

Vergaderjaar 2000–2001

**25 732**

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

**Nr. 16**

### **NOTA NAAR AANLEIDING VAN HET NADER VERSLAG**

Ontvangen 19 januari 2001

#### **Inleiding**

Met veel belangstelling hebben wij kennisgenomen van de vragen die de leden van de vaste commissie voor Justitie ons deden toekomen. Het verheugt ons dat de uitgebreide beantwoording van de vragen in de nota naar aanleiding van het verslag bij alle fracties op waardering kon rekenen.

De in behandeling zijnde onderwerpen en de discussie op verschillende fronten roepen een behoefte op aan een algemene visie op de rol van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. De leden van de fractie van het CDA vroegen in dat verband of er gevaar bestaat dat een versnipperde aanpak leidt tot onevenwichtigheden. De aan het woord zijnde leden vroegen of het niet beter is een «overall visie» te ontwikkelen.

Met deze leden van de fractie zijn wij van oordeel dat de samenhang tussen verschillende wettelijke en niet-wettelijke, nationale en internationale initiatieven nauwkeurig bewaakt moet worden. In onze brieven van 20 april 1998 (Kamerstukken II, 1997–98, 25 732, nr. 5), 10 mei 1999 (Kamerstukken II 1998–99, 25 732, nr. 8) en 3 maart 2000 (Kamerstukken II 1999–2000, 25 732, nr. 13) zijn wij uitgebreid ingegaan op de benadering van het kabinet ten aanzien van de zogenoemde corporate governance discussie, welke aanpak wij daarbij voorstaan en welke wetgevende initiatieven wij nemen. De discussie betreft de vraag naar de invulling van het bestuur van ondernemingen en de wijze waarop dit bestuur verantwoording aflegt over het gevoerde beleid. Daarbij streeft het kabinet naar een stelsel waarin de betrokken bedrijven tot optimale economische prestaties kunnen komen. Om die te realiseren moet het vennootschapsrecht de leiding van ondernemingen ruimte en prikkels voor een goed functioneren bieden, waarbij een evenwichtige benadering van alle bij de vennootschap betrokken belangen gewaarborgd behoort te zijn. Ook moet de internationale concurrentiepositie van bedrijven goed in het oog worden gehouden.

De gebruikers van het juridisch instrument vennootschap wordt in beginsel ruimte gelaten dit instrument naar eigen inzichten vorm en

inhoud te geven. Door die flexibiliteit kan met internationale ontwikkelingen en behoeften bij de inrichting van een vennootschap naar Nederlands recht rekening worden gehouden. Ook de wet conflictenrecht corporaties, die in de wet neerlegt dat rechtspersonen opgericht naar het recht van een ander land zich in beginsel in Nederland kunnen vestigen, houdt verband met die voorkeur voor flexibiliteit. De juridische vorm van een naamloze of besloten vennootschap biedt ondernemers de mogelijkheid om met een beperkte aansprakelijkheid kapitaal bijeen te brengen ten behoeve van economische activiteiten. Dat vereist verantwoordelijkheidsgevoel tegenover degenen die hun arbeidskracht of vermogen voor die onderneming beschikbaar stellen. Deze direct belanghebbenden hebben recht op openheid en zeggenschap over de wijze waarop met de ter beschikking gestelde middelen wordt omgegaan. De wet grenst de vrijheid van de gebruikers van het instrument nv of bv ook af uit het oogpunt van bescherming van de belangen van verschillende groepen betrokkenen. Men denke aan de kapitaalverschaffers, schuldeisers en werknemers. Rechten en verplichtingen van elk van deze actoren zijn in de wet en de statuten geregeld. Het oordeel over de uitoefening van deze rechten en verplichtingen is uiteindelijk aan de rechter.

De vennootschap heeft ook een eigen belang bij haar continuïteit en groei. Van de hierboven genoemde belanghebbenden wordt verwacht dat zij, in overeenstemming met het bepaalde in artikel 8 van Boek 2 BW, zich bij het nastreven van hun belangen redelijk en billijk opstellen en met dit eigen vennootschappelijk belang rekening houden. De gedachte van het vennootschappelijk belang vinden wij ook terug in de norm voor toezicht en impliciet ook het bestuur: op grond van artikel 140 van Boek 2 BW richten bestuurders en commissarissen zich bij de uitoefening van hun taak naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Met de leden van de fractie van de PvdA zijn wij van oordeel dat dit een van de beginselen van het Nederlands vennootschapsrecht genoemd mag worden.

De rechten en verplichtingen van betrokkenen behoren zoveel mogelijk in evenwicht te zijn. Dat is ook van belang voor het leveren van optimale economische prestaties. Ontbreekt het evenwicht, dan moet worden ingegrepen. Het evenwicht kan worden verstoord doordat van bestaande rechten en verplichtingen onvoldoende gebruik wordt gemaakt of kan worden gemaakt. Wetswijziging kan ook aangewezen zijn als de maatschappelijke opvattingen over de positie van belanghebbenden wijzigen. In de eerdergenoemde brieven hebben wij verschillende punten genoemd, waarop naar ons oordeel verbetering wenselijk is. Met genoegen constateren wij dat hiervoor ook in de Kamer veel aandacht is. De leden van de fractie van de VVD besteedden in hun betoog aandacht aan de internationalisering van de kapitaalmarkten en de emancipatie van de aandeelhouders. Teneinde de betrokkenheid van aandeelhouders bij de gang van zaken in de vennootschap te vergemakkelijken, is de regeling voor het stemmen met behulp van volmachten uitgebreid in de wet registratiedatum (Wet van 2 december 1999, Stb. 518). Thans wordt bezien of deze regeling verdere uitbreiding behoeft om naast het stemmen via volmachten ook een systeem van volmachtverwerving mogelijk te maken. Verder wordt gewerkt aan een wetswijziging die het voor aandeelhouders met een bepaald belang mogelijk maakt onderwerpen aan te dragen voor de algemene vergadering. In voorbereiding is tevens een wetsvoorstel in verband met de openbaarheid van de bezoldiging en het effectenbezit van bestuurders en commissarissen.

Grote ondernemingen zijn steeds minder plaatsgebonden. Vennootschapsrechtelijke stelsels in de verschillende landen concurreren dan ook met elkaar. De vragen van de leden van de fractie van D66 over

de mogelijkheden om aan de werking van het wetsvoorstel te «ontkomen» door gebruik te maken van buitenlandse rechtsvormen, illustreren dit. Een land dat streeft naar een vooraanstaande positie op het internationaal economisch toneel dient bij het invullen van zijn regelingen rekening te houden met gebruiken in de omringende landen. Dat kan op verschillende manieren. Zo is in de brief aan de Kamer van 22 augustus 2000 (Kamerstukken II 1999–2000, 25 732, nr. 15) aangekondigd dat wij in het jaarrekeningrecht in de toekomst nog verder willen aansluiten bij wereldomvattende standaarden, waardoor ondernemingen die hun jaarrekening volgens internationaal aanvaarde standaarden hebben opgesteld, deze eveneens kunnen gebruiken voor het informeren van belanghebbenden hier te lande. Nederland staat overigens niet alleen in de overtuiging dat het rechtstelsel ook internationaal goed bruikbaar moet zijn. In een groot aantal landen is recent regelgeving aangepast of wordt onderzocht of de regels (nog) voldoen aan de huidige behoeften, normen en waarden. Voor een overzicht zie het rapport van de OESO stuurgroep Corporate Governance, Trends in Corporate Governance, van 6 juni 2000 (DAFFE/CA/CG(2000)1).

Naar het oordeel van het kabinet heeft het Nederlandse systeem van het vennootschapsrecht zijn waarde bewezen, ook doordat het is aan te passen aan bovengenoemde ontwikkelingen. Ook regelingen die als typisch Nederlands worden omschreven, zoals de structuurregeling, stuiten internationaal niet op wezenlijke bezwaren. In het aan de Kamer op 20 april 2000 toegezonden onderzoek «Zeggenschapsverhoudingen in Nederlandse beursvennootschappen» constateren de onderzoekers Honée en Timmerman dat veel internationale ondernemingen vrijwillig afzien van een beroep op vrijstelling van de toepassing van de structuurregeling. Ook de aanbevelingen van de commissie Peters zijn goed toepasbaar gebleken bij structuurvennootschappen. Het kabinet heeft de Sociaal-Economische Raad (hierna: SER) verzocht een advies uit te brengen over de criteria voor de verplichte toepassing van de regeling en het correctiemechanisme bij slecht functionerende commissarissen. De SER heeft de commissie structuurregeling ingesteld onder voorzitterschap van de heer Wijffels. De SER heeft voorts bij brief van zijn voorzitter van 21 augustus 2000 (Kamerstukken II, 1999–2000, 25 732, nr. 14) aan de Kamer laten weten, dat bij de beschouwingen ook zullen worden betrokken de vragen omtrent samenstelling en benoeming van de raden van commissarissen. In zijn brief geeft de voorzitter aan dat de SER geen termen ziet om te adviseren over onderwerpen waarover hij al eerder adviseerde of over het onderhavige wetsvoorstel. Het advies van de SER wordt begin 2001 verwacht.

Naast verbetering van de gang van zaken bij de algemene vergadering van aandeelhouders, en de overige in de brieven aangekondigde initiatieven, is naar ons oordeel ook het gebruik van beschermingsconstructies aan herwaardering toe. Daarop ziet dit wetsvoorstel.

De leden van de fractie van de PvdA konden zich vinden in de analyse van de ontwerprichtlijn inzake het openbaar bod op aandelen. Deze leden vroegen of het, gelet op de mogelijkheid dat de tekst van de ontwerprichtlijn nog wijzigingen ondergaat, toch niet beter zou zijn met de behandeling van het wetsvoorstel te wachten op vaststelling van de richtlijn. Deze leden wilden weten hoeveel vertraging dit zou veroorzaken en wanneer een definitief besluit omtrent de richtlijn verwacht kan worden. Ook de leden van de fractie van CDA wilden weten wanneer de richtlijn vastgesteld zou kunnen worden.

In de hierboven genoemde brief van 3 maart 2000 deden wij u verslag van de stand van zaken met betrekking tot het ontwerp voor een Dertiende

richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het overnamebod (hierna: de ontwerprichtlijn). Een gemeenschappelijk standpunt van de Raad en de Commissie kon op 19 juni 2000 worden vastgesteld. Bij dat gemeenschappelijk standpunt is een officiële vertaling beschikbaar gekomen van de ontwerprichtlijn. Daarin zijn de artikelen herschikt en vernummerd. Het voorstel wordt thans in tweede lezing behandeld door het Europees Parlement. Het Parlement heeft een rapporteur benoemd, die op 13 oktober 2000 een rapport heeft opgesteld. Het rapport bevat een aantal voorstellen voor amendementen. Het Europees Parlement heeft in een stemming op 12 december 2000 een aantal amendementen aanvaard. Thans zullen Parlement, Raad van Ministers en Commissie in overleg moeten treden over de vraag of de door het Parlement voorgestelde wijzigingen ook voor Raad en Commissie aanvaardbaar zijn. Daarvoor zal ook overleg in raadswerkgroepen tussen (vertegenwoordigers van) de Raad van Ministers en de Commissie nodig zijn. Het is aan de Voorzitter van de Raad van Ministers om te bepalen op welke termijn dit overleg plaatsvindt. Voorzitter is thans Frankrijk; vanaf 1 januari 2001 wordt het voorzitterschap vervuld door Zweden. Wij kunnen dan ook niet aangeven of, in welke vorm en wanneer de ontwerprichtlijn wordt vastgesteld.

In de literatuur is betoogd dat elementen van de ontwerprichtlijn nu reeds zouden kunnen worden ingevoegd in het voorliggende wetsvoorstel. Men is het daarbij – soms vergaand – oneens over de aard en de wenselijkheid van voorgestelde wijzigingen. Andere auteurs menen dat het beter is de behandeling van het wetsvoorstel voort te zetten. De veelheid van opinies laat zien dat implementatie van de richtlijnvoorschriften niet eenvoudig zal zijn. Het ontwerp kent vrij algemene formuleringen, geeft relatief veel vrijheid aan de nationale wetgever, zeker in vergelijking met andere vennootschapsrichtlijnen, en werpt een aantal lastige vragen op. Datzelfde zou gelden voor een aantal amendementen, indien deze door het Parlement worden aanvaard. Nederland heeft daarom verzocht om een implementatietermijn van vier jaar. De keuze die thans voorligt, is óf wachten op de totstandkoming van de richtlijn en naar aanleiding daarvan een wetsvoorstel indienen, waarbij zonedig tevens de beschermingsconstructies worden behandeld; óf de behandeling van deze regeling voortzetten en zonedig bij implementatie van de richtlijn die wettelijke regeling aanpassen. Gelet op de thans gevoelde behoefte aan een regeling voor beschermingsconstructies hebben wij gekozen voor een gescheiden behandeling.

De leden van de PvdA-fractie vroegen of de in de ontwerprichtlijn verwoorde algemene beginselen waaraan een overnamebod moet voldoen, strijdig zouden kunnen zijn met een aantal beginselen van het Nederlands vennootschapsrecht. Zij wezen op de artikelen 8, 92 en 140 van Boek 2 BW en vroegen zich af of deze artikelen onder invloed van de ontwerprichtlijn wijzigingen zouden ondergaan. De leden van de PvdA vroegen in dit verband of onder het belang van de hele vennootschap hetzelfde moet worden verstaan als «het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming» in artikel 140. De aan het woord zijnde leden vroegen zich voorts af of dat anders zou zijn in gevallen waarin de overheid aandeelhouder is.

Een van de in de inleiding van deze nota genoemde beginselen van het Nederlands vennootschapsrecht is dat de vennootschap de juridische vorm is van een onderneming die een maatschappelijke functie vervult. Deze institutionele gedachte wordt nader ingevuld door artikel 140, dat de raad van commissarissen (en aldus eveneens het bestuur) de taak geeft om te handelen in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Die gedachte vinden we ook terug in de

ontwerprichtlijn. In de overwegingen wordt nadrukkelijk aangegeven dat het bestuur moet handelen «in het belang van de hele vennootschap». De opvattingen van de lidstaten over wat dat belang precies inhoudt, lopen uiteen. In sommige landen is men van oordeel dat het belang van de vennootschap samenvalt met het belang van de aandeelhouders. Andere lidstaten, waaronder Nederland, kennen een benadering met institutionele kenmerken. De Europese Commissie, van wie het richtlijnontwerp afkomstig is, beoogde niet het vennootschapsrecht ook op dit punt te harmoniseren. Wel wilde de Commissie duidelijk maken dat niet slechts het eigen belang van het bestuur de doorslag mag geven. Daarom is gekozen voor de bepaling dat het belang van de vennootschap *als geheel* moet prevaleren. Iedere lidstaat kan deze norm naar behoeven nader invullen. Naar ons oordeel behoeft die invulling niet te leiden tot wijziging van artikel 140. Ook de artikelen 8 en 92 worden door de ontwerprichtlijn niet geraakt. Artikel 8 bepaalt, kortweg, dat de betrokkenen bij de vennootschap zich jegens elkaar redelijk en billijk moeten gedragen. Deze norm, die ook elders in het burgerlijk recht een centrale rol speelt, wordt door de ontwerprichtlijn niet in twijfel getrokken. Artikel 92 bepaalt dat de vennootschap aandeelhouders in gelijke omstandigheden gelijk moet behandelen. Dit «gelijkheidsbeginsel» is gebaseerd op artikel 42 van de tweede vennootschapsrichtlijn (Tweede richtlijn van de Raad van 13 december 1976, nr. 77/91/EEG, PbEG nr. L 26/1 van 31 januari 1977) en verwoordt aldus ook een Europese gedachte. De ontwerprichtlijn maakt gewag van een «gelijkwaardige» en niet van een «gelijke» behandeling. Naar onze overtuiging behoeft hieraan niet de conclusie te worden verbonden dat Europa het beginsel van gelijke behandeling in het vennootschapsrecht niet langer omarmt. De term is uitsluitend gebruikt om tot uitdrukking te brengen dat de praktijk in enkele lidstaten, dat een zogenoemde pakketvergoeding kan worden betaald, gehandhaafd kan worden. Een pakketvergoeding is een betaling van een premie over de biedprijs in ruil voor de verkrijging van controle over de vennootschap. Wij hebben dan ook niet het voornemen om het algemene beginsel van artikel 92 te herzien. Dat is niet anders wanneer de overheid (mede) aandeelhouder is.

De leden van de fractie van de PvdA signaleerden dat de ontwerprichtlijn bepalingen zou bevatten die een afwijking mogelijk maken van de verplichting tot het uitbrengen van het bod en van de voorwaarden waaronder het bestuur een overnamepoging mag dwarsbomen. Zij vroegen hoe zich dit verhoudt tot het uitgangspunt van een Europees «level playing field», mede in het licht van de grote financiële belangen die hiermee gepaard gaan.

De ontwerprichtlijn bevat een aantal afwijkingen van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod. Zo is geen sprake van een verplichting als er al vrijwillig een openbaar bod is uitgebracht. Het voorschrift ziet op het geval van een kapitaalverschaffer die door het uitbrengen van een vrijwillig openbaar bod controle over de vennootschap verwerft. Door het vrijwillige bod werd de overige aandeelhouders gelegenheid geboden om uit te treden, zodat zo'n bod volgens de voorschriften van de ontwerprichtlijn niet opnieuw behoeft te worden gedaan. Deze regel geldt voor alle lidstaten en heeft daarom geen gevolgen voor het beoogde level playing field. Een andere afwijking staat in artikel 5 lid 3. Het gaat hier niet om een alternatief voor het verplichte openbaar bod, maar om een overgangsregeling voor een lidstaat die op dit moment een afwijkende overnameregeling heeft. Het artikellid bepaalt dat deze regeling nog één jaar na de datum waarop de richtlijn moet zijn omgezet, mag worden toegepast. Aan het einde van dat jaar moet ook die lidstaat het verplichte bod hebben geïntroduceerd.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen hoe de publicatieplicht in zijn werk zal gaan en voor welke media deze van toepassing zal zijn.

Hoofdstuk I van de SER-fusiegedragsregels 1975 bevat onder meer bepalingen over de procedurele gang van zaken bij een openbaar bod. Inmiddels is bij de Kamer ingediend het voorstel tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Kamerstukken II 1999–2000, 27 172, nrs. 1–4) dat beoogt de bepalingen van hoofdstuk I een wettelijke basis te geven. De publicatieregels staan dan in het Besluit toezicht effectenverkeer zoals dat na de wetwijziging zal luiden. Bij brief van 11 oktober 2000 (Kamerstukken II, 2000–2001, 27 172, nr. 5) is ter informatie het concept voor deze algemene maatregel van bestuur aan de Kamer gezonden. In artikel 9a van het ontwerp-besluit is bepaald dat indien een openbare mededeling is vereist hieraan wordt voldaan door publicatie van die mededeling in een landelijk verspreid dagblad. Mocht onverwijld een openbare mededeling vereist zijn, dan wordt daaraan voldaan door een persbericht.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen of lidstaten zelf de drempel mogen bepalen en aan welk percentage Nederland denkt.

In de regeling van de ontwerprichtlijn zoals deze nu luidt, mogen lidstaten zelf bepalen bij welk percentage van de stemrechten de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op de overige uitstaande aandelen ontstaat, zo kunnen wij de leden van de PvdA antwoorden. Het kabinet heeft in de eerder genoemde brief van 3 maart 2000 aangegeven dat de gedachtevorming over dat percentage nog niet is voltooid, maar dat er in beginsel drie mogelijkheden zijn om het begrip «controle» in de ontwerprichtlijn te definiëren. Ten eerste kan een verplichting tot het uitbrengen van een bod worden gekoppeld aan feitelijke zeggenschap. Er moet dan sprake zijn van een 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 «controle» is verworven. Daarmee wordt een fictie voor het begrip overwegende zeggenschap gecreëerd. Men kan overigens ook – naast stemrechten – voor overschrijding van een bepaald kapitaalbelang 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 «controle» 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 «controle» verwerft. Bij de implementatie van de richtlijn zullen de voor- en nadelen van elk van deze oplossingen tegen elkaar moeten worden afgewogen.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen hoe een percentage van 30 zich verhoudt tot het percentage van 70 dat in het onderhavige voorstel een rol speelt. Zij voegden daaraan de vraag toe of wij een toelichting kunnen geven op een verplichting tot het opkopen van extra aandelen zonder dat feitelijke zeggenschap in zicht komt. Ook de leden van de fractie van de VVD vroegen hiervoor aandacht. Deze leden vroegen in het bijzonder of een investering in een eventueel openbaar bod verantwoord is, als vervolgens minimaal een jaar gewacht moet worden op doorbreking van de beschermingsconstructies. Zij wezen op het artikel van Van Solinge en Nieuwe Weme (WPNR 6393), en meenden dat schrijvers stellen dat die situatie zich niet zal voordoen, omdat er alleen een biedplicht is als



zeggenschap wordt verkregen. De aan het woord zijnde leden meenden dat schrijvers wellicht voorbijgaan aan het feit dat zeggenschap als bedoeld in de richtlijn geen daadwerkelijke zeggenschap is, vanwege de opgetrokken beschermingsconstructies.

Hier past een zorgvuldig onderscheid. Het wetsvoorstel ziet op de situatie dat er een kapitaalverschaffer is die ten minste 70% van het kapitaal verschaft. De wijze waarop hij zijn belang in het kapitaal van de vennootschap heeft opgebouwd, is voor het voorstel in beginsel niet van belang. Wel van belang is dat de kapitaalverschaffer ondanks die 70% geen overwegende invloed heeft op het beleid van de vennootschap in kwestie. Men denke aan het recht tot benoeming van bestuurders of om een besluit te nemen over de winstbestemming. De statuten van een vennootschap kunnen bepalen dat dergelijke besluiten worden genomen door een ander orgaan, veelal het bestuur of de raad van commissarissen of door de houder van een prioriteitsaandeel. Door certificering kan een rol zijn weggelegd voor het bestuur van een stichting administratiekantoor. Het wetsvoorstel beoogt de invloed op zo'n besluit weer bij de algemene vergadering van aandeelhouders, en daarmee de kapitaalverschaffer, te leggen. De ontwerprichtlijn geeft regels voor een andere situatie. Hier is sprake van aankoop ter beurze van een zodanig pakket aandelen dat de verkrijger van deze aandelen de controle over de vennootschap zal verwerven. Het verwerven van de controle brengt met zich dat beslissende invloed kan worden uitgeoefend op besluiten. De grootaandeelhouder zal daarbij, binnen de grenzen die artikel 8 stelt, zijn eigen belang kunnen nastreven. Dat kan nadelige gevolgen hebben voor de minderheidsaandeelhouders. Gedacht kan worden aan de mogelijkheid dat de grootaandeelhouder besluiten neemt die voor de minderheidsaandeelhouders nadelig uitpakken. Er kan ook sprake zijn van afgenomen liquiditeit, waardoor de minderheidsaandeelhouders moeilijker hun aandelen van de hand kunnen doen en/of deze alleen tegen een lagere prijs kunnen verkopen. De ontwerprichtlijn stelt daarom dat de houder van een controlerend belang de overige aandeelhouders de mogelijkheid tot uittreding moet bieden. De ontwerprichtlijn legt geen eenvoudige definitie of een percentage van de stemrechten vast, omdat de Europese regelgever heeft geconstateerd dat zeggenschaps- en controleverhoudingen binnen vennootschappen in de lidstaten sterk verschillen. De door de leden van de PvdA beschreven situatie dat men verplicht is extra aandelen te kopen zonder dat feitelijke zeggenschap in beeld komt, is, zoals ook van Solinge en Nieuwe Weme hebben opgemerkt, niet wenselijk. Dat zeggenschap als bedoeld in de richtlijn geen «echte» (juridische of economische) zeggenschap zou zijn, zoals de leden van de fractie van de VVD vrezen, ligt gelet op de doelstelling van de richtlijn niet voor de hand. De ontwerprichtlijn spreekt over «controle». Van een verplichting zou in de gedachte van de opstellers van de ontwerprichtlijn sprake zijn als de minderheidsaandeelhouders worden geconfronteerd met een andere machtsverhouding in de vennootschap, omdat een aandeelhouder controle verwerft. Dit overwicht kan hij gebruiken teneinde beslissingen door te drukken ten detrimente van de overige aandeelhouders. Ook kan hierdoor de liquiditeit van de handel in het aandeel afnemen. Is er geen wijziging van invloed of vermindering van de liquiditeit, dan behoeft de minderheidsaandeelhouder deze meerderheidsaandeelhouder ook niet te vrezen. De Nederlandse wetgever zal vorm moeten geven aan die uitgangspunten, waarbij ook de positie van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht aandacht verdient. Bedacht moet voorts worden dat de verplichting tot het opkopen van aandelen niet ontstaat door een gebeurtenis die buiten de wil van de betreffende aandeelhouder ligt. Een wettelijke regeling die een aandeelhouder onvrijwillig verplicht een belangrijke investering te doen zonder daarvoor iets «terug te krijgen», zou terecht op bezwaren stuiten. In de voorgestelde richtlijn wordt door verschillende

voorschriften bewerkstelligd dat uitsluitend het door eigen toedoen verwerven van controle zal moeten leiden tot die verplichting. De grootaandeelhouder die controle over een vennootschap wil verwerven, zal zich goed rekenschap moeten geven van de stappen die hij daarbij wil en moet zetten. In Nederland wordt daarbij waarde gehecht aan voorafgaand overleg tussen de overnemer en de doelwitvennootschap. Doorgaans zullen overnemer en het bestuur van de doelwitvennootschap bezien of zij tot overeenstemming kunnen komen. In dat geval is sprake van een vriendelijke overname en wordt niet langer gebruik gemaakt van de beschermingsconstructies. De overnemer die er voor kiest om niet te overleggen, maar eenzijdig door aankopen ter beurze de drempel overschrijdt, weet dat het passeren van de drempel leidt tot een verplichting om een openbaar bod uit te brengen. Daarmee schept hij een overname-situatie waarin hij de doelwitvennootschap de mogelijkheid ontnemt om met hem tot een vergelijk te komen. Schrapping van de eis van een jaar in het geval van zo'n vrijwillige overschrijding van de drempel zou betekenen dat de overnemer onvoldoende wordt aangespoord tot overleg of geen moeite doet om tot overeenstemming te komen. Dat zou minder wenselijk zijn.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen of artikel 8 (thans 9) van de ontwerprichtlijn in combinatie met artikel 359c betekent dat de uitgifte van beschermingspreferente aandelen toch niet verboden wordt. Deze leden stelden daarbij dat het relatieve gemak waarmee het instrument van de beschermingsprefs (die niet volgestort behoeven te worden) kan worden toegepast in combinatie met de 70% eis tot de conclusie kan leiden dat of de richtlijn of de wet moet worden gewijzigd om de geest van de richtlijn te blijven volgen. Zij vroegen onze reactie hierop.

In de wetenschappelijke literatuur is over de mogelijke uitleg van artikel 8-oud (thans 9) in verband met de uitgifte van beschermingspreferente aandelen een discussie ontstaan, die zich concentreert op de vraag naar de precieze betekenis van het voorschrift dat het bestuur zich dient te onthouden van «handelingen die het bod kunnen dwarsbomen, in het bijzonder van het uitgeven van aandelen die voor de bieder een blijvende belemmering kunnen vormen om controle te verwerven». Men denkt in het bijzonder aan die gevallen waarin aan een bevriende derde een recht wordt toegekend om aandelen te nemen op een moment dat door die bevriende derde wordt bepaald. Vaak is de derde een stichting met als doel het bevorderen van de continuïteit van de onderneming. Artikel 359c biedt de verzoeker de mogelijkheid om deze aandelen te doen intrekken. Het artikel bepaalt niets over de rechtsgeldigheid van de afspraak of over de plaatsing zelf. De uitgifte van dergelijke aandelen wordt door artikel 359c dus niet verboden. Artikel 359b lid 2 bepaalt dat beschermingsaandelen niet meetellen voor de berekening van het percentage van 70. Van niet-volgestorte aandelen bepaalt de wet dat deze als beschermend worden beschouwd; bij volgestorte aandelen is het in beginsel aan de vennootschap om aan te tonen dat zij niet ter bescherming zijn uitgegeven. Gelet op lid 2 kunnen beschermingsaandelen niet worden uitgegeven om de ontvankelijkheid van de verzoeker teniet te doen.

De leden van de fractie van de VVD spraken hun waardering uit voor de nota naar aanleiding van het verslag. De aan het woord zijnde leden gaven aan dat de ontwerprichtlijn bij hen tot nadere beschouwingen had geleid. Hoewel zij met ons niet wilden vooruitlopen op een eventuele toekomstige implementatie, hadden zij wel enkele vragen. Zo signaleerden deze leden dat de nota naar aanleiding van het verslag opnieuw een zwaar accent legt op de verplichting van de kapitaalverschaffer en het bestuur van de doelwitvennootschap om te onderhandelen. Zij vroegen



ons nog eens aan te geven welke aanvullende onderhandelingsbevorderende handvatten de wet biedt.

In het verslag gaven de aan het woord zijnde leden aan, dat zij kunnen instemmen met de gedachte dat tussen de kapitaalverschaffer en de doelwitvennootschap eerst een onderhandelingsproces tot stand behoort te komen. Slechts wanneer partijen in een patstelling geraken, zal de rechter de knoop moeten doorhakken. In de nota naar aanleiding van het verslag hebben wij ons aangesloten bij de verwachting van de leden van deze fractie dat het voorstel aan dat klimaat van onderhandelen zal bijdragen. Ook elders beoogt de wet overleg tussen partijen te bevorderen. Men denke aan de Wet op de ondernemingsraden die regelmatig overleg tussen ondernemer en ondernemingsraad voorschrijft of aan de regels rond het aan een openbaar bod voorafgaande overleg met het bestuur van de doelwitvennootschap, die thans nog zijn neergelegd in artikel 4 (hoofdstuk I) van de SER-fusiegedragsregels 1975. Het eerder genoemde voorstel tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer (Kamerstukken II, 2000–2001, nrs. 1–5) zal de bepalingen van hoofdstuk I krachtens de zogenoemde één-op-één benadering zonder inhoudelijke aanpassingen in de wet opnemen. In een breder verband kan men ook denken aan de voorschriften waar bij conflicten rond de vennootschap eerst overleg wordt geëist, zoals de ontvankelijkheidseisen voor het verkrijgen van verlof door een aandeelhouder voor het doen bijeenroepen van een algemene vergadering of de regeling van het enquêterecht, waar degene die een enquête wenst, eerst het bestuur van de vennootschap op de hoogte moet stellen van zijn bezwaren tegen het gevoerde beleid.

De leden van de fracties van de VVD en het CDA vroegen naar de resultaten van het door ons aangekondigde onderzoek naar de relatie tussen zeggenschapsvormen en economische prestaties in internationaal perspectief. De leden van de fractie van de VVD vroegen in hoeverre de resultaten van dergelijk onderzoek een basis kunnen vormen voor beleid. De aan het woord zijnde leden vroegen zich in dit kader af of de economische prestaties van een onderneming niet ook afhangen van andere factoren.

