperiode veel procedures uitlokken, zo stellen deze leden. Heeft, indien voldoende overleg heeft plaatsgevonden voor indiening van een verzoek als bedoeld in art. 359b, een snelle beslissing op een verzoek als bedoeld in art. 359b de voorkeur boven een wellicht nodeloze overlegperiode van een jaar? Biedt de periode voorafgaand aan het verkrijgen van een belang van 70%, alsmede de looptijd van de procedure, niet reeds voldoende tijd voor overleg? Hoe beoordeelt de regering een wijziging van het voorstel de ondernemingskamer de mogelijkheid te geven ten behoeve van overleg een afkoelingsperiode in te stellen, zo vragen de leden van de D66-fractie.

De leden van de D66-fractie wijzen op een aantal mogelijkheden waarmee een vennootschap zich aan de werking van het voorliggende wetsvoorstel zou kunnen onttrekken, of de werking van zou kunnen bemoeilijken. Zo stellen zij dat er de mogelijkheid is een vennootschap zo in te richten dat de beleidsvoornemens van de overnemer in ieder geval zullen moeten voldoen aan de zwaardere toets van art. 359f, derde lid. De «ja, tenzij» opzet van art. 359f, eerste lid, jo 359c zal dan ook vaak niet opgaan. Zoals nu al vaak het geval is, zullen veel vennootschappen niet alleen beschermingsconstructies toepassen die met behulp van art. 359c kunnen worden doorbroken. Zodra een beschermingsconstructie is toegepast die slechts met behulp van artikel 359d kan worden doorbroken, geldt in feite niet meer het «ja tenzij» van de toets van art. 359f, eerste lid jo 359c, maar het «nee, tenzij» van de toets van art. 359f, derde lid jo 359d. In antwoord op vragen van de leden van de D66-fractie stelt de regering dat, teneinde een



vijandige overname te voorkomen, het mogelijk is juist beschermingsconstructies te kiezen die slechts met behulp van de tweede toets kunnen worden opgeheven. Zij meent dat dat in het algemeen niet vaak voorkomt en dat bij de inrichting van een vennootschap andere belangen eveneens meespelen. Deze leden zijn het daarmee eens, maar menen echter dat indien dit voorstel wet zou worden het waarschijnlijk is dat vennootschappen die overwegen naar de beurs te gaan, hun interne structuur mede op basis van deze wet zullen inrichten. In die zin zou juist door het voorliggende wetsvoorstel gekozen kunnen gaan worden voor beschermingsmaatregelen die slechts opgeheven kunnen worden met behulp van de zwaardere toets, een reden waarom deze leden vroegen of beschermingsmaatregelen, die slechts met behulp van art. 359d doorbroken kunnen worden, buiten overnamesituaties eveneens tot minder zeggenschap van aandeelhouders kunnen leiden. Heeft de regering een mening over de gevolgen van het voorliggende wetsvoorstel op de keuzes die ondernemingen maken voor hun interne inrichting? Waarom zouden vennootschappen na invoering niet kiezen voor beschermingsmaatregelen die slechts met behulp van art. 359d opgeheven kunnen worden? Zal bij een overnamestrijd in de praktijk altijd de zwaardere toets door de ondernemingskamer toegepast moeten worden, indien een vennootschap ten minste één beschermingsconstructie heeft die slechts met behulp van art. 359d opgeheven kan worden? Hoe beoordeelt de regering in dat licht de mogelijkheid dat nieuwe beschermingsconstructies uitgevonden zullen worden die in het geheel niet, of slechts met behulp van de zwaardere toets van art. 359d doorbroken kunnen worden? Hoe beoordeelt, zo vragen de leden van de fractie van D66, de regering in dat verband bijvoorbeeld «high/ low voting stock», waarbij aan aandelen met dezelfde economische rechten en dezelfde prijs aanzienlijke verschillen in stemrecht toekomen?

Deze leden denken voorts dat het «ja, tenzij» van art. 359f, eerste lid, eenvoudig te omzeilen zal zijn door beschermingsconstructies niet meer in de moedervennootschap aan te brengen, maar in dochtervennootschappen en/of werkmaatschappijen. Zij stellen vast dat volgens de tekst van het voorliggende wetsvoorstel de uitgifte van beschermingsprefs door een 100% dochter van een naamloze vennootschap slechts doorbroken kan worden met behulp van de zware toets van art. 359d. Het lijkt de leden van de D66-fractie onverdedigbaar dat voor de doorbraak van een beschermingsconstructie bij een 100% dochter de zwaardere toets van 359f, derde lid, geldt, terwijl voor dezelfde constructie bij de moedervennootschap de lichtere toets van 359f, eerste lid, geldt. Zij zouden de regering dan ook willen verzoeken in ieder geval voor die gevallen waarin het een 100% dochter betreft de toets van artikel 359f, eerste lid, toe te laten passen op de in art. 359c genoemde maatregelen en zondig het voorliggende wetsvoorstel aan te passen.

Ten aanzien van dochtermaatschappijen waarvan minder dan 100% in handen van de doelwitvennootschap is ligt de zaak gecompliceerder, zo stellen de leden van de D66-fractie. Zij vragen of het de effectiviteit van het voorliggende wetsvoorstel ten goede komt om, ongeacht de omvang van de deelnemingen van derden in de dochter en ongeacht de aard van deze deelneming in de dochter, de zwaardere toets van art. 359f, derde lid toe te passen. Deze leden menen dat het relatief eenvoudig zal zijn een bevriende derde voor een gering bedrag in een dochter te laten deelnemen om op deze manier de zware toets op de voornemens van een vijandige bidder van toepassing te laten zijn. Hoe beoordeelt de regering de mogelijkheid om op deze manier aan het «ja, tenzij» van art. 359f, eerste lid, te ontkomen? De leden van de D66-fractie zetten vraagtekens bij de rechtvaardiging voor de zwaardere toets bij de doorbraak van beschermingsconstructies bij dochtermaatschappijen. Volgens de regering wordt daarmee misbruik voorkomen van het feit dat de ontvankelijkheidsvereisten niet voor de dochtermaatschappij gelden. Deze leden vragen

hoe een overnemer die reeds 70% van de moedermaatschappij een jaar in handen heeft gehouden, misbruik kan maken van het gebrek aan ontvankelijkheidsvereisten voor het treffen van maatregelen in de dochter. Wanneer zou hiervan sprake zijn? Kan de regering een voorbeeld geven? De leden van de D66-fractie merken op dat wellicht aan de werking van het voorliggende wetsvoorstel ontsnapt kan worden door een buitenlandse dochtermaatschappij onder de Nederlandse moedermaatschappij te brengen en daarin een beschermingsconstructie aan te brengen. In dat verband vragen deze leden of in andere Europese landen zoals België, Luxemburg en Duitsland beschermingsconstructies analoog aan de Nederlandse beschermingsconstructies in een vennootschap mogelijk zijn en doorbroken kunnen worden. In dat geval zou wellicht wel heel eenvoudig aan de werking van het voorliggende wetsvoorstel kunnen worden ontsnapt. De leden van de D66-fractie denken daarbij niet zozeer aan reeds genoteerde vennootschappen, als wel aan vennootschappen die in meerdere landen van Europa genoteerd zullen worden en derhalve relatief vrij zijn in de keuze van de nationaliteit van hun rechtsvorm? Hoe beoordeelt de regering deze mogelijkheid?

De leden van de fractie van D66 vragen of richtlijn 13 niet ook reden moet zijn de overlegperiode van een jaar te heroverwegen en het ontvankelijkheidsvereiste te herzien. Indien de overlegperiode gehandhaafd blijft, zal na implementatie van richtlijn 13 een verplicht openbaar bod dus ook pas na dit jaar moeten worden opgelegd. Hoe beoordeelt de regering de kans dat op grond van Europees recht implementatie geen stand zal houden, indien pas een verplicht openbaar bod uitgebracht hoeft te worden als een jaar lang 70% van de aandelen wordt gehouden? Deze leden verwijzen naar de brief van 5 oktober 1999, waarin de minister stelt dat wellicht dan in strijd gehandeld wordt met de geest van richtlijn 13? Indien de regering verwacht dat het voorliggende wetsvoorstel wellicht na implementatie niet gehandhaafd kan worden, is het dan niet raadzaam daar op te anticiperen?

## **ARTIKELEN**

### **Artikel I**

#### *Artikel 359b*

Op blz. 32 van de nota naar aanleiding van het verslag wordt over de nieuwe formulering van art. 359b, tweede lid, onder c opgemerkt dat de vennootschap zal moeten aantonen dat deze restcategorie van aandelen ter financiering is uitgegeven. De leden van de D66-fractie begrijpen dat de doelwitvennootschap dus van alle klassen aandelen zal moeten aantonen dat deze niet ter bescherming zijn uitgegeven. De voorliggende wettekst lijkt de stelplicht en bewijslast op de overnemer te leggen. Deze leden onderschrijven de analyse van de regering dat de vennootschap het beste over haar eigen aandelen informatie kan verschaffen. Moet deze bewijslastverdeling niet in de tekst worden opgenomen?

Op blz. 43 wordt ingegaan op een vraag van de leden van de D66-fractie over de periode voorafgaand aan het bereiken van de 70%-grens. De regering stelt dat de uitgifte van aandelen voorafgaand aan het bereiken van 70% ontvankelijkheid niet in de weg hoeft te staan. Daarbij wijst zij onder andere op het feit dat op grond van het voorkeursrecht de overnemer gewone volgestorte aandelen kan nemen, om zijn percentage stabiel te houden. Deze leden zijn van mening dat in veel gevallen het bestuur van een vennootschap op grond van art. 2:96a, zesde lid BW de mogelijkheid heeft het voorkeursrecht uit te sluiten. De daarvoor bedoelde machtiging wordt vaak routinematig gevraagd en verkregen door het bestuur van een vennootschap voor een periode van anderhalf tot vijf

jaar. Bestaat derhalve toch niet een mogelijkheid het voor een overnemer moeilijker te maken de 70%-grens te bereiken? Is de regering van mening dat uitgifte van gewone aandelen, waarbij het voorkeursrecht op grond van art. 2:96a, zesde lid is uitgesloten, deze aandelen hoogstwaarschijnlijk kwalificeert als uitgegeven overwegend ter bescherming? Zo nee, zou het antwoord anders luiden als de aandelen tegen een lagere prijs dan de marktwaarde zijn uitgegeven, bijvoorbeeld tegen nominale waarde?

#### *Artikel 359c*

De leden van de D66-fractie vragen hoe prioriteitsaandelen in de maatregelen van art. 359c en 359d passen. Enerzijds stelt art. 359c dat de statuten zodanig gewijzigd kunnen worden dat de algemene vergadering zonder voordracht of goedkeuring bestuurders kan benoemen. Deze leden fractie nemen aan dat daarmee ook een eventueel voordrachtsrecht van de prioriteit aangetast kan en zal worden. Anderzijds wordt op blz. 22 gesteld dat de uitgifte van prioriteitsaandelen slechts door middel van maatregelen zoals bedoeld in art. 359d bestreken worden. Betekent dit dat voordrachtsrechten of andere rechten voor zover deze zien op de benoeming van bestuurders verbonden aan prioriteitsaandelen slechts met behulp van art. 359d aangetast kunnen worden? Vallen rechten, voor zover verbonden aan prioriteitsaandelen, met betrekking tot de benoeming van bestuurders en commissarissen onder art. 359c of 359d?

#### *Artikel 359d*

Begrijpen de leden van de D66-fractie het goed uit blz. 46 dat bijvoorbeeld een contractuele afspraak om tegen nominale waarde aandelen te nemen indien een derde partij een bepaald belang in de vennootschap verwerft niet aangetast kan worden? Immers, een dergelijke uitgifte raakt de interne structuur niet, alhoewel het belang van de grootaandeelhouder ernstig kan verwateren. Zelfs indien de aldus uitgegeven of verkochte aandelen niet meegeteld worden voor de berekening van de 70% kan een overnemer daarvan last hebben, bij voorbeeld indien hij deze aandelen bij een al dan niet verplicht openbaar bod dient op te kopen tegen een, waarschijnlijk, hogere prijs, waardoor de kosten van de overname aanzienlijk toenemen. Wat is de reactie van de regering hierop?

#### *Artikel 359f*

De leden van de D66-fractie vragen of zij uit blz. 52 moeten afleiden dat art. 359f onder a ziet op alle meldingen op grond van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (WMZ), dus eveneens meldingen die geen betrekking hebben op de doelwitvennootschap? Zou het meer voor de hand liggen dit bewijsvermoeden te beperken tot WMZ-meldingen in de doelwitvennootschap, om daarmee sluipovernames te ontmoedigen? Indien dit bewijsvermoeden niet beperkt is tot de doelwitvennootschap, zou enige tijdslimiet moeten gelden?

#### *Artikel 359g*

De regering is uitgebreid ingegaan op de mogelijkheden om op grond van het voorliggende wetsvoorstel tot herziening van het procesrecht voor burgerlijke zaken geheimhouding en/ of vertrouwelijkheid van gegevens te waarborgen. In hoeverre bestaan deze mogelijkheden al?

## **Artikel II**

De leden van de VVD fractie vragen meer helderheid omtrent de overgangsbepaling in artikel II van het voorliggende wetsvoorstel. Het verzoek van een houder van aandelen die al dan niet tezamen met zijn dochterondernemingen ten minste 70% van het geplaatste kapitaal verschaft, kan niet eerder dan één jaar na inwerkingtreding van het wetsvoorstel een verzoek bij de ondernemingskamer indienen. In de nota naar aanleiding van het verslag wordt gesproken over «niet onmiddellijk na de inwerkingtreding». Wat is de reden van deze discrepantie?

De voorzitter van de commissie,  
Van Heemst

De griffier voor dit verslag,  
Kroes