

Vergaderjaar 1999–2000

27 172

## Opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten

A (Herdruk)

### ADVIES RAAD VAN STATE EN NADER RAPPORT<sup>1</sup>

Hieronder zijn opgenomen het advies van de Raad van State d.d. 20 april 2000 en het nader rapport d.d. 26 mei 2000, aangeboden aan de Koningin door de minister van Financiën. Het advies van de Raad van State is cursief afgedrukt.

*Bij Kabinetsmissive van 3 april 2000, no. 00.001971, heeft Uwe Majesteit, op voordracht van de Minister van Financiën, bij de Raad van State ter overweging aanhangig gemaakt het voorstel van wet met memorie van toelichting tot opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten.*

*Het wetsvoorstel strekt ertoe om de thans in hoofdstuk 1 van het SER-besluit fusiegedragsregels 1975 (SER-Fusiecode) opgenomen regels inzake openbare biedingen op effecten onder de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte) te brengen. Daartoe wordt in de Wte een aantal wijzigingen aangebracht die een geschikt kader moeten scheppen. De gedragsregels zullen in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte) worden neergelegd. In eerste instantie zullen de in de SER-Fusiecode neergelegde regels één op één worden overgenomen (eerste fase). Het ligt in het voornemen om in een later stadium te bezien of inhoudelijke aanpassingen wenselijk zijn (tweede fase). In samenhang met de inbedding in de Wte zal het toezicht worden opgedragen aan de Stichting toezicht effectenverkeer (STE).*

*Het wetsvoorstel geeft de Raad van State aanleiding tot een aantal opmerkingen. Deze hebben onder meer betrekking op de verhouding tussen de wettelijke regeling en het restant van de SER-Fusiecode (inclusief de samenwerking tussen de STE en de Commissie voor Fusieaangelegenheden), de reikwijdte van de wettelijke regeling en het overgangsrecht.*

Blijkens de mededeling van de Directeur van Uw kabinet van 3 april 2000, no. 00.001971, machtigde Uwe Majesteit de Raad van State zijn advies inzake het bovenvermelde voorstel van wet rechtstreeks aan mij te doen toekomen. Dit advies, gedateerd 20 april 2000, No. W06.00.0132/IV, bied ik u hierbij aan.

*1. Het voorgestelde artikel 6a, eerste lid, Wte verbiedt een openbaar bod te doen op effecten, tenzij bepaalde regels in acht worden genomen. Aldus wordt de kern van hoofdstuk 1 van de SER-Fusiecode – artikel 2, eerste lid – naar de Wte overgebracht. Met het voorstel wordt het toezicht op het voorbereiden en uitbrengen van een openbaar bod op effecten opgedragen aan de STE. Voor de Commissie voor Fusieaangelegenheden blijft echter een rol weggelegd met betrekking tot hoofdstuk 2 van de SER-Fusiecode, dat fusies van ondernemingen betreft. Op vele transacties zullen beide hoofdstukken gelijktijdig van toepassing zijn.*

<sup>1</sup> De oorspronkelijke tekst van het voorstel van wet en van de memorie van toelichting zoals voorgelegd aan de Raad van State is ter inzage gelegd bij de afdeling Parlementaire Documentatie.

*Het college wijst erop dat tussen de hoofdstukken 1 en 2 van de SER-Fusiecode een zekere inhoudelijke samenhang bestaat. Zo kan voor de toepassing van ieder hoofdstuk van belang zijn of de verwachting is gewettigd dat overeenstemming tussen bieder en doelwitvennootschap kan worden bereikt, dan wel, in een later stadium, of het overleg met de vakorganisaties is afgerond. De aard van de regels zal echter gaan verschillen: die ter bescherming van aandeelhouders zijn wettelijk, met sanctionering in de Wet op de economische delicten, terwijl de SER-Fusiecode overtreding van die ter bescherming van werknemers slechts sanctioneert met een openbare berisping of kennisgeving. De vraag komt op of degenen die het initiatief nemen bij een openbaar bod, bij eventuele spanning tussen naleving van bepalingen ter bescherming van aandeelhouders of van werknemers, praktisch de voorrang zullen geven aan de aandeelhouders, ten nadele van de werknemers.*

*Voorts doet de vraag zich voor hoe, in voorkomend geval, de STE en de Commissie voor Fusieaangelegenheden hun toezicht zullen coördineren. De visie daaromtrent van elk van die instellingen is – uiteraard – van groot belang. Tenslotte rijst de vraag welke extra lasten deze «dubbele aanpak» voor alle betrokkenen meebrengt.*

*De Raad adviseert in de toelichting op één en ander in te gaan.*

1. Op grond van het «SER-besluit Fusiegedragsregels 2000 ter bescherming van werknemers» (hierna: SER-Fusiecode 2000), vastgesteld in de vergadering van de Sociaal-Economische Raad van 17 maart 2000, wordt een Geschillencommissie Fusiegedragsregels in het leven geroepen. Deze geschillencommissie heeft geen toezichthoudende taak. Wel kunnen de bij een fusie betrokken partijen en verenigingen van werknemers bij deze commissie een geschil aanhangig maken terzake van de naleving van de gedragsregels ter bescherming van werknemers. In de SER-Fusiecode 2000 is geen rol voor de Commissie voor Fusieaangelegenheden (CFA) voorzien. De bedoeling is dat de SER-Fusiecode 2000 gelijktijdig met het onderhavige wetsvoorstel in werking treedt.

Het is op zich juist dat in geval van een openbaar bod in de zin van Hoofdstuk I van de SER-Fusiecode vaak tevens sprake is van een fusie in de zin van Hoofdstuk II van de SER-Fusiecode. Ook is het juist dat er thans een zekere inhoudelijke samenhang tussen Hoofdstuk I en Hoofdstuk II van de SER-Fusiecode bestaat. Voor de toepassing van zowel Hoofdstuk I als Hoofdstuk II van de SER-Fusiecode is het moment van belang waarop de verwachting gewettigd is dat overeenstemming kan worden bereikt over het uit te brengen bod. Zodra evenwel de SER-Fusiecode 2000 in werking is getreden, zal dit moment niet langer bepalend zijn voor de toepassing van de regels ter bescherming van de werknemers. Tussen de krachtens het wetsvoorstel gestelde regels en de SER-Fusiecode 2000 bestaat een complementaire relatie. Van strijdigheid tussen de regels is noch inhoudelijk noch procedureel sprake. Er is dan ook geen aanleiding om aan te nemen dat in een concreet geval spanning kan ontstaan tussen de naleving van hetzij de regels ter bescherming van de aandeelhouders, hetzij de regels ter bescherming van de werknemers. De noodzaak tot coördinatie tussen de STE en de SER is gering. Zoals hiervoor werd opgemerkt is in de SER-Fusiecode 2000 geen toezichthoudende rol voor de CFA van de SER is weggelegd. Tussen de taak van de STE ingevolge het onderhavige wetsvoorstel en de Geschillencommissie Fusiegedragsregels van de SER bestaat geen overlap. Wel bestaat het voornemen in het Bte 1995 de regel op te nemen dat de bieder in het biedingsbericht informatie moet verschaffen over de naleving van de SER-Fusiecode 2000. De STE zal erop toezien dat door de bieder terzake informatie wordt verschaft. Overigens wijs ik er nog op dat de geheimhoudingsbepaling van artikel 33, tweede lid, van de Wte 1995 in het algemeen in de weg zal staan aan informatieverstrekking door de STE aan de SER. Van een «dubbele aanpak» is derhalve geen sprake. Het enkele feit dat het toezicht op de naleving van de regels ter bescherming van de aandeelhouders wordt overgedragen aan een afzonderlijke toezichthoudende autoriteit, hoeft op zich geen extra toezichtslasten tot gevolg te hebben. Wat wel zal leiden tot een vergroting van de toezichtslasten, is de versterking van de handhaving van de biedingsregels. De versterking van de handhaving van de biedingsregels is echter juist een belangrijke doelstelling van het onderhavige wetsvoorstel. Voorts worden door de SER de kosten voor het toezicht op de naleving van Hoofdstuk I van de SER-Fusiecode niet doorberekend aan

betrokkenen bij een openbare bieding, terwijl het wetsvoorstel (artikel 42 van de Wte 1995) erin voorziet dat de toezichtslasten kunnen worden doorberekend aan de bieder. Naar aanleiding van het advies van de Raad is in de memorie van toelichting paragraaf VIII ingevoegd waarin nader op de verhouding tussen het wetsvoorstel en Hoofdstuk II van de SER-Fusiecode respectievelijk de SER-Fusiecode 2000 wordt ingegaan.

*2. Volgens de toelichting is één van de overwegingen voor het wetsvoorstel dat het wenselijk wordt geacht om de gedragsregels ook van toepassing te doen zijn op buitenlandse partijen, hetgeen volgens de toelichting thans niet kan worden bereikt. Het toezicht door de STE zal in het voorstel mede plaatsvinden ten aanzien van buitenlandse partijen. Uit het voorstel of de toelichting wordt echter niet duidelijk hoe de STE en het openbaar ministerie in de praktijk in internationale situaties de gedragsregels zullen handhaven of sancties zullen toepassen. Het college adviseert de toelichting op dit punt aan te vullen.*

2. Het wetsvoorstel voorziet erin dat de regelgeving van toepassing is op buitenlandse partijen. Deze normstelling betekent op zich reeds een verbetering ten opzichte van de huidige situatie, vanwege het preventieve effect dat hiervan uitgaat. Indien sprake is van overtredingen door buitenlandse partijen, zijn maatregelen mogelijk. De handhaving van de effectenregelgeving jegens buitenlandse partijen zal inderdaad complicaties kunnen opleveren. Dit geldt niet alleen voor de handhaving van de regeling van openbare biedingen. Te denken valt aan een prospectus van een buitenlandse effectenuitgevende instelling via het Internet. Wanneer het prospectus zich – mede – richt op de Nederlandse markt, is de Nederlandse regelgeving van toepassing en de STE toezichthoudende autoriteit. Het feit dat de handhaving complicaties kan opleveren betekent evenwel niet dat de STE ten opzichte van buitenlandse partijen geen instrumenten heeft. Indien bijvoorbeeld een buitenlandse bieder een aanwijzing van de STE negeert om aanvullende informatie te verstrekken, kan de STE op grond van het wetsvoorstel een aanwijzing geven om het openbaar bod niet gestand te doen. Wordt ook deze aanwijzing niet opgevolgd, dan verleent het wetsvoorstel aan de STE de bevoegdheid om effecteninstellingen te verbieden hun medewerking te verlenen bij het effectueren van het bod. Consequentie is dat de bieder zijn bod weliswaar gestand doet, maar dat de aangemelde aandelen niet kunnen worden geleverd via onder toezicht van de STE staande effecteninstellingen. Hiernaast voorziet de Wte 1995 in adequate bevoegdheden voor de STE om informatie uit te wisselen en samen te werken met buitenlandse effectentoezichthouders. In het kader van de handhaving van de effectenregelgeving staan in het algemeen zowel via het administratieve kanaal (samenwerking met buitenlandse effectentoezichthouders) als via het strafrechtelijke kanaal (rechtshulpverdragen) mogelijkheden open. Tenslotte wordt in de memorie van toelichting opgemerkt dat in de tweede fase zal worden overwogen om bij grove schendingen van de regeling van openbare biedingen civielrechtelijke sancties (bijv. schorsing van stemrecht) mogelijk te maken. De memorie van toelichting is op het punt van de handhaving jegens buitenlandse partijen aangevuld.

*3. Artikel 2, vijfde lid, van de SER-Fusiecode houdt in dat een aantal van de in hoofdstuk 1 opgenomen gedragsregels in acht dient te worden genomen wanneer een Nederlandse bieder (in het buitenland) een openbaar bod doet op een buitenlandse rechtspersoon. De voorgestelde wettelijke regeling is alleen van toepassing op het doen van een openbaar aanbod op de Nederlandse markt. Het college adviseert deze beperkte strekking van het wetsvoorstel toe te lichten.*

3. Uitgangspunt is dat de Nederlandse biedingsregels in principe van toepassing dienen te zijn op ieder openbaar bod gericht op de Nederlandse effectenmarkt en de belegger op die markt. Als een Nederlandse bieder een openbaar bod doet op de effecten van een buitenlandse rechtspersoon, en deze effecten niet zijn toegelaten tot de notering aan een op grond van artikel 22 van de Wte 1995 erkende effectenbeurs of geregeld worden verhandeld in Nederland, bestaat voor de toepasselijkheid van de Nederlandse biedingsregels en toezicht door de STE geen reden. Op dit punt is inderdaad sprake van

een beperking in het bereik ten opzichte van de SER-Fusiecode. In de memorie van toelichting is terzake een passage toegevoegd.

*4. De werkingssfeer van de regels wordt mede bepaald door de voorgestelde definities van artikel 1, onderdelen o en p, Wte.*

*a. Als openbaar bod wordt aangemerkt een aanbod (dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod), buiten een besloten kring, op effecten. Deze definitie is zeer ruim, waardoor ook normale beurstransacties daaronder zullen kunnen vallen, hetgeen niet de bedoeling is. Mede gelet op de informatieverplichtingen die zullen voortvloeien uit artikel 29, eerste lid, Wte en de gevolgen van overtreding, is het van belang dat een zo scherp mogelijke afbakening wordt bereikt tussen die biedingen waarvoor de regels gelden en die transacties waarvoor dat niet het geval zal zijn.*

*Het college adviseert de definitie in artikel 1, onderdeel o, Wte aan te scherpen. b. De term «buiten een besloten kring» is blijkens de toelichting<sup>1</sup> in de praktijk in het kader van artikel 3, eerste lid, Wte niet steeds even duidelijk gebleken. De vraag rijst waarom men deze term hier opnieuw zou gebruiken, temeer nu hij, zoals de toelichting vermeldt, in het kader van de Wte aan een nader onderzoek wordt onderworpen.*

*Daarbij merkt de Raad op dat de aard van de betrokkenen in artikel 3 Wte (aandelen aanbieden) een andere kan zijn dan hier aan de orde is. In het eerste geval behoeven de betrokkenen niet al in enige transactie geïnteresseerd te zijn. In het tweede geval hebben de betrokkenen al een financiële band met de desbetreffende – allicht besloten – vennootschap. Het is daarom niet zonder meer vanzelfsprekend om in beide situaties de term «buiten een besloten kring» te gebruiken in dezelfde betekenis.*

*Het college adviseert het gebruik van deze term in heroverweging te nemen.*

4.a. Naar aanleiding van het advies van de Raad is in de definitie van het openbaar bod toegevoegd «door middel van een openbare mededeling gedaan». De essentie van het openbaar bod is dat het een bod betreft dat tot het brede publiek is gericht. Door de toegevoegde clausule is verduidelijkt dat de reguliere effectenhandel al dan niet via de beurs niet onder de reikwijdte van de regeling van openbare biedingen valt.

b. Met het criterium «buiten besloten kring» wordt aangesloten bij de in artikel 3 van de Wte 1995 terzake van het emissieprospectus gevolgde opzet. Dit ligt in de rede omdat het biedingsbericht en het emissieprospectus vergelijkbare documenten zijn. In het eerste geval wordt via een openbare oproep een beroep gedaan op het publiek om effecten aan te bieden. In het tweede geval wordt via een openbare oproep een beroep gedaan op het publiek om effecten te kopen. In beide gevallen staat de publieksbescherming centraal. In de praktijk geschiedt een openbaar bod veelal (gedeeltelijk) tegen aandelen in de biedende vennootschap en gaat (derhalve) een openbaar bod gepaard met de aanbieding van effecten bij uitgifte. Gelet op deze verstrengeling tussen de verbodsbepaling van artikel 6a Wte 1995 met die van artikel 3 Wte 1995, ligt het in de rede beide regelingen qua opzet, met inbegrip van het begrip «buiten besloten kring», zoveel mogelijk op elkaar af te stemmen. Dit neemt overigens niet weg dat ik het standpunt van de Raad deel dat helderheid moet bestaan over de vraag of de wettelijke regels van toepassing zijn of niet. In dit verband wordt gewezen op de circulaire van de STE over haar beleid inzake het criterium «buiten besloten kring» in het kader van het emissieprospectus.<sup>2</sup> Voor zover nodig zal de STE haar beleid met het oog op de toepassing van artikel 6a nader toelichten. Overigens merk ik nog op dat destijds ook door Raaijmakers is gesuggereerd om voor de reikwijdte van de wettelijke regeling van openbare biedingen aansluiting te zoeken bij het criterium «buiten besloten kring» in de zin van artikel 3 van de Wte 1995. Hij stelt dat er geen reden is beleggers door middel van openbare mededelingen te informeren en voldoende tijd te gunnen, «indien het bod wordt gedaan in «besloten verhoudingen», wanneer er, anders uitgedrukt, sprake is van een «besloten kring» in de zin van artikel 3 Wte 1995». Het criterium «buiten besloten kring» geeft volgens hem «een open, flexibele en specifiek op het effectenrecht toegespitste norm, ook voor gevallen die formeel «besloten» zijn, doch materieel als «open» dienen te worden aangemerkt».<sup>3</sup> De desbetreffende passage in de memorie van toelichting is verduidelijkt.

<sup>1</sup> Artikelsgewijze toelichting bij artikel I, onderdeel A.

<sup>2</sup> Stichting Toezicht Effectenverkeer, Beleid van de STE inzake besloten kring, circulaire 98-001, juli 1998.

<sup>3</sup> M. J. G. C. Raaijmakers en C.Ae. Uniken Venema, Herziening van de Fusiecode, Zwolle 1994, pp. 17 en 46.

5. In artikel 1, onderdeel p, Wte worden de termen «doet voorbereiden» en «heeft doen uitbrengen» gehanteerd. Het is volgens de Raad niet duidelijk wat met deze termen wordt bedoeld. Indien het om vertegenwoordiging zou gaan, zouden deze termen niet nodig zijn. Eventueel zou dan de term «namens» kunnen worden gehanteerd, zoals dat thans geschiedt in artikel 1, eerste lid, onderdeel c, van de SER-Fusiecode.  
Het college adviseert het voorstel op dit punt te verduidelijken.

5. Met de ruime definitie van een «bieder» is beoogd dat in alle gevallen toerekening aan de werkelijke bieder plaatsvindt. Te denken valt aan de situatie dat de bieder een financiële instelling, stroman of dochter inschakelt. Teneinde deze strekking te verduidelijken, zijn in het wetsvoorstel de woorden «doet voorbereiden» en «heeft doen voorbereiden» vervangen door de clausule: door of namens wie.

6. Ingevolge artikel 6a, eerste lid, Wte geldt de regeling voor beursgenoteerde effecten en voor effecten die geregeld worden verhandeld in Nederland. De term «geregeld worden verhandeld in Nederland», die voorkomt in de SER-Fusiecode, geeft aanleiding tot vragen.

De eerste is wanneer sprake is van «geregeld». Nu het zal gaan om een wettelijke bepaling en overtreding van de regels strafbaar zal zijn, zou deze term nader gedefinieerd moeten worden.

Ten tweede is het de vraag wat wordt verstaan onder «in Nederland». Er kunnen verschillende aanknopingspunten met Nederland zijn, bijvoorbeeld de vestigingsplaats van de bieder, de woon- of vestigingsplaats van degenen aan wie het aanbod wordt gedaan, de vestigingsplaats van de doelwitvennootschap en de plaats waar de beoogde transacties zouden moeten plaatsvinden. Het college adviseert ook dit punt te verduidelijken.

6. Van geregelde verhandeling is sprake indien de betrokken effecten jaarlijks ieder kwartaal enige malen worden verhandeld. Indien de gegevens omtrent de verhandeling uitwijzen dat er sprake is van een grensgeval, kan tevens gewicht toe worden gekend aan het percentage aandelen dat in handen is van bij het bestuur van de doelvennootschap onbekende aandeelhouders. Deze interpretatie sluit aan bij de jurisprudentie van de CFA, en de praktijk heeft uitgewezen dat de praktijk met deze interpretatie goed uit de voeten kan. Het ligt overigens in de bedoeling dat op het moment dat de wettelijke regeling van openbare biedingen in werking treedt daar waar nodig door de STE nadere beleidsregels worden gepubliceerd. Met de clausule «in Nederland» wordt aangesloten bij de jurisdictie ten aanzien van andere onderdelen van de financiële toezichtswetgeving. Zo wordt het bereik van de Wte 1995 begrensd door het criterium «in of vanuit Nederland» (zie bijvoorbeeld de artikelen 3, eerste lid, 7, eerste lid, en 46, eerste lid, van de Wte 1995). In het voorgestelde artikel 6a is deze clausule overgenomen, met dien verstande dat wordt gesproken over geregelde verhandeling «in Nederland» in plaats van «in of vanuit Nederland». De gedachte is dat indien een openbaar bod door een bieder vanuit Nederland wordt gedaan op effecten die niet in Nederland zijn genoteerd noch regelmatig worden verhandeld, er geen reden is om dat bod onder de Nederlandse regelgeving te brengen. Voor de interpretatie van de clausule «in Nederland» is de context van belang, te weten «geregeld worden verhandeld in Nederland». Het aanknopingspunt is derhalve de (geregelde) verhandeling. Deze geregelde verhandeling moet in Nederland plaatshebben. De toelichting is in deze zin verduidelijkt.

7. In artikel 6a, tweede lid, Wte wordt bepaald dat, onder zekere voorwaarden, het verbod in het eerste lid niet geldt, mits in elke schriftelijke bekendmaking van het openbare bod naar het biedingsbericht wordt verwezen. Deze formulering is ontleend aan artikel 3, eerste en tweede lid, Wte.

De vraag komt op waarom deze verplichting alleen geldt bij schriftelijke bekendmaking en niet ook bij bekendmakingen of contacten via andere media. De ratio is dat de betekenis van een aanbod duidelijk wordt gemaakt. Het zou dan voor de hand liggen te verlangen dat de bieder, van het moment af dat het biedingsbericht beschikbaar dient te zijn, bij alle contacten betreffende het openbare bod verwijst naar het biedingsbericht.

Het college adviseert de reikwijdte van de bepaling inzake de verwijzing naar het biedingsbericht te verruimen.

7. Het advies van de Raad om het woord «schriftelijke» te schrappen is gevolgd, zodat ook bij bekendmakingen via andere media, waarbij bijvoorbeeld kan worden gedacht aan het Internet, de verplichting bestaat om naar het biedingsbericht te verwijzen.

*8. Een openbaar bod op eigen aandelen zal volgens de toelichting<sup>1</sup> onder de vrijstellingsregeling worden gebracht omdat dit ingevolge artikel 2, zesde lid, van de SER-Fusiecode thans niet onder de SER-Fusiecode valt. Het college meent dat inkoop van eigen aandelen met het oog op transparantie ter bescherming van beleggers ter beurse vergelijkbaar is met een openbaar bod. Het college adviseert de aangekondigde vrijstellingsregeling te heroverwegen en, indien zij wordt gehandhaafd, nader toe te lichten.*

8. De mening van de Raad dat inkoop van eigen aandelen met het oog op transparantie ter bescherming van beleggers ter beurse vergelijkbaar is met een openbaar bod op de effecten van een andere vennootschap wordt onderschreven. Toch is vanuit een consistente «één-op-één» benadering een vrijstellingsregeling voor inkoop van eigen aandelen in de eerste fase redelijk te achten, aangezien het openbaar bod op de eigen aandelen niet valt onder Hoofdstuk I van de SER-Fusiecode. Naar aanleiding van het advies van de Raad is de relevante passage in de memorie van toelichting enigszins aangescherpt.

*9. In het Bte zullen de verschillende gedragsregels die thans zijn opgenomen in hoofdstuk 1 van de SER-Fusiecode worden neergelegd. In de ogen van het college leent artikel 12 van de SER-Fusiecode zich daar echter niet voor. Dat artikel houdt in een verbod voor deieder om in een periode van drie jaar na de publicatie van het biedingsbericht effecten van de soort waarop het bod betrekking had, te verwerven tegen voor de houder van elk effecten gunstiger voorwaarden dan volgens het openbare bod. Dat verbod, dat als pendant van het voorgestelde artikel 6a, eerste lid, Wte kan worden gezien, dient in het wetsvoorstel zelf te worden opgenomen. Het college adviseert daartoe.*

9. Het advies van de Raad om de verbodsbepaling van artikel 12 van de SER-Fusiecode niet in het Bte 1995 maar in de wet zelf op te nemen is overgenomen.

*10. In artikel 44, derde lid, Wte worden wijzigingen voorgesteld met betrekking tot bezwaar en beroep. Met deze wijzigingen wordt beoogd procedures aanmerkelijk te versnellen, zodat tijdig duidelijkheid ontstaat. De Raad maakt hierbij twee opmerkingen.*

*a. Onderkend wordt dat de snelheid waarmee procedures kunnen worden afgewikkeld in de beoogde situaties van groot belang is. In verband daarmee kunnen het niet toepassen van de bezwaarprocedure en de bevoegdheid van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB) in eerste en enige aanleg, zoals voorgesteld, gerechtvaardigd zijn. Anders dan voorgesteld, zou de rechter echter de mogelijkheid moeten behouden om, binnen het bestaande kader van de wet, zijn eigen werkwijze te bepalen. Uit dat oogpunt bestaat bezwaar tegen de verplichte versnelde behandeling van elk beroep door het CBB. Het college adviseert deze verplichting te laten vervallen. Uiteraard laat dat onverlet dat het CBB de mogelijkheid behoudt om een procedure via versnelde behandeling af te doen indien daartoe aanleiding bestaat.*

*b. Beroep kan, zoals gezegd, worden ingesteld bij het CBB, dit in afwijking van artikel 44, eerste lid, Wte dat de arrondissementsrechtbank te Rotterdam bevoegd verklaart. De voorgestelde tekst kan – onbedoeld – de indruk wekken dat er een keuze tussen twee bevoegde rechterlijke instanties zou zijn, de rechtbank Rotterdam en het CBB. Het college adviseert dit artikellid aan te passen, zodat onmiskenbaar is dat het CBB in afwijking van het eerste lid, exclusief bevoegd is met betrekking tot besluiten die zijn genomen met toepassing van – de hoofdregel van – het tweede lid.*

10.a. Het advies van de Raad, om het CBB niet te verplichten het beroep tegen besluiten van de STE terzake van openbare biedingen volgens de versnelde procedure van afdeling 8.2.3 van de Awb te behandelen, is overgenomen. Tevens is in de memorie van toelichting aangegeven dat in de situatie van een openbaar bod, zoals ook door de Raad wordt onderkend, de snelheid waarmee

---

<sup>1</sup> Artikelsgewijze toelichting bij artikel I, onderdeel A.

gerechtelijke procedures kunnen worden afgehandeld van groot belang is, zodat het voor de hand ligt dat het CBB de versnelde procedure toepast.

b. Het advies van de Raad om het artikellid te verduidelijken is overgenomen.

*11. Het overgangsrecht voorziet erin dat indien de aankondiging van een openbaar bod plaatsvindt vóór de inwerkingtreding van de wet, het oude stelsel van toepassing blijft, mits het bod binnen een periode van zes maanden na de inwerkingtreding van de wet wordt gedaan. Het gevolg van deze benadering is dat de Commissie voor Fusieaangelegenheden – mede gelet op artikel 12 van de SER-Fusiecode – nog een aantal jaren belast zal zijn met de afhandeling van hoofdstuk 1-zaken, terwijl de STE de nieuwe autoriteit is geworden op dat gebied. Het is de vraag of dat wenselijk is. Voorts heeft de passage «mits het bod uiterlijk zes maanden na dat tijdstip wordt uitgebracht» tot gevolg dat gedurende die periode niet duidelijk is welke instantie over die periode bevoegd zal blijken te zijn geweest. Het college adviseert het overgangsrecht opnieuw te bezien. Daarbij verdient tevens aandacht hoe zal blijken dat hoofdstuk 1 van de SER-Fusiecode niet meer van toepassing is op een transactie die onder de nieuwe wettelijke regeling valt. Tenslotte dient de toelichting aan te stippen de vraag hoe de SER-Fusiecode wordt aangepast aan de nieuwe wettelijke situatie.*

11. Volgens artikel III van het onderhavige wetsvoorstel is artikel 6a, eerste en derde lid, van de Wte 1995 niet van toepassing op gedragingen terzake van een openbaar bod dat is aangekondigd voorafgaand aan het tijdstip dat deze artikelliden in werking zijn getreden. De Raad veronderstelt dat de CFA als gevolg van deze overgangsregeling nog een aantal jaren belast zal zijn met de afhandeling van lopende Hoofdstuk I zaken. De Raad verwijst in het bijzonder naar de naleving van artikel 12 van de SER-Fusiecode. Deze bepaling houdt een verbod in voor de bieder om gedurende een periode van drie jaar na de publicatie van het biedingsbericht aandelen te verwerven tegen voor de houder van de aandelen gunstiger voorwaarden dan volgens het openbaar bod. Ik wijs erop dat de overgangsregeling zich slechts uitstrekt tot artikel 6a, eerste en derde lid. Op grond van artikel 12, dat op advies van de Raad niet in het Bte 1995 maar in de wet wordt opgenomen, zal de STE, ook ten aanzien van biedingen die onder de overgangsregeling vallen, vanaf het moment van inwerkingtreding van de wettelijke regeling van openbare biedingen belast zijn met het toezicht op de naleving van het in dit artikel vervatte verbod. Voorts kan worden verwacht dat de CFA de openbare biedingen die onder de overgangsregeling vallen uiterlijk negen maanden na de inwerkingtreding van de wet zal hebben afgehandeld. Dit kan als volgt nader worden toegelicht. Het is niet mogelijk dat de bieder de procedure eindeloos oprekt. Stel dat op de dag voorafgaand aan de inwerkingtreding van artikel 6a, eerste en derde lid, een openbaar bod wordt aangekondigd, dan zal ingevolge de overgangsregeling de wettelijke regeling van openbare biedingen niet op dit geval van toepassing zijn. Het aangekondigde openbaar bod valt onder Hoofdstuk I van de SER-Fusiecode, waarbij de CFA toeziet op de naleving van de regels. Op grond van artikel 5 van de SER-Fusiecode is de bieder gehouden om binnen 30 dagen na de aankondiging van het openbaar bod (i) hetzij een openbaar bod uit te brengen, (ii) hetzij een besluit tot het niet-uitbrengen van het bod bekend te maken, (iii) hetzij een indicatie bekend te maken van de termijn waarop een besluit ten aanzien van het bod verwacht kan worden. Indien alleen een indicatie van de termijn heeft plaatsgevonden, kan de CFA de bieder verplichten binnen een door haar vast te stellen termijn een besluit inzake het al dan niet uitbrengen van het bod algemeen bekend te maken. Binnen zes weken nadat een openbaar bod algemeen bekend is gemaakt dient de bieder een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen. De CFA zal naar verwachting niet toestaan dat een bieder de procedure zodanig vertraagt dat zes maanden na de eerste aankondiging van een openbaar bod nog steeds geen biedingsbericht is uitgebracht. Mocht desondanks zich een geval voordoen waarin ten aanzien van een openbaar bod dat is aangekondigd vóór de inwerkingtreding van de wet zes maanden na de inwerkingtreding van de wet nog geen biedingsbericht is uitgebracht, dan voorziet de overgangsregeling er in dat de wettelijke regeling van openbare biedingen op dit bod van toepassing wordt, voor de gedragingen na deze periode van zes maanden. De CFA zal het desbetreffende dossier op dat moment overdragen aan de STE. De STE is vervolgens bevoegd om een aanwijzing aan de betrokken bieder te

geven, bijvoorbeeld de aanwijzing om onverwijld een biedingsbericht uit te brengen. Een en ander heeft tot gevolg dat zes maanden na de inwerking-treding van de wet alleen nog een toezichthoudende taak voor de CFA resteert ten aanzien van die openbare biedingen die (a) zijn aangekondigd vóór de inwerkingtreding van de wet en (b) waaromtrent een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld. Deze taak heeft betrekking op de naleving van de regels in de periode tussen het uitbrengen van het biedingsbericht en de gestanddoening van het bod. In de praktijk beslaat deze periode niet meer dan drie maanden. Naar aanleiding van het advies van de Raad is in de overgangsregeling verduidelijkt dat de wettelijke regeling van openbare biedingen niet van toepassing is op een openbaar bod dat is aangekondigd voorafgaand aan het tijdstip dat deze regeling in werking is getreden. Indien zes maanden na de inwerkingtreding nog geen bod is uitgebracht, zal de wettelijke regeling van openbare biedingen wel van toepassing worden, maar slechts voor zover het gedragingen betreft die na die zes maanden plaatsvinden. Aangezien de STE is belast met het toezicht op de naleving van de wettelijke regeling van openbare biedingen, heeft zij geen taak ten aanzien van de onder de overgangsregeling vallende biedingen gedurende de periode van zes maanden. De SER-Fusiecode betreft zelfregulering. De SER kan regelen dat Hoofdstuk I van de SER-Fusiecode niet meer van toepassing is op openbare biedingen die onder de wettelijke regeling vallen. Bedoeling is dat Hoofdstuk I slechts blijft gelden voor openbare biedingen die zijn aangekondigd voordat de wettelijke regeling in werking treedt.

*12. Het wetsvoorstel houdt geen aanwijzing in wat het civielrechtelijk gevolg zou zijn van een handeling in strijd met het verbod van artikel 6a, eerste lid, Wte. Zou, overeenkomstig punt 9 van dit advies, het verbod van artikel 12 van de SER-Fusiecode in de wet worden opgenomen, dan zou ook te dien aanzien de vraag naar het civiele effect opkomen. Gelet op artikel 40 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek adviseert de Raad ten minste in de toelichting aan te duiden of de bedoelde verboden in het algemeen strekken ter bescherming van de Nederlandse financiële markt dan wel in het bijzonder ter bescherming van de wederpartij en of dit meebrengt dat de geldigheid van een daarmee strijdige rechtshandeling wordt aangetast.*

12. Ten aanzien van de civielrechtelijke gevolgen van een schending van het voorgestelde artikel 6a kan het volgende worden opgemerkt. In beginsel zal handelen in strijd met artikel 6a een onrechtmatige daad tot gevolg kunnen hebben (artikel 6:162 BW). De vordering zal alleen kunnen worden ingesteld door degene jegens wie onrechtmatig is of dreigt te worden gehandeld. Van belang is derhalve of de norm de strekking heeft de eiser in het geschonden belang te beschermen (het zogeheten relativiteitsvereiste). Aangezien artikel 6a beoogt het adequate functioneren van de effectenmarkten te bevorderen en de belegger te beschermen, zal het relativiteitsvereiste in de regel in de weg staan aan de ontvankelijkheid van de bieder en de doelvennootschap. Eigenaren van de desbetreffende effecten en andere rechthebbenden zullen wel een vordering uit onrechtmatige daad kunnen instellen. Hierbij kan schadevergoeding worden gevorderd. Indien een onrechtmatige daad dreigt kan in principe ook een verbod tot het plegen van een zekere handeling (bijv. het uitbrengen van een bod) worden gevorderd. In deze situatie ligt het echter meer voor de hand dat rechthebbenden aan de STE vragen een aanwijzing te geven. De STE heeft een eigen verantwoordelijkheid om te bepalen of de gevraagde aanwijzing moet worden verleend. Indien de STE besluit geen aanwijzing te geven, staat in principe beroep open op het CBB. Artikel 6a is een dwingende wetsbepaling die niet de strekking heeft de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten (art. 3:40, derde lid, BW). Indien een openbaar bod na gestanddoening door de rechter nietig zou kunnen worden verklaard, dan wel zou kunnen worden vernietigd, zou dit tot grote onzekerheid in de markt aanleiding geven, waardoor het effectieve functioneren van de effectenmarkten in gevaar zou worden gebracht. Het voorgestelde artikel 6b, waarin het verbod van gunstiger transacties na gestanddoening van artikel 12 van de SER-Fusiecode is neergelegd, heeft wel de strekking de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Het verbod van artikel 6b strekt primair tot bescherming van de belegger die zijn effecten tijdens het openbaar bod heeft aangeboden. In voorkomende gevallen kan de rechter beslissen dat rechtshandelingen in strijd



met artikel 6b vernietigbaar zijn wegens strijd met een dwingende wetsbepaling (art. 3:40, tweede lid, BW). Een en ander laat overigens onverlet dat in de tweede fase zal worden gezien of een bijzondere rechtsgang nodig is waarin civielrechtelijke sancties (zoals schorsing van stemrecht) kunnen worden gevorderd. In de memorie van toelichting is een passage terzake toegevoegd.

*13. In de memorie van toelichting wordt aangegeven dat het voorstel is afgestemd met marktpartijen en enkele deskundigen op het terrein van het effectenrecht.<sup>1</sup> Afgezien van de vermelding dat er een breed draagvlak voor het wetsvoorstel bestaat, is niet aangegeven welke opmerkingen genoemde deskundigen hebben gemaakt en hoe daarmee is omgegaan bij het opstellen van het wetsvoorstel. Ook wordt in dit verband niet duidelijk hoe is omgegaan met de door de verschillende marktpartijen gemaakte opmerkingen. Verder wordt de aandacht gevestigd op de reacties van Amsterdam Exchanges, onderscheidenlijk van de Vereniging van Effectenbezitters, waarin is opgemerkt dat een zeer korte termijn was vergund voor het leveren van commentaar.*

*De Raad adviseert om in de toelichting nader in te gaan op de voorbereiding van het wetsvoorstel en op de opmerkingen die bij de voorbereiding van verschillende zijden zijn gemaakt.*

13. In eerste instantie is door het Ministerie van Financiën, in overleg met de STE en de SER, een werkdocument opgesteld. Dit werkdocument is ter informatie aangeboden aan verschillende deskundigen, marktpartijen en andere betrokken ministeries. Het Ministerie van Financiën heeft vervolgens op basis van dat werkdocument een voorontwerp van wet opgesteld. Nadat overeenstemming was bereikt met de STE en de SER, is het voorontwerp breed uitgezet voor advies. Vanwege de urgentie van het wetsvoorstel kreeg men een relatief korte termijn voor een schriftelijke reactie. Aan de andere kant werd men wel in de gelegenheid gesteld tot een mondelinge toelichting. Het voorontwerp is besproken met enkele deskundigen op het gebied van het overnamerecht. Zij stemden in met het voorontwerp. Tevens hebben zij verschillende suggesties gedaan voor technische verbeteringen, die in het wetsvoorstel zijn verwerkt. Voorts zijn er gesprekken geweest met de AEX, de VEB en de VEUO. De drie organisaties hebben in die gesprekken in algemene zin hun steun uitgesproken voor het wetsvoorstel. De gesprekken hebben geleid tot verschillende aanpassingen van technische aard. Van de VEUO, de VEB en de FNV zijn formele adviezen ontvangen. Een belangrijk punt van de VEUO en de FNV was, dat alle bepalingen uit Hoofdstuk I van de FC in de eerste fase «één-op-één» naar het Bte 1995 moeten worden overgeheveld. Dit uitgangspunt is in de memorie van toelichting expliciet vermeld. Een andere meer principiële opmerking van de VEUO was, dat in de tweede fase nader aandacht zou moeten worden besteed aan de vraag of de inbedding in de Wte 1995 wel een permanente oplossing biedt. Het gaat immers om een mengeling van vennootschapsrecht, effectenrecht en overig ondernemingsrecht en niet uitsluitend om regels die het oog hebben op het adequaat functioneren van de kapitaalmarkt en de positie van de beleggers op die markt. De VEUO heeft voorts mondeling bepleit dat een openbaar bod op de eigen aandelen niet zou moeten worden meegenomen. Afgesproken is dat in de eerste fase een vrijstellingsregeling zal gelden, met het oog op de «één-op-één»-benadering. De VEB had opmerkingen over de noodzaak van een spoedige revisie van de materiële biedingsregels en civielrechtelijke sancties. De suggesties van de VEB over de inhoudelijke toetsing door de STE zijn overgenomen. Voor het overige wordt verwezen naar de adviezen, die als bijlage bij de memorie van toelichting zijn gevoegd. In de memorie van toelichting wordt nader ingegaan op de voorbereiding van het wetsvoorstel.

*14. Voor redactionele kanttekeningen verwijst het college naar de bij het advies behorende bijlage.*

14. Met de redactionele opmerkingen van de Raad is rekening gehouden.

---

<sup>1</sup> Algemeen deel, paragraaf II, laatste alinea.

*De Raad van State geeft U in overweging het voorstel van wet te zenden aan de Tweede Kamer der Staten-Generaal, nadat met het vorenstaande rekening zal zijn gehouden.*

*De Vice-President van de Raad van State,  
H. D. Tjeenk Willink*

Ik moge U verzoeken het hierbij gevoegde gewijzigde voorstel van wet en de gewijzigde memorie van toelichting aan de Tweede Kamer der Staten-Generaal te zenden.

De Minister van Financiën,  
G. Zalm

**Bijlage bij het advies van de Raad van State van 20 april 2000, no. W06.00.0132/IV, met redactionele kanttekeningen die de Raad in overweging geeft.**

- In artikel I, onderdeel A, in artikel 1, onderdeel p, «daarmee gelijkgesteld lichaam» vervangen door: daarmee vergelijkbaar lichaam.
- In artikel I, onderdeel A, in artikel 1, onderdeel p, tussen «voorbereidt» en «heeft uitgebracht» ook «uitbrengt» onder de definitie brengen.
- In artikel I, onderdeel B, in artikel 6b verduidelijken dat vrijstellingen en ontheffingen ook kunnen worden verleend op onderdelen van het in artikel 6a, eerste tot en met derde lid, geregelde.
- In artikel I, onderdeel I, in artikel 44, derde lid, verduidelijken voor welke besluiten als bedoeld in het tweede lid, die regeling toepassing vindt.
- De redactie van artikel 38, eerste lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 aanpassen in verband met de nieuwe onderdelen n, o en p in artikel 29, eerste lid.
- Bij het gebruik van de verschillende gehanteerde afkortingen in de toelichting telkens bij de eerste keer de naam voluit schrijven.
- In de toelichting, algemeen deel, paragraaf VII, vierde alinea, verduidelijken op grond van welke voor Nederland geldende internationale verplichtingen voor strafsancities een rechtsgang in twee feitelijke instanties open moet staan.