Bij brief van 20 april 2000 hebben wij aan de Kamer twee onderzoeken aangeboden naar zeggenschapsverhoudingen in Nederlandse vennootschappen. Doel van het eerste onderzoek was een scherper inzicht te verkrijgen in de huidige zeggenschapsverhoudingen. De onderzoekers Honée en Timmerman zijn er in geslaagd een actueel beeld te verschaffen van de structuren van de vennootschappen waarvan effecten in Nederland ter beurze genoteerd zijn. Het tweede onderzoek beoogde een antwoord te krijgen op de vraag of de financiële prestaties van ondernemingen gerelateerd zijn aan de zeggenschapsverhoudingen binnen die onderneming. Uit dit onderzoek, dat is verricht door Moerland en Van Helleman, blijkt dat het vaak niet goed mogelijk is verband te leggen tussen zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van de onderneming. Om statistisch verantwoorde conclusies te kunnen trekken, moeten onderzoekers kunnen beschikken over een representatieve hoeveelheid gegevens die over een langere periode wordt verzameld. Wij zijn met de leden van de fractie van de VVD van mening dat de economische prestaties van ondernemingen verband houden met een groot aantal factoren. Daarom blijkt het trekken van algemene conclusies moeilijk. Bij de aanbidding van de onderzoeken aan de Tweede Kamer gaven wij daarom uitdrukkelijk aan, dat voorzichtigheid moet worden betracht met het trekken van beleidsmatige conclusies uit dergelijke onderzoeken.

De leden van de fractie van de VVD vroegen naar de situatie wanneer na het moment waarop de verzoeker kennis heeft gegeven van zijn belang

van 70%, dit belang door emissies verwatert. In het wetsvoorstel zijn dergelijke emissies niet van belang voor de ontvankelijkheidsvraag, maar, zo signaleert de fractie, ze kunnen wel meewegen bij de beoordeling van het verzoek. Zij vroegen zich af of de regering bedoelt dat het emitteren van beschermingsaandelen vruchten kan afwerpen.

In de memorie van toelichting en de nota naar aanleiding van het verslag wordt aangegeven dat het voorstel niet wil bevorderen dat de doelwitvennootschap die met een serieuze overnemer wordt geconfronteerd, (aanvullende) beschermingsmaatregelen treft en afwacht. Naast overleg met de mogelijke overnemer zal ook de gewone bedrijfsuitoefening in die periode moeten voortgaan. Daarbij kan ook sprake zijn van een emissie, bijvoorbeeld om een reeds ophanden zijnde aankoop van een bedrijfs-onderdeel te financieren. Zo'n emissie heeft op grond van artikel 359b geen gevolgen voor de ontvankelijkheid van verzoeker, maar de ondernemingskamer zal met de aanwezigheid van andere aandeelhouders bij de toewijzing van het verzoek wel rekening kunnen houden.

De leden van de fractie van de VVD hadden bezwaren tegen de rol die de president in kort geding is toegedacht. Deze leden vroegen te onderbouwen op grond van welke zwaarwegende redenen de wachttijd van één jaar opzij kan worden gezet, en of de president in kort geding ook deskundigen kan benoemen. In het verslag wordt door verschillende fracties ook aandacht gevraagd voor de verhouding tussen deze procedure en reeds bestaande mogelijkheden. Daarbij werd gevraagd naar het gevaar van samenloop met de rechtsmiddelen op de voet van het vennootschapsrecht (artikel 8 jo. 15 boek 2 BW) of het algemeen verbintenissenrecht (in het bijzonder de verbintenis uit onrechtmatige daad, artikel 6:162 BW).

Met de passage aangaande het onverlet laten van de bevoegdheid van de president in kort geding is niet bedoeld dat de president een rol heeft als het gaat om de onderhavige procedure. De procedure uit hoofde van artikel 359b kan uitsluitend worden gevoerd voor de ondernemingskamer. Een kort geding procedure zou zich ook niet goed lenen voor het benoemen van deskundigen. De nieuwe wettelijke regeling staat niet in de weg aan bestaande mogelijkheden om besluiten van vennootschapsorganen te doen vernietigen wegens strijd met hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt vereist. De artikelen 8 en 15 geven regels voor gedragingen die zich in de sfeer van de vennootschap afspelen. Bevoegd tot het instellen van een vordering op deze grondslagen is degene die krachtens de wet of de statuten bij de organisatie van de vennootschap betrokken is, bijvoorbeeld de individuele aandeelhouder. Het vermogensrecht geeft in de artikelen 6:2, 6:162 en 6:248 soortgelijke regels voor externe gedragingen van de vennootschap, jegens bijvoorbeeld zijn crediteuren. De vordering kan worden ingesteld in een zogenoemde bodemprocedure waarvoor de gewone bevoegdheidsregels van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering gelden. Ook kunnen op grond van de bestaande regels aan de president in kort geding voorlopige voorzieningen worden gevraagd.

De leden van de fractie van de VVD signaleerden dat artikel 359h aan de rechter wel de mogelijkheid, maar niet de verplichting oplegt om te bepalen dat een openbaar bod moet worden uitgebracht. Deze leden ondersteunden de conclusie van De Kluiver in TVVS 1998/9, dat de biedplicht als noodzakelijk complement van het afbreken van beschermingsconstructies moet worden gezien, en dus verplicht zou moeten zijn.

In zijn artikel geeft De Kluiver aan, dat (ook) minderheidsaandeelhouders aan beschermingsconstructies een zekere bescherming ontlenen tegen een grootaandeelhouder. Die constructies weerhouden die groot-

aandeelhouder ervan een besluit door te drukken dat voor de minderheidsaandeelhouders nadelen zou hebben. Het doen opheffen van beschermingsconstructies houdt dan in dat de minderheidsaandeelhouder wordt geconfronteerd met een «nieuwe machthebber» in de vennootschap. Zijn bescherming daartegen neemt in de optiek van De Kluiver de vorm aan van een openbaar bod. Met de leden van deze fractie en De Kluiver zijn wij van oordeel dat het voor de hand ligt, dat de grootaandeelhouder die door toewijzing van zijn verzoek zeggenschap over de vennootschap verwerft, verplicht wordt de overige aandeelhouders de gelegenheid te bieden om uit te treden. Van de opname van deze verplichting in dit voorstel is evenwel afgezien omdat er zich situaties kunnen voordoen waarin zo'n bod niet geëigend is. Men denke aan de verzoeker die zijn belang van 70% heeft verworven door reeds vrijwillig een openbaar bod op alle aandelen te doen, dat door veel maar niet door alle aandeelhouders werd aanvaard. Deze verzoeker bood de aandeelhouders al gelegenheid om uit te treden. De rechter kan dan termen aanwezig achten om die verplichting niet nogmaals op te leggen.

De leden van de fractie van de VVD vroegen aandacht voor de berekening van de prijs van de aandelen. Zij vroegen of bij de berekening moet worden uitgegaan van de beurskoers of de werkelijke waarde van de aandelen. Ook wilden de aan het woord zijnde leden weten, waar de regeling ter bepaling van de prijs kan worden omschreven, als dat niet in de wet is.

Naar ons oordeel behoeft in de procedure van dit wetsvoorstel aan de ondernemingskamer geen precieze regeling te worden aangereikt voor de berekening van de waarde van de aandelen of de prijs. Dat geldt ook voor een aan de rechter op te leggen verplichting om uit te gaan van een bepaalde koers. Ook elders in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is geen uitputtende regeling opgenomen terzake van de prijsbepaling bij overdracht van aandelen. Men vergelijk de ervaringen met de prijsbepaling in de uitkoopregeling (artikel 92a). Volgens vaste jurisprudentie bij artikel 92a wordt bij de bepaling van de prijs uitgegaan van de werkelijke feiten, waarbij acht moet worden geslagen op alle omstandigheden die de waarde bepalen, zoals de balans, tussentijdse cijfers of winstvooruitzichten. Zie daarvoor HR 11 september 1996, NJ 1997, 176 en OK 31 mei 1990, NJ 1991, 617. Volgens de Hoge Raad mag de beurskoers in het algemeen gezien worden als een objectieve waarderingsmethode voor ter beurze genoteerde aandelen (wederom NJ 1997, 176). De ondernemingskamer kan ook de prijs hanteren die is geboden bij een geslaagd openbaar bod, tenzij feiten of omstandigheden in en andere richting wijzen. Men zie onder meer OK 9 februari 1989, NJ 1990, 174 (beurskoers) OK 25 januari 1990, 919/89 (prijs van het geslaagde openbaar bod); NJ 1991, 617 en 618 ( NJ 1997, 176 (fictieve beurswaarde na beëindiging notering). In zijn arrest Zondag Beheer (NJ 1997, 177) besliste de Hoge Raad dat de rechter bij de waardebepaling van de aandelen rekening kan en moet houden met waardeverminderende omstandigheden die zich hebben voorgedaan na de door deskundigen gehanteerde peildatum voor de waardering. De ervaringen met deze regeling laten zien dat de rechter en eventuele deskundigen doorgaans goed kunnen aansluiten bij een eerder gedaan openbaar bod of een beurskoers.

De leden van de fractie van de VVD herhaalden dat zijn huiverig stonden tegenover proceduretijd die vermoedelijk nodig is om de ondernemingskamer in staat te stellen tot een beslissing te komen. Zij wilden nadenken over instrumenten om het tempo te bevorderen, bijvoorbeeld door de periode van een jaar te verkorten tot zes maanden. Tevens stelden zij voor, de ondernemingskamer binnen één jaar uitspraak te laten doen.

De opzet van de regeling betekent onder meer dat op beide partijen een zekere druk wordt gelegd om zich constructief op te stellen bij de onderhandelingen. Beide partijen lopen immers een risico dat de ondernemingskamer op een door hem gewenst onderdeel in het voordeel van de andere partij beslist. Met de aan het woord zijnde leden zijn wij van oordeel dat deze gang van zaken niet onnodig zou moeten worden opgehouden omdat men verwacht dat de uitspraak van de rechter ongewenst lang op zich zal laten wachten. Maar het opleggen van een verplichting aan de rechter om ten minste binnen een jaar uitspraak te doen, achten wij niet gelukkig. De recente ervaringen met de procedures bij de ondernemingskamer geven geen aanleiding om in dat deel van het proces vertraging te vrezen. De ondernemingskamer heeft laten zien dat op zeer korte termijn een uitspraak kan worden verkregen. Niet uit te sluiten valt dat partijen zelf in de loop van de procedure tot de conclusie komen dat samenwerking toch mogelijk is, maar zij geruime tijd nodig hebben om hun afspraken vorm te geven. Zij moeten dan verder kunnen overleggen. Ook kan in de loop van de procedure blijken dat de zaak complexer is dan verzoeker en verweerder hadden ingeschat, bijvoorbeeld omdat meerdere partijen zich bij de ondernemingskamer melden als belanghebbende. Tenslotte zou de wet regels moeten bevatten voor het geval de rechter de termijn overschrijdt. Voor de hand ligt dat het verzoek na ommekomst van de termijn van rechtswege zal moeten worden toegewezen of afgewezen. Zo'n regeling leidt er al snel toe dat partijen zich bij hun opstelling in de procedure vooral laten leiden door tactische overwegingen.

De leden van de VVD-fractie stelden dat het percentage stemrechten dat als zeggenschap wordt aangeduid, gelijk dient te zijn aan het percentage waarbij zeggenschap wenselijk is. Zij vroegen in dit verband of het percentage van 70 niet moet worden verlaagd naar 50, waarbij zij er van uitgaan dat dit de grens zou worden voor de vaststelling van de grens bedoeld in artikel 5 van de ontwerprichtlijn. Deze VVD-leden hadden ook andere bezwaren tegen het voorgestelde percentage van 70. Zij vonden dat het geenszins in een realistische verhouding staat tot daadwerkelijke zeggenschap en vroegen ons de redenen voor het hanteren van het percentage nogmaals te verduidelijken.

Over de «grens» voor het verplichte bod als bedoeld in artikel 5 van de ontwerprichtlijn is geen besluit genomen. Een van de redenen daarvoor is dat zeggenschap – de ontwerprichtlijn spreekt over «controle» – in Nederlandse vennootschappen niet gedefinieerd behoeft te worden met uitsluitende gebruikmaking van het criterium percentage stemrechten op aandelen. Zo kan een weerlegbaar vermoeden in de wet worden gecreëerd. Ook kan worden aangesloten bij een bepaald percentage van het kapitaalbelang. In de hierboven genoemde brief van 3 maart 2000 is daaraan aandacht geschonken. Er zijn wel wettelijke drempels die bepaalde (zeggenschaps)rechten doen ontstaan. Men denke aan de drempel van 10% voor het kunnen bijeenroepen van een algemene vergadering en het recht van enquête, 33,3% voor de geschillenregeling, 50% en soms 66,6% voor besluitvorming in de algemene vergadering en 95% voor de uitkoopregeling. Het hanteren van een percentage van 70% is dan ook niet bedoeld als een definitie van «de» zeggenschap, maar vormt voor het kabinet tezamen met de eis dat dit kapitaal geruime tijd verschaft moet zijn een «omslagpunt» waarbij deze kapitaalverschaffer onder de nader in de wet genoemde omstandigheden zeggenschap in de vennootschap in het vooruitzicht moet worden gesteld.

Aandeelhouders kunnen niet altijd bij eenvoudige meerderheid alle belangrijke bevoegdheden uitoefenen. Men denke aan de structuurregeling, waarbij ter bescherming van de belanghebbenden bij de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming en ter verbetering

van het evenwicht tussen de organen van de vennootschap bepaalde bevoegdheden dwingendrechtelijk zijn overgedragen aan de raad van commissarissen. De richtlijnen van de EU, in het bijzonder de hierboven genoemde Tweede richtlijn, het ontwerp voor een Vijfde richtlijn (Voorstel voor een Vijfde Richtlijn van de Raad van Ministers van de Europese gemeenschappen met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de verplichtingen en de bevoegdheden van haar organen, Pb nr. C 131 van 13 december 1972) en het ontwerp voor een Europese Vennootschap (Voorstel voor een verordening van de Raad betreffende het statuut van de Europese vennootschap, Pb nr. C 176 van 8 juli 1991) gaan ook niet steeds uit van zo'n eenvoudige meerderheid. Deze richtlijnen bevatten onder meer bepalingen over versterkte meerderheden voor besluitvorming in de algemene vergadering of de uitgifte van aandelen waaraan bijzondere voorrechten zijn verbonden, zoals de «patrimoniale aandelen» in het voorstel voor een Vijfde richtlijn. Het ontwerp-vijfde richtlijn en het ontwerp-statuuut van de SE kennen voorts regels voor een dualistisch stelsel waarbij het bestuur wordt benoemd door de raad van commissarissen. Ook in de nationale wetgevingen vindt men aanzienlijke verschillen in de vennootschappelijke structuur. Veel lidstaten kennen bepalingen over versterkte meerderheden. Ook aandelen zonder stemrecht of aandelen waarop (na verloop van tijd) meervoudig stemrecht kan worden uitgeoefend, zijn in een aantal lidstaten bekend.

De leden van de fractie van de VVD vroegen of de beoordeling over het benoemen van deskundigen, en de vraagstelling aan die deskundigen, niet alsnog aan de ondernemingskamer kan worden overgelaten.

Wij zijn geen voorstander van zo'n discretionaire bevoegdheid. Bij de beoordeling van het verzoek nemen de beleidsvoornemens van de verzoeker een grote plaats in. De ondernemingskamer zal het verzoek immers afwijzen, als die beleidsvoornemens, kortweg, in strijd zijn met het belang van de vennootschap. Zeker nu het gaat om een procedure in één feitelijke instantie, waarbij niet meer over de feitelijke beoordeling van de beleidsvoornemens kan worden geklaagd, is een deskundig oordeel vanuit ondernemersperspectief raadzaam. Ten aanzien van de vraagstelling geldt dat het algemeen kader van de werkzaamheden van de deskundigen in de wet wordt vastgelegd. Heeft de ondernemingskamer gelet op de omstandigheden van het geval behoefte aan een reactie op specifieke vragen, dan zal de ondernemingskamer dit in haar opdracht aan deskundigen kunnen aangeven.

De leden van de fractie van het CDA toonden begrip voor de wens van de regering om het wetsvoorstel spoedig te behandelen. Het belang van het onderwerp en een wijziging van omstandigheden na de indiening van het voorstel maakten dat zij toch nog enkele vragen hadden. De aan het woord zijnde leden vroegen zich af waarom de verplichtingen uit de ontwerprichtlijn niet eerst worden geanalyseerd, voordat een nieuwe regeling in de wet wordt opgenomen. Zij wilden ook weten welke afwijkingen op voorhand als hoofdzaak te kwalificeren zijn, en welke als bijzaak. Ook wilden de aan het woord zijnde leden weten wat de risico's zijn dat deze afwijkingen zich zullen voordoen en hoe groot die risico's zijn.

De voorgestelde regeling gaat over doorbreking van beschermingsconstructies ten behoeve van degene die de overgrote meerderheid van het kapitaal verschaft. Wij hebben geanalyseerd of het mogelijk is het voorstel te behandelen zonder in strijd te handelen met de Europeesrechtelijke verplichting om tijdens de behandeling van een ontwerp-richtlijn af te zien van de invoering van daaraan tegengestelde wetgeving. Het voorliggende voorstel zou immers moeten worden gewijzigd als de

ontwerprichtlijn verplichtingen inhield die haaks staan op het voorgestelde. In de brief van 3 maart 2000 gaven wij aan dat dit niet het geval is. Omdat de ontwerprichtlijn nog niet is vastgesteld en er door het Parlement een aantal amendementen is ingediend, kunnen wij niet inschatten hoe groot of hoe klein het risico is dat implementatie van de richtlijn te zijner tijd tot afwijkingen zal leiden. Of een procedure in alle gevallen geëigend zal zijn, is pas vast te stellen als ervaring is opgedaan met de regeling. Dat geldt voor iedere procedure die in de wet wordt geïntroduceerd. Ook het enquêterecht heeft in de loop der jaren een aantal aanpassingen gekend, in het bijzonder na het advies van de SER van 21 oktober 1988.

De leden van de fractie van het CDA brachten in herinnering dat de AEX een belangrijke gesprekspartner is als het gaat om de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. Zij vroegen wat het oordeel van de nieuwe effectenbeurscombinatie over het wetsvoorstel is. Ook wilden deze leden weten of het beursreglement op relevante onderdelen wordt aangepast.

De voorgenomen fusie tussen de drie beurzen van Amsterdam, Parijs en Brussel heeft de vorm gekregen van een Nederlandse vennootschap Euro-next NV met drie dochtervennootschappen, die elk, binnen de eigen nationale jurisdictie (wettelijke en toezichtskader) een van de drie lokale beurzen beheren. De primaire markt van de drie Euronext-beurzen blijft nationaal georganiseerd. In elk land fungeert de dochtervennootschap als een portaal dat toegang biedt tot het Euronext handelsplatform. De fusie geeft ons daarom geen aanleiding opnieuw met de AEX – nu Euronext Amsterdam – te overleggen. Eventuele aanpassing van het beursreglement is in eerste instantie de verantwoordelijkheid van de beurzen de genoteerde ondernemingen. Een wijziging in het beursreglement dient in Nederland vooraf aan de STE te worden voorgelegd, waarbij de STE zonodig aanwijzingen kan geven. Betreft het een aanpassing in het kader van de uitvoering van een Europese richtlijn, of een wijziging in bijlage X van het Fondsenreglement, dat is de minister van Financiën bevoegd om een aanwijzing te geven. Zoals bekend stelt het Fondsenreglement van de AEX thans in Bijlage X eisen aan de statuten van vennootschappen met betrekking tot beschermingsmaatregelen. Het wetsvoorstel stelt geen limiet aan aantal of soort beschermingsconstructies dat kan worden doorbroken. Zou een nieuw Fondsenreglement meer of andere constructies toelaten, dan kan met toepassing van de artikelen 359c en vooral het open geformuleerde 359d om schrapping van die constructies worden verzocht.

De leden van de fractie van het CDA hadden eerder verzocht de toets van artikel 359f lid 1 aan te vullen in die zin dat meer rekening wordt gehouden met de belangen van anderen, bijvoorbeeld zij die een verweerschrift hebben ingediend. Zij verzochten in dit verband uit te leggen hoe de afweging van de ondernemingskamer precies zal plaatsvinden en hoe zwaar de toetsing van de ondernemingskamer zal zijn. Deze leden vroegen of de regering een toets die rekening houdt met belangen van derden louter een moeilijke afweging vindt, of eveneens een onmogelijke. De aan het woord zijnde leden benadrukten dat bij het invoeren van de hulp van de rechter er waarschijnlijk sprake zal zijn van een fors conflict tussen de diverse actoren en belangen. Deze leden vroegen zich af waarom dat conflict niet in volle omvang aan de orde zou mogen zijn.

De in artikel 359f lid 1 voorgestelde toets is een onderdeel van de regeling waarmee een evenwicht wordt beoogd tussen de belangen van verschillende betrokkenen. Beschermingsconstructies kunnen nuttig zijn, maar het is in zijn algemeenheid onwenselijk als het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap de mening negeren van degene die gedurende langere tijd het overgrote deel van het kapitaal verschaft.



Bestuur en raad van commissarissen mogen zich niet blijvend achter de beschermingsconstructies verschansen. Aan het gebruik van de constructies zal op een bepaald moment in beginsel een einde moeten komen. Dat einde, en daarmee het slagen van een overname, is niet van rechtswege bepaald, maar onderworpen aan het oordeel van de rechter. Door ontvankelijkheidseisen en het rechterlijk oordeel een plaats te geven in de procedure, wordt voorkomen dat de stem van de overnemer altijd doorslaggevend is. Tezelfdertijd moet er tegen worden gemaakt dat het oordeel over een overname in plaats van aan de betrokken partijen, in het bijzonder de kapitaalverschaffer als potentiële overnemer en bestuur en raad van commissarissen van de doelwitvennootschap, in zijn geheel wordt opgedragen aan de rechter. Daarom bevat het voorstel een aantal instrumenten op basis waarvan de rechter tot zijn uitspraak kan komen. Wij kunnen niet tevoren aangeven hoe de afweging van de rechter in een concreet geval precies zal plaatsvinden. Daarvoor voelen wij ook niet. Zo'n regeling zou te weinig ruimte laten voor het onafhankelijk rechterlijk oordeel en de omstandigheden van het geval. De ontvankelijkheidseisen beogen onder meer het er toe te leiden dat dit oordeel slechts in uitzonderingsgevallen behoeft te worden ingeroepen. In zo'n geval kan er inderdaad sprake zijn van een conflict tussen de diverse actoren, waarbij ieder zo veel mogelijk zijn eigen belang probeert te verdedigen. Centraal in die veelheid van discussies blijft evenwel het conflict tussen de kapitaalverschaffer/overnemer en het bestuur en eventueel de raad van commissarissen van de doelwitvennootschap. Deze regeling is zo ingericht dat de wens van de kapitaalverschaffer in beginsel prevaleert. Alleen wanneer wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming dreigt, is dat anders. In die toets zijn de belangen van alle betrokkenen verdisconteerd. Het gaat derhalve, zo kunnen wij de leden van de CDA-fractie antwoorden, niet louter om het belang van de vennootschap als juridische entiteit. Dat zou ook niet stroken met de uitgangspunten die wij in de inleiding van deze nota hebben weergegeven.

De leden van de fractie van D66 hadden met belangstelling kennisgenomen van de nota naar aanleiding van het verslag. Het verheugt ons dat ook deze leden de doelstelling van het wetsvoorstel onderschreven. De leden van de fractie van D66 vroegen de regering opnieuw te bevestigen dat het wetsvoorstel niet afdoet aan de bestaande mogelijkheden om tegen beschermingsconstructies op te treden.

Met de regeling is beoogd aan het bestaande instrumentarium een specifiek instrument toe te voegen voor degene die geruime tijd het overgrote deel van het kapitaal verschaft. Bestaande instrumenten blijven gehandhaafd, maar zijn in het verleden niet steeds succesvol gebleken. Zo werd in het geschil tussen Uni-invest en Breevast tevergeefs getracht middels het enquêterecht een beschermingswal te slechten (OK 11 maart 1999, NJ 1999, 351). De mogelijkheid om met behulp van het enquêterecht een beschermingsmaatregel teniet te doen, is zeer recent nog aan de orde geweest in de zaak LVMH-Gucci (OK 27 mei 1999, JOR 1999, 121 en HR 7 september 2000, nog niet gepubliceerd). De Hoge Raad heeft in dit arrest beslist dat het enquêterecht geen mogelijkheid biedt voor het treffen van maatregelen zonder een onderzoek waaruit blijkt dat sprake is geweest van wanbeleid. Dit arrest laat opnieuw zien dat een bijzondere regeling gemist wordt. Het staat belanghebbenden echter vrij te kiezen voor de grondslag die naar hun oordeel het beste past of de meeste kans biedt op het door die belanghebbenden gewenste resultaat. De invoering van de nieuwe regeling doet ook niet af aan de mogelijkheid om te betogen dat het gebruik van beschermingsconstructies in bepaalde gevallen wanbeleid kan opleveren.

De leden van de fractie van D66 gaven de voorkeur aan een percentage van  $66 \frac{2}{3}$  als ontvankelijkheidsvereiste. In hun betoog ter ondersteuning van deze keuze stelden zij dat het wetsvoorstel beoogt de door beschermingsconstructies doorgesneden band tussen kapitaalverschaffing en zeggenschap, lees: stemrecht, te herstellen. Indien zeggenschap aan kapitaalverschaffing zou zijn verbonden, zou een overnemer bij een twee-derde meerderheid aan bindende voordrachten de gebondenheid kunnen ontnemen. Door een hoger percentage te eisen wordt in feite een strenger criterium ingevoerd dan de wet of de statuten eisen, aldus deze leden.

In het systeem van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is de mogelijkheid opengelaten dat een scheiding worden aangebracht tussen het verschaffen van het kapitaal en het uitoefenen van het stemrecht. Een voorbeeld is het bestaan van certificaten. Deze zijn een uitvinding van de praktijk waarvan de wet het bestaan erkent in bijvoorbeeld artikel 92. De behoeften van een kapitaalverschaffer kunnen anders zijn dan die van degene die stemt. In zijn bijdrage aan de bundel «Corporate governance voor juristen» (Kluwer 1998, blz. 4–5) onderscheidt Van den Hoek verschillende soorten kapitaalverschaffers met verschillende behoeften en wensen. Ook Timmerman schetst in RM Themis 1999/8 op blz. 274 verschillende «stijlen» kapitaalverschaffers. Hij noemt het voorbeeld van de aandeelhouders die zich interesseren voor rendement en groei; zij zullen hun aandelen verkopen indien zich beleggingen aandienen met een beter rendementsperspectief. In het algemeen biedt het vennootschapsrecht voldoende mogelijkheden om deze wensen handen en voeten te geven. De positie van degene die zich bereid heeft getoond gedurende een jaar 70% van het kapitaal te verschaffen, vergt naar ons oordeel een verdergaande invulling. Zo'n kapitaalverschaffer heeft laten zien dat hij streeft naar duurzame verbondenheid met de vennootschap. Dan past het ook, hem op verzoek invloed te geven op het beleid.

De stelling van de leden van de fractie van D66 dat een hoger percentage dan twee-derde betekent dat voor overnemers juist een strenger criterium wordt ingevoerd, onderschrijven wij niet. De aandeelhouder die in het door de leden gegeven voorbeeld met een twee-derde meerderheid aan bindende voordrachten de gebondenheid kan ontnemen, zal aan hetgeen het voorstel op dat punt regelt, geen behoefte hebben. Zijn positie verandert niet. Degene die wel het overgrote deel van het kapitaal verschaft, maar geen stemrecht heeft (zoals de certificaathouder) of degene die de overgrote meerderheid van de aandelen houdt, maar geen directe invloed heeft op de samenstelling van het bestuur (zoals bij een vennootschap die vrijwillig de structuurregeling toepast), heeft op dit moment geen bijzondere mogelijkheid om beschermingsconstructies te doen doorbreken, terwijl eerdere pogingen om bijvoorbeeld met behulp van het enquête-recht tot zo'n doorbreking te komen, zelden geslaagd zijn.

De leden van de fractie van D66 stelden dat als de regering erkent dat de overlegperiode van een jaar voor economisch efficiënte overnames een barrière opwerpt als tevens wordt voorgeschreven dat vooraf verplicht een bod moet worden gedaan op 100% van de aandelen, dat ook moet gelden in de situatie waarin 70% is verworven. Ook 70% levert een aanzienlijk kapitaalbeslag voor de potentiële overnemer op, aldus deze leden.

Wij hebben begrip voor de stelling van de leden van de fractie van D66, dat ook 70% van het kapitaal een aanzienlijk kapitaalbeslag oplevert, zeker als dat kapitaal vervolgens gedurende een jaar moet worden gehouden. Aldus wordt van degene die om doorbreking van de beschermingsconstructies vraagt, een aanzienlijke investering gevraagd. Wij menen

echter dat deze eis, hoewel aanzienlijk, geen onoverkomelijke barrière behoeft te zijn voor de serieuze overnemer die weet wat hij doet en waarin hij investeert. Wij hechten evenzeer waarde aan de positie van de doelwitvennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Bedacht moet worden dat de potentiële overnemer die aandelen of certificaten in een beschermde vennootschap koopt, op dit moment weinig mogelijkheden heeft om zijn wil door te drukken als hij niet tot een vergelijk met de doelwitvennootschap komt. Het wetsvoorstel biedt hem die mogelijkheid wel. Daar staan bepaalde eisen tegenover.

De leden van de fractie van D66 introduceerden de gedachte van een zogenaamde afkoelingsperiode. Een verzoek tot doorbreking van beschermingsconstructies zou in beginsel direct na het verwerven van een belang van ten minste 70% moeten kunnen worden gedaan. De behandeling van het verzoek – volgens de bepalingen van het wetsvoorstel – zou door de ondernemingskamer kunnen worden aangehouden, als de doelwitvennootschap aantoont dat onvoldoende overleg heeft plaatsgevonden, of dat onvoldoende informatie is verschaft om een standpunt te bepalen. Deze gang van zaken zou in de optiek van de aan het woord zijnde leden de overlegtermijn van een jaar kunnen vervangen. De aan het woord zijnde leden vroegen om een reactie op dit voorstel.

De gedachte van de leden van de fractie is niet onaantrekkelijk. Niettemin verwachten wij dat het in de wet opnemen van een regeling voor aanhouding van de behandeling van het verzoekschrift zich leent voor het entameren van procedures uit tactische overwegingen. Het is voor de doelwitvennootschap verleidelijk in ieder geval een verzoek in te dienen en daarbij te stellen dat onvoldoende informatie is verschaft, en vervolgens geen medewerking te verlenen aan overleg. De voorgeschreven termijn van een jaar geeft bovendien een goede aanwijzing voor de serieuze bedoelingen van de overnemer, die blijkbaar weloverwogen geïnvesteerd heeft. Ook dwingt hij het bestuur van de doelwitvennootschap tot serieus overleg, omdat het bestuur er terdege rekening mee moet houden dat na een jaar ten gunste van de overnemer wordt beslist.

De leden van de fractie van D66 vroegen zich af of vennootschappen maatregelen zullen willen treffen om zich aan de werking van de regeling te onttrekken. Deze leden dachten dat de «ja, tenzij» toets van artikel 359f lid 1 eenvoudig te omzeilen zal zijn door beschermende maatregelen niet langer in de moedervennootschap, maar in de dochtervennootschappen aan te brengen. Zij zouden in elk geval voor gevallen waarbij een 100% dochtermaatschappij is betrokken, maar ook voor andere dochtermaatschappijen, de toets van artikel 359f lid 1 willen voorschrijven. Deze leden vroegen zich ook af hoe een overnemer die reeds een jaar 70% van de aandelen van de moedermaatschappij heeft gehouden, misbruik zou kunnen maken van het gebrek aan ontvankelijkheidsvereisten ten aanzien van de dochter. Voorts vroegen de leden van de fractie van D66 zich af of andere landen, zoals België, Luxemburg en Duitsland beschermingsconstructies en regelingen voor de doorbraak daarvan kennen. In dat geval zou een Nederlandse moedermaatschappij gebruik kunnen maken van een dochtermaatschappij met een buitenlandse rechtsvorm. De leden van de fractie vroegen ook of de regering een mening heeft over de gevolgen van het wetsvoorstel op de keuzes die ondernemingen maken voor hun interne inrichting. Zij stelde enkele vragen over bestaande of toekomstige beschermingsmaatregelen die alleen met behulp van artikel 359d kunnen worden doorbroken.

Het gebruik van beschermingsmaatregelen is in veel landen bekend. Eerder is er op gewezen dat in de Europese richtlijnen ook bepalingen terzake van bijvoorbeeld preferente aandelen zijn opgenomen. Meer-

voudig stemrecht komt vooral in Frankrijk en de Scandinavische landen veel voor. Frankrijk kent ook de mogelijkheid om het stemrecht voor aandeelhouders die hun aandelen al geruime tijd houden, te verdubbelen. De keuze voor een bepaalde beschermingsconstructie houdt doorgaans verband met de samenstelling van de algemene vergadering en/of de gebruikelijke financiering van een onderneming in brede zin. Een Duitse vennootschap heeft vaker een of twee aandeelhouders en voorziet graag in zijn financieringsbehoefte door aantrekking van vreemd vermogen. Voor leningen doet men een beroep op de banken. Financiering door aantrekking van eigen vermogen komt veel minder voor. Er zijn naar verhouding ook minder Duitse vennootschappen met ter beurse genoteerde effecten. In België bestaat een traditie om middels «gestapelde» deelnemingen de feitelijke macht in de algemene vergadering bij een minderheidsaandeelhouder te leggen. Men noteert daartoe ter beurse een holding en een subholding. Van de holding behoudt men 51% in familiehanden en laat 49% noteren. Vervolgens wordt ook een minderheid – bijvoorbeeld 45% – van de aandelen in de subholding genoteerd. Bezieet men de groep, dan is de totale kapitaalbreng van buitenstaanders groot, maar de zeggenschap is in handen van de familie die indirect de algemene vergadering controleert. Certificering en uitgifte van preferente aandelen komen ook in België voor. De Belgische wetgever heeft de regeling voor certificering geïntroduceerd naar Nederlands voorbeeld.

De stelling van de fractie dat de vennootschap, en vooral de groep waarvan een beursgenoteerde vennootschap aan het hoofd staat, zijn inrichting kan afstemmen op het wetsvoorstel, is op zichzelf juist. De vraag is echter of hetgeen het wetsvoorstel bepaalt, met de waarborgen ten aanzien van het belang van die vennootschap en de daarmee verbonden onderneming die daarin zijn opgenomen, zodanig klemt dat een vennootschap zijn inrichting daardoor geheel laat bepalen. Wij achten dat onwaarschijnlijk. Een ondernemer laat veel zaken meewegen bij zijn keuze voor een bepaalde rechtsvorm en een bepaalde zetel. Fiscale overwegingen en de aantrekkingskracht die een rechtsvorm biedt voor investeerders en medewerkers – men denke aan het beschikbaar stellen van aandelen aan het personeel – zullen een belangrijke rol spelen. Ondernemers kunnen ook laten meewegen dat investeerders de voorkeur kunnen geven aan een onderneming die een hen bekende rechtsvorm heeft. Omgekeerd zullen investeerders de rechten die verbonden zijn aan bepaalde effecten ook kunnen laten meespelen bij de keuze voor een investering. Willen zij veel invloed op het beleid («meebeslissers»), dan zullen certificaten van aandelen voor hen minder aantrekkelijk zijn. Zoeken zij vooral naar rendement op langere termijn, waarbij het stemgedrag wordt overgelaten aan een andere partij, dan zal de aanwezigheid van een administratiekantoor op weinig weerstand stuiten. Bedacht moet verder worden dat de vennootschap die de invloed van de aandeelhouders in een dochteronderneming of buitenlandse rechtsvormen beperkt, opdat een potentiële overnemer geen invloed op het beleid van deze dochters zou hebben, de eigen invloed op het beleid van die dochters op dat moment al vermindert. Dat komt de concerneerbaarheid niet ten goede.

De regeling voor doorbreking van maatregelen bij dochtervennootschappen wordt tot op zekere hoogte bemoeilijkt doordat zich verschillende scenario's laten denken. De kapitaalverschaffer kan zijn kennisgeving bedoeld in artikel 359b lid 3 verzenden op het moment dat de doelwitvennootschap aan het hoofd staat van een groep waarin volle dochters aanwezig zijn. In zo'n geval is er geen derde wiens belangen moeten worden beschermd en zal de ondernemingskamer ook met gebruikmaking van de toets van artikel 359d veelal kunnen besluiten tot een doorbraak van de beschermingsmaatregelen. Daarvoor behoeft de regeling niet te worden aangepast in de door de leden voorgestelde zin.

Deze benadering zou ook overigens het nadeel hebben dat, zoals deze leden elders aangeven, het relatief eenvoudig is om een bevriende derde voor een gering bedrag te laten deelnemen in de dochter, waardoor de toets van artikel 359f lid 3 weer van toepassing zou zijn. Maar ook laat zich het voorbeeld denken van de doelwitvennootschap die aan het einde van de onderhandelingsperiode een joint venture aangaat met een derde. Zo'n joint venture kan allerlei structuren kennen die mede bedoeld zijn om de afspraken tussen beide partijen voor langere tijd te verzekeren. Het past dan niet dat als gevolg van een overname die afspraken op zeer korte termijn en eenzijdig door de verzoeker – als nieuwe joint venture partner – kunnen worden aangepast.

Samenvattend kan men stellen dat een onderneming er voor kan kiezen zich te hullen in de mantel van een ander vennootschapsrecht. Dit verschijnsel moet naar onze overtuiging niet worden bestreden door het steeds meer verfijnen of verzwaren van de regels, of door het introduceren van allerlei verboden. Het ligt juist op de weg van de wetgever een vennootschapsrecht aan te bieden dat aantrekkelijk is voor alle gebruikers en belanghebbenden. Dit voorstel wil daaraan een bijdrage leveren.

De leden van de fractie van D66 vroegen ons oordeel over high/low voting stock, waarbij aan aandelen met dezelfde economische rechten en dezelfde prijs aanzienlijke verschillen in stemrecht toekomen.

In de high/low voting stock regeling kiest de vennootschap voor een kapitaalstructuur waarbij twee (of meer) soorten gewone aandelen bestaan die een verschillende nominale waarde hebben. Van Olfen geeft in zijn oratie Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (Kluwer 2000, blz. 4–5) het voorbeeld van aandelen met een nominale waarde van € 100 en € 1. In de statuten wordt bepaald dat deze aandelen ondanks hun verschillende nominale waarde gelijke economische rechten tot dividend en reserves hebben. Ten aanzien van de verplichting tot volstorten wordt in de statuten geregeld dat de aandelen met de nominale waarde van € 1 moeten worden uitgegeven tegen een koers die ten minste gelijk is aan de nominale waarden van de overige gewone aandelen, in het voorbeeld dus € 100. Omdat het stemrecht op aandelen gerelateerd is aan de nominale waarde, verwerft de houder van 5 aandelen van € 100 in totaal 500 stemmen tegen een inbreng van € 500, terwijl de houder van 500 aandelen van € 1 voor hetzelfde aantal stemmen € 50 000 moet inbrengen. De Nederlandse wet maakt het creëren van aandelen met een verschillende nominale waarde mogelijk, mits aandeelhouders in gelijke gevallen gelijk behandeld worden en mits ten minste het nominale bedrag wordt gestort. De aandelen met een nominale waarde van € 1 die worden uitgegeven tegen een koers van € 100 hebben dan een hoog agio. Voor een investeerder die geïnteresseerd is in zeggenschapsaspecten van zijn aandeel is het verschaffen van (veel) meer risicodragend kapitaal in verhouding tot het daarmee verworven aantal stemrechten, dan ook nauwelijks aantrekkelijk. De constructie heeft immers een permanent karakter, waardoor ook in niet-overnamesituaties weinig zeggenschap staat tegenover veel kapitaal inbreng. Maar het is uiteindelijk aan degenen die de aandelen willen nemen om te bepalen of zij deze aandelen ondanks de zeer beperkte zeggenschapsaspecten de uitgiftekoers waard achten.

## ARTIKELEN

### Artikel I

#### *Artikel 359b*

Dit artikel regelt onder meer de ontvankelijkheidseisen van de verzoeker en geeft regels voor de berekening van de vereiste 70% van het kapitaal. De leden van de fractie van D66 hadden begrepen dat onderdeel c van lid 2 thans inhoudt dat de doelwitvennootschap van alle klassen aandelen zal moeten aantonen dat zij niet ter bescherming zijn uitgegeven. Zij onderschreven de gedachte dat de bewijslast hierop bij de doelwitvennootschap moet liggen, en vroegen zich af of dit in de tekst van de wet tot uitdrukking moet komen.

Het artikel vereist niet dat de doelwitvennootschap van alle soorten aandelen aantoont dat zij niet ter bescherming zijn uitgegeven. Het artikel kent een gelaagde structuur om te bepalen welke aandelen meetellen voor de berekening van de 70%. Alle vanwege de vennootschap uitgegeven aandelen of certificaten daarvan tellen mee, behoudens aandelen die zijn uitgegeven nadat het belang van 70% is bereikt (categorie a) en niet-volgestorte aandelen die voldoen aan het bepaalde in artikel 96a lid 2 en zijn uitgegeven zonder voorkeursrecht (categorie b). De eerste categorie telt niet mee omdat op deze manier het belang van de aandeelhouder verwatert. Of de emissie een financiering- of beschermingsdoel dient, doet daarbij niet ter zake. De tweede categorie wordt altijd aangemerkt als bescherming waarbij geen ruimte blijft voor tegenbewijs. Door hier geen tegenbewijs toe te laten, wordt de categorie van aandelen waarvan tevoren niet duidelijk is of zij meetellen, zo klein mogelijk gehouden. Dat brengt immers onzekerheid met zich. Daarbij is niet gekozen om in de wettekst vast te leggen, dat steeds de doelwitvennootschap moet aantonen dat de aandelen een beschermend karakter hebben. In de verzoekschriftprocedure komt een en ander vanzelf naar voren. Immers, de verzoeker moet aantonen dat hij over 70% van het kapitaal beschikt. Is hij van oordeel dat bepaalde aandelen vanwege hun beschermend karakter niet meetellen, dan zal hij daarvan in zijn verzoekschrift melding maken. Het is dan aan de rechter om te beoordelen welke nadere informatie hij wenst. In de nota naar aanleiding van het verslag gaven wij aan, dat het voor de hand ligt, dat de rechter de doelwitvennootschap verzoekt aan te tonen dat de aandelen niet ter bescherming zijn uitgegeven. De doelwitvennootschap beschikt immers over de stukken die op de emissie betrekking hebben.

De leden van de fractie van D66 stelden dat het gebruik is dat de algemene vergadering routinematig aan het bestuur van een vennootschap machtiging verleent om op grond van artikel 96a lid 6 het voorkeursrecht uit te sluiten. Zij vroegen zich af of een bestuur door van deze machtiging gebruik te maken het de overnemer toch niet moeilijk kan maken om 70% van het kapitaal te verwerven. Voorts vroegen de aan het woord zijnde leden of uitsluiting van het voorkeursrecht inhoudt dat de aandelen hoogstwaarschijnlijk ter bescherming zijn uitgegeven. Zij dachten in het bijzonder aan aandelen die zijn uitgegeven tegen een lagere prijs dan de marktwaarde, bijvoorbeeld de nominale waarde.

Naar onze indruk is het verlenen van machtiging aan een ander vennootschapsorgaan om te besluiten tot uitgifte van aandelen niet ongevoen. Voor zo'n besluit gelden de gebruikelijke bepalingen omtrent besluitvorming. Vraagtekens kunnen worden gezet bij de stelling dat het voorkeursrecht op deze te emitteren aandelen eveneens routinematig wordt uitgesloten. Voor dat besluit is, juist gelet op de gevolgen voor



zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap, een meerderheid van ten minste twee/derde van de stemmen vereist, indien minder dan de helft van het geplaatst kapitaal is vertegenwoordigd. Los daarvan behoort een dergelijke uitgifte met beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht te voldoen aan de eisen van redelijkheid en billijkheid jegens de bestaande aandeelhouders die door zo'n emissie in hun belangen kunnen worden benadeeld. Men vergelijkte in dit verband Bijlage X bij het Fondsenreglement, waar wordt geëist dat de algemene vergadering over het beschermend karakter van bepaalde aandelen wordt geïnformeerd en daarmee door het verlenen van de machtiging (dus) ook instemt. Het gelijkheidbeginsel van artikel 92 wordt ook door artikel 96a lid 6 niet opzij gezet. Zie hiervoor ook HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 en Asser-Maeijer 2, III, Zwolle 2000, blz. 301. Wij betwijfelen tenslotte of aandelen die zonder voorkeursrecht zijn uitgegeven per definitie ter bescherming zijn uitgegeven, ook als zij zijn uitgegeven tegen een waarde die lager ligt dan de «marktwaarde». Emissies kunnen in verschillende behoeften voorzien. Maeijer noemt als motieven voor uitgifte met een beschermend doel het afwerpen van een overval of het breken van de machtspositie van een groot-aandeelhouder. Hij wijst ook op niet-beschermende doelen, zoals een reële financieringsbehoefte of het doorzetten van gewenste fusie of samenwerking. Vooral in het laatste geval kan de waarde van de uit te geven en bij de fusiepartner te plaatsen aandelen mede worden bepaald door de fusieafspraken.

#### *Artikel 359c*

Dit artikel maakt onder meer mogelijk een gebod van de rechter om de statuten van een vennootschap zodanig te wijzigen dat het recht van benoeming van bestuurders en/of commissarissen weer toekomt aan de algemene vergadering. Artikel 359d maakt het intrekken van prioriteitsaandelen mogelijk. De leden van de fractie van D66 wilden weten of voordrachtsrechten terzake van benoeming van bestuurders en/of commissarissen die zijn verbonden aan prioriteitsaandelen, onder artikel 359c of artikel 359d vallen.

Dergelijke voordrachtsrechten kunnen onder artikel 359c of artikel 359d vallen. Artikel 359c beoogt zodanige maatregelen te laten nemen dat de algemene vergadering zonder voordracht of goedkeuring bestuurders en commissarissen kan benoemen. Kennen de statuten van een vennootschap een bijzonder recht om één of meer bestuurders en/of commissarissen te benoemen, dan kan derhalve gebruik worden gemaakt van de statutenwijziging in artikel 359c lid 2 onder d. Deze mogelijkheid wordt begrensd doordat de rechter geen wettelijke voorschriften opzij kan zetten. Zo kan het verplichte structuurregime niet worden doorbroken. Bovendien moet het gaan om een bevoegdheid die zonder het prioriteitsaandeel zou toevallen aan de algemene vergadering. Is sprake van een benoemingsrecht gebaseerd op artikel 143, bijvoorbeeld het recht van een bank om een commissaris te benoemen, dan kan zo'n benoemingsrecht doorbroken worden door artikel 359d.

#### *Artikel 359d*

Dit artikel maakt het mogelijk om alle andere maatregelen betreffende de structuur van de vennootschap te doen nemen die met het oog op uitoefening van zeggenschap door verzoeker noodzakelijk zijn. Er is geen limitatieve opsomming voorzien. De leden van de fractie van D66 vroegen of zij goed begrepen hadden dat contractuele afspraken om tegen een nominale waarde aandelen te nemen niet kunnen worden aangetast, omdat zo'n afspraak naar het oordeel van deze leden de interne structuur niet raakt. De leden van de fractie van D66 stelden dat ook als de aandelen niet

meetellen voor de berekening van de ontvankelijkheid van verzoeker, zij de kosten van een overname toch aanzienlijk kunnen doen toenemen, omdat de overnemer na een (door de rechter op te leggen) openbaar bod deze aandelen tegen een waarschijnlijk hogere prijs dient op te kopen.

Bij de formulering van de maatregelen is gedacht aan maatregelen die de inrichting van de vennootschap, de statutaire verdeling van bevoegdheden of de samenstelling van de bestuursorganen van de vennootschap betreffen. Het gaat daarbij steeds om het aantasten van vennootschappelijke besluiten. Met contractuele afspraken die in deze procedure door de ondernemingskamer niet kunnen worden teruggedraaid, wordt bedoeld op overeenkomsten met derden waarbij bijvoorbeeld een bedrijfsonderdeel wordt verkocht. In het door de leden van de fractie van D66 genoemde voorbeeld gaat het om een recht tot het nemen van aandelen, dat bij uitoefening het belang van de verzoeker zou doen verwateren en de samenstelling van de algemene vergadering mogelijk belangrijk doet wijzigen. Dit is een vennootschappelijk besluit. Ervan uitgaande dat het aandelen betreft die zonder voorkeursrecht worden uitgegeven en waarop slechts een deel van de nominale waarde daadwerkelijk wordt gestort, kunnen dergelijke aandelen op grond van artikel 359c lid 1sub b bijvoorbeeld worden ingetrokken met terugbetaling van het gestorte bedrag. De kosten van de overname worden hierdoor niet verzwaard.

#### *Artikel 359f*

Dit artikel bevat in lid 2 een vijftal vermoedens dat de overnemer zich niet zal gedragen met inachtneming van het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Een van de vermoedens gaat om de verplichtingen uit de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde ondernemingen 1996. De leden van de fractie van D66 vroegen of zij uit blz. 52 moeten afleiden dat dit artikel ziet op alle meldingen op grond van die wet, dus ook meldingen die geen betrekking hadden op de doelwitvennootschap. Zij vroegen of het niet meer voor de hand zou liggen om dit bewijsvermoeden te beperken tot meldingen terzake van de doelwitvennootschap, of dat aan het bewijsvermoeden ten minste een tijdslimiet wordt verbonden.

Met opname van dit bewijsvermoeden wordt aangegeven dat wij de verplichtingen uit de Wet melding zeggenschap van groot belang achten in de spelregels tussen potentiële overnemer en doelwitvennootschap. Met de aan het woord zijnde leden menen wij dat niet iedere overtreding tot dezelfde rechtsgevolgen behoeft te leiden. Een aantal voorbeelden kan dit verduidelijken. Een overnemer die eerder een andere vennootschap door «stiekeme» aankopen ter beurze verwierf, heeft er blijk van gegeven geen respect te hebben voor deze spelregels. Het zou dan te kort schieten als de overtreding van de Wet melding zeggenschap alleen van belang kan zijn indien het gaat om het kapitaal van de betreffende doelwitvennootschap. Wij kunnen ons voorstellen dat andere omstandigheden de ondernemingskamer tot het oordeel brengen dat het verzoek niet hoeft te worden afgewezen, bijvoorbeeld omdat verzuimd is onverwijld het terugbrengen van een gering belang – stel van 6% naar 4% – te melden en verzoeker sedertdien duidelijk de bepalingen van de Wet melding zeggenschap heeft gerespecteerd. Het staat de verzoeker vrij de ondernemingskamer terzake van informatie te voorzien. De ondernemingskamer kan vervolgens de informatie en de ernst van de eerdere overtreding een rol laten spelen bij het oordeel over de kans dat verzoeker zich onredelijk of onbillijk zal gedragen. De ondernemingskamer is niet verplicht een verzoek af te wijzen als een eerdere overtreding aan het licht is gekomen. Een tijdslimiet is dan overbodig.

Geïnformeerd werd naar de al bestaande mogelijkheden om geheimhouding en/of vertrouwelijkheid van gegevens die in een procedure worden overgelegd, te waarborgen.

In het voorstel tot wijziging van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Kamerstukken II, 1999–2000, 26 855, nrs. 1–3) bevat artikel 1.3.10a een verbod om aan derden mededeling te doen van gegevens uit een zitting met gesloten deuren of andere gegevens uit de procedure, indien de rechter zulks heeft bepaald. Over dit voorstel tot wijziging van het burgerlijk procesrecht zal begin 2001 een wetgevingsoverleg plaatsvinden. Inwerkingtreding van het voorstel wordt in de loop van 2001 verwacht. Als dat het geval is, zullen partijen in een procedure op grond van artikel 359b rechtstreeks gebruik kunnen maken van deze wettelijke regeling.

## **Artikel II**

De leden van de fractie van de VVD signaleerden een discrepantie tussen de tekst van de overgangsbepaling en de toelichting in de nota naar aanleiding van het verslag. Zij vroegen om meer helderheid.

De overgangsregeling houdt in dat na de inwerkingtreding van de wet een verzoek tot doorbreking van de beschermingsconstructies pas na een jaar kan worden gedaan, ongeacht de vraag hoeveel eerder een verzoeker zijn belang van 70% bereikte. In de nota naar aanleiding van het verslag wordt aangegeven dat deze regeling noodzakelijk is om te voorkomen dat een verzoeker die reeds een jaar voor inwerkingtreding zijn belang hield maar dit niet aan de doelwitvennootschap heeft gemeld omdat artikel 359b hem daartoe (nog) niet verplichtte, onmiddellijk na de inwerkingtreding van de wet een verzoek doet. Naar ons oordeel is hier geen sprake van een discrepantie.

De Minister van Justitie,  
A. H. Korthals

De Minister van Financiën,  
G. Zalm

De Minister van Economische Zaken,  
A. Jorritsma-Lebbink