

Vergaderjaar 2005–2006

**30 419**

## **Uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod**

**Nr. 8**

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

Ontvangen 16 juni 2006

#### **I. ALGEMEEN**

Met belangstelling is kennisgenomen van de vragen en opmerkingen van de leden van de CDA-fractie, de PvdA-fractie en de VVD-fractie. Het verheugt het kabinet dat de Tweede Kamer zich bereid heeft getoond om het wetsvoorstel op relatief korte termijn in behandeling te nemen. Alvovens specifiek in te gaan op de vragen en opmerkingen van de aan het woord zijnde fracties, wil ik graag mede namens de ministers van Financiën en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en de Staatssecretaris van Economische Zaken enkele algemene opmerkingen maken.

Door meerdere fracties is geconstateerd dat het wetsvoorstel op onderdelen verder gaat dan strikt noodzakelijk is op grond van de overname-richtlijn (richtlijn nr. 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod). Het op onderdelen «verder gaan» dan de overnamerichtlijn is inherent aan de reikwijdte en systematiek van die richtlijn. De overnamerichtlijn is in vele opzichten een kaderrichtlijn, die niet alle onderwerpen met betrekking tot openbare biedingen regelt. Artikel 6 van de richtlijn bevat bijvoorbeeld slechts enkele summierse bepalingen over het biedingsproces. Niet uitputtend is geregeld hoe een bod moet worden aangekondigd en uitgebracht en welke informatie een biedingsbericht dient te bevatten. Het is aan de lidstaten overgelaten om verdere invulling te geven aan het biedingsproces. Het bepaalde bij of krachtens dit wetsvoorstel dat tot doel heeft een volledige regeling te geven voor het biedingsproces, strekt daartoe. Voorts geldt dat artikel 5 van de richtlijn toestaat dat de lidstaten afwijken van het bepaalde in de richtlijn, mits die afwijkingen in overeenstemming zijn met de algemene beginselen van de overnamevoorschriften. Het karakter van een kaderrichtlijn in combinatie met de genoemde afwijkingsmogelijkheid hebben tot gevolg dat een «level playing field» binnen de Europese Unie op het terrein van openbare biedingen niet gerealiseerd zal worden, maar dat is met deze richtlijn ook niet beoogd.

Een onderdeel van het wetsvoorstel dat samenhangt met de materie van de overnamerichtlijn maar niet noodzakelijk is ter uitvoering daarvan, betreft het voorgestelde artikel 359c van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW). De kern van deze bepaling is dat de kapitaalverschaffer die 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt na gestanddoening van

een bod, zodra zes maanden zijn verstreken na het uitbrengen van het openbaar bod, een algemene vergadering bijeen kan roepen en in die vergadering bijzondere (statutaire) rechten van (andere) aandeelhouders ten aanzien van de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen terzijde worden gesteld. De bepaling wordt ook wel aangeduid als de automatische doorbraakregel.

Alle aan het woord zijnde fracties hebben vraagtekens geplaatst bij dit voorstel. De fracties hebben twijfel of met de voorgestelde bepaling een «level playing field» zal ontstaan met andere Europese landen, omdat Nederland verder zou gaan met het aantasten van beschermingsconstructies dan die andere landen. Nederlandse beursvennootschappen zouden daardoor kwetsbaar kunnen worden voor vijandige overnames. Ook VNO-NCW, de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de KNB en de Nederlandse Orde van Advocaten en FNV steunen het desbetreffende voorstel niet. In een eerder stadium sprak de commissie vennootschapsrecht zich uit tegen de automatische doorbraak. Ook van de zijde van de wetenschap zijn daarover overwegend kritische commentaren ontvangen. Het kabinet heeft zich daarom opnieuw beraden op het voorgestelde artikel 2:359c BW. De bedoelde vraagtekens van de fracties in samenhang met de ontvangen commentaren en de bestudering van inmiddels beschikbare gegevens over de wijze waarop andere lidstaten de overnamerichtlijn zullen implementeren, hebben geleid tot heroverweging van het wetsvoorstel op het punt van de automatische doorbraak. In dit verband is ook van belang dat de overnamerichtlijn zo spoedig mogelijk wordt uitgevoerd omdat de implementatiet termijn op 20 mei 2006 reeds is verstreken. Het kabinet meent dat de automatische doorbraakregel in het huidige tijdsgewricht zodanig omstreden is dat deze een spoedige behandeling en inwerkingtreding van het wetsvoorstel in de weg zal staan. Artikel 2:359c BW wordt daarom geschrapt bij tweede nota van wijziging.

De leden van de PvdA-fractie hebben gevraagd in te gaan op een reeks vragen en opmerkingen van de FNV in haar brief van 1 maart 2006. In hoeverre kan het wetsvoorstel de medezeggenschappositie van de werknemers aantasten? In hoeverre dreigt het gevaar van asset-stripping, afwenteling van financieringslasten, bedenkelijke transacties en diefstal van corporate opportuniteiten? Hoe beoordeelt het kabinet de stelling van de FNV dat deze regeling geen pendant zal vinden in andere EU-lidstaten? Kan het kabinet een analyse geven van de voordelen van het bevorderen van een overnamemarkt ten opzichte van de nadelen daarvan? Welke nadelen kent de overnamemarkt? Is het huidige enquêterecht voldoende om dwarsliggende raden van bestuur tot de orde te roepen? Deelt het kabinet de mening van FNV dat de ondernemingsraad zich in de op pagina. 4 van de brief van 1 maart bedoelde verzoekschriftprocedure moet kunnen voegen?

Allereerst wordt ingegaan op de vraag over de medezeggenschap van werknemers. Artikel 14 van de overnamerichtlijn bepaalt uitdrukkelijk dat geen afbreuk wordt gedaan aan bestaande nationale bepalingen op het gebied van informatie en raadpleging en eventuele inspraak van de werknemers van de biedende en de doelvennootschap. Dit betekent dat de bepalingen van de Wet op de ondernemingsraden en de SER-fusiegedragsregels 2000 onverkort van toepassing zijn. Bovendien houdt de richtlijn specifieke informatierechten in voor de werknemersvertegenwoordigers (of bij ontstentenis van werknemersvertegenwoordigers de werknemers). Deze informatierechten worden uitgewerkt in het Besluit openbare biedingen (hierna: Bob). De richtlijn en het wetsvoorstel dat deze uitvoert, doen derhalve geen afbreuk aan de bestaande medezeggenschappositie van de werknemers van een onderneming, die via een vennootschap die de onderneming in stand houdt, betrokken zijn bij een openbare bieding.

Het kabinet meent dat in zijn algemeenheid niet gezegd kan worden dat het onderhavige wetsvoorstel bijdraagt aan een toename van de door de FNV gepercipieerde gevaren van asset-stripping, afwenteling van financieringslasten, bedenkelijke transacties en diefstal van corporate opportuniteiten. De huidige wetgeving biedt voldoende waarborgen aan minderheidsaandeelhouders, crediteuren en werknemers om misstanden in de vennootschap aan de kaak te stellen, zoals het enquêterecht en het aansprakelijkheidsrecht.

In verband met de vraag of het wetsvoorstel – kennelijk is bedoeld de onverplichte onderdelen daarvan – een pendant zal vinden in andere EU-lidstaten wordt verwezen naar hetgeen hiervoor is opgemerkt over het schrappen van artikel 2:359c BW. Artikel 2:118a BW kent voor zover thans bekend geen pendant in de meeste andere lidstaten, waarschijnlijk omdat certificering van aandelen daar niet als beschermingsconstructie wordt gehanteerd.

De leden van de PvdA-fractie vroegen om een analyse van de voordelen van het bevorderen van de overnamemarkt ten opzichte van de nadelen. Ook werd gevraagd om een opsomming van de nadelen van de overnamemarkt.

Over de voor- en nadelen van het bevorderen van een overnamemarkt («market for corporate control») zijn talloze wetenschappelijke artikelen verschenen. In de rechtseconomische literatuur is de heersende opvatting dat de «agency costs» en «private benefits» hoger uitvallen bij controlerende aandeelhouders. De gedachte is dat een efficiënte overnamemarkt aan aandelen een hogere waarde verbindt omdat inefficiënte bestuurders kunnen worden vervangen, waardoor ondernemingen beter in staat zijn kapitaal aan te trekken. Het kapitaal komt daar terecht waar het het meest efficiënt kan worden ingezet. Als nadeel van de overnamemarkt wordt wel genoemd dat deze ertoe kan leiden dat het bestuur winstgevendende (R&D)investeringen afwijst, onder invloed van (potentiële) aandeelhouders die niet altijd voldoende in staat zijn de informatie over de investeringen op waarde te schatten. Een ander genoemd nadeel van de overnamemarkt is het risico dat bestuurders teveel gericht zijn op de korte termijn, zodat bijvoorbeeld minder investeringen plaatsvinden omdat bestuurders liever aandelen inkopen dan nieuwe aandelen uitgeven. In verband met de vraag of het huidige enquêterecht voldoende handvatten biedt om een dwarsliggende raad van bestuur tot de orde te roepen, wordt het volgende opgemerkt. Het enquêterecht is in de praktijk een zeer belangrijk instrument om de gang van zaken bij een vennootschap – de vraag of sprake is van wanbeleid – aan het oordeel van de rechter te onderwerpen. De Ondernemingskamer doet hierover elk jaar – binnen een relatief kort tijdsbestek na het begin van de procedure – een groot aantal uitspraken. Van wanbeleid kan onder meer sprake zijn wanneer het bestuur van een overgenomen vennootschap het standpunt van de grootaandeelhouder bij voortduring negeert. Overigens kan een grootaandeelhouder ook beroep doen op de regel dat het bestuur zich naar redelijkheid en billijkheid dient te gedragen jegens hem (artikel 2:8 BW). Besluitvorming door het bestuur in strijd met de redelijkheid en billijkheid kan tot gevolg hebben dat het desbetreffende besluit vernietigbaar is (artikel 2:15 lid 1 onderdeel b BW). Voorts riskeren bestuurders aansprakelijkheid wanneer zij grove fouten maken in het uitoefenen van de bestuurstaak (artikel 6:162 BW). Een grootaandeelhouder heeft bij een dwarsliggend bestuur derhalve verschillende juridische middelen om zijn positie kracht bij te zetten.

Ook wilden de leden van de PvdA-fractie vernemen of de ondernemingsraad zich moet kunnen voegen in een procedure op grond van het voorgestelde artikel 6c, derde lid, Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna Wte 1995), waarmee de doelvennootschap, de aandeelhouders en de certificaathouders aan de Ondernemingskamer kunnen verzoeken te bepalen dat geen openbaar bod behoeft te worden uitgebracht – hoewel

de biidgrens wordt overschreden – vanwege de financiële toestand van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming. In dit verband wijs ik op artikel 282 lid 1 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering. Op grond van dat artikel kan iedere belanghebbende tot de aanvang van de behandeling van een verzoekschrift of, indien de rechter dit toestaat nog in de loop van de behandeling, een verweerschrift indienen. Aldus kan de ondernemingsraad zich mengen in de verzoekschriftprocedure die door de doelvennootschap, de aandeelhouders of de certificaathouders is gestart. De griffier roept hen die een verweerschrift hebben ingediend op tegen de dag van de behandeling. Ik meen dat met deze mogelijkheid om een verweerschrift in te dienen feitelijk is voldaan aan de wens van de FNV.

De leden van de PvdA-fractie hebben gevraagd om in te gaan op de vragen en opmerkingen over het wetsvoorstel van zowel Eumedion, de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht als VNO-NCW. Verschillende van deze vragen en opmerkingen komen ook later terug in dit verslag. Op deze plaats zal – zoveel mogelijk artikelsgewijs – worden ingegaan op de vragen en opmerkingen die niet tevens separaat door de aan het woord zijnde fracties zijn gesteld. Voor de overige vragen en opmerkingen wordt verwezen naar de inbreng van de desbetreffende fractie(s).

### **Verplicht openbaar bod**

Ten aanzien van het verplichte openbaar bod wees de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht erop dat ingeval een verzoek bij de Ondernemingskamer wordt ingediend als bedoeld in artikel 6b, de verzoeker aannemelijk moet maken dat er sprake is van een biidplicht, bijvoorbeeld ten gevolge van het feit dat door personen in onderling overleg wordt gehandeld. De commissie adviseerde expliciet in de wet te bepalen dat de bewijsrechtelijke bepalingen van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering op deze verzoekschriftprocedure van toepassing zijn. In verband met deze opmerking wordt gewezen op artikel 284 lid 1 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering. In 2002 is de negende afdeling van de tweede titel van dat wetboek (bewijs) uitdrukkelijk van overeenkomstige toepassing verklaard op de verzoekschriftprocedure, tenzij de aard van de zaak zich hiertegen verzet. Daarmee is reeds bewerkstelligd wat de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht heeft voorgesteld.

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht en Eumedion stelden dat alleen personen met een *duurzame* samenwerking zouden moeten kwalificeren als «personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld». Deze zienswijze wordt niet gedeeld. De omschrijving van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld als bedoeld in het voorgestelde artikel 1, eerste lid, onderdeel s, van de Wte 1995 sluit nauw aan bij de definitie van «in onderling overleg ...handelende personen» als bedoeld artikel 1, onderdeel d, van de overnamerichtlijn. De definitie in de richtlijn is niet beperkt tot personen die *duurzaam* samenwerken. Ook incidentele samenwerking tussen aandeelhouders kan onder omstandigheden leiden tot een biidplicht, mits voldaan wordt aan twee voorwaarden. Er moet sprake zijn van een overeenkomst op grond waarvan wordt samen gewerkt en de samenwerking dient te strekken tot het verkrijgen van (overwegende) zeggenschap of het dwarsbomen van het openbaar bod.

Eumedion achtte het daarnaast wenselijk dat in de toelichting op het voorgestelde artikel 1, eerste lid, onderdeel s van de Wte 1995 een aantal voorbeelden wordt gegeven van gevallen waarin personen in onderling overleg handelen. Hiervoor is echter reeds ingegaan op de vraag aan welke voorwaarden moet zijn voldaan om te kunnen spreken van handelen in onderling overleg. De vraag wanneer sprake is van «een overeenkomst» die «strekt tot het verkrijgen van (overwegende) zegen-

schap of het dwarsbomen van het openbaar bod» moet worden beantwoord aan de hand van de waardering van de concrete omstandigheden van het geval. De bedoelde situaties zullen doorgaans zo specifiek zijn dat voorbeelden in algemene zin weinig verhelderend zullen werken.

#### *Waarborgen voor de minderheidsaandeelhouder*

Eumedion stelde de vraag of minderheidsaandeelhouders beter moeten worden beschermd wanneer een juridische fusie of activa-passiva transactie plaatsvindt nadat een openbaar bod is uitgebracht waarop de desbetreffende aandeelhouders niet hebben gereflecteerd. Een gelijke vraag is gesteld door de leden van de VVD-fractie (in het algemeen deel), de leden van de CDA-fractie (in het deel vennootschapsrechtelijke aspecten in de richtlijn ten aanzien van een openbaar overnamebod) en de leden van de PvdA-fractie (in het deel overnames en beschermingsmaatregelen). Naar de desbetreffende antwoorden wordt verwezen.

#### **Artikelsgewijs commentaar**

##### *Artikel 1, tweede lid, onderdeel o, van de Wte 1995*

VNO-NCW merkte op dat de definitie van openbaar bod niet tot uitdrukking brengt dat het moet gaan om een voor aanvaarding vatbaar bod. Dit zou onduidelijkheid veroorzaken over de mededelingsplichten die voorafgaan aan het moment waarop de AFM-goedkeuring wordt verkregen. Deze visie wordt niet gedeeld. In de definitie van een openbaar bod wordt verwezen naar een aanbod als bedoeld in artikel 6:217 lid 1 BW. Dit betekent dat een overeenkomst tot stand komt door een aanbod en *aanvaarding daarvan*. De verwijzing behelst dus wel degelijk een voor aanvaarding vatbaar bod. Onder een openbaar bod wordt overigens ook verstaan een uitnodiging tot het doen van een aanbod. Deze uitnodiging betreft op zichzelf geen aanbod dat voor aanvaarding vatbaar is, maar een uitnodiging om effecten aan te bieden. Dit laatste kan aan de orde zijn bij een partieel of een tenderbod.

##### *Artikel 1, eerste lid, onderdeel r, van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht wees op de mogelijkheid, als gevolg van de voorgenomen vervroegde registratiedatum (30 dagen), dat zich de situatie kan voordoen dat een persoon stemrecht kan uitoefenen in de aandeelhoudersvergadering op het moment dat hij zijn aandelen inmiddels heeft verkocht. Het kabinet is zich bewust van die mogelijkheid, maar beschouwt dat niet als een nieuw fenomeen. Met de introductie in 1999 van de mogelijkheid om een registratiedatum vast te stellen (artikel 2:119 BW) is reeds de principiële keuze gemaakt dat op de aandeelhoudersvergadering aandeelhoudersrechten kunnen worden uitgeoefend door personen die ten tijde van de aandeelhoudersvergadering wellicht niet langer aandeelhouder zijn. Dat de registratietermijn thans – op verzoek van zowel Eumedion als VNO-NCW – van 7 dagen naar 30 dagen wordt verlengd doet daaraan niet af. Wanneer een persoon – doordat hij 30% van de stemrechten heeft kunnen uitoefenen – overwegende zeggenschap heeft (gehad) en daarmee bepalend is (geweest) in de aandeelhoudersvergadering, wordt aan hem terecht een biedplicht opgelegd.

##### *Artikel 1, eerste lid, onderdeel s, onder 4, van de Wte 1995*

Eumedion merkte op dat de in dit onderdeel opgenomen categorie van in onderling handelende personen overbodig is, gezien de daaraan voorafgaande verwijzing naar de definitie van dochtermaatschappij. De opmer-

king van Eumedion is terecht en deze verwijzing zal bij tweede nota van wijziging worden geschrapt.

*Artikel 6a van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht betwijfelde de juistheid van de opmerking op pagina 26 van de memorie van toelichting, inhoudende dat het bij een verplicht bod niet geoorloofd is om territoriale restricties op te nemen in het bod, maar dat in het biedingsbericht kan worden opgenomen dat de bidder zich niet actief zal richten tot de markten buiten de Europese Economische Ruimte (EER) en dat alsdan biedingsregels buiten de EER niet behoeven te worden nageleefd. Deze opmerking behoeft inderdaad enige nuancering. Ook een verplicht bod dient te worden gericht tot alle aandelen van een bepaalde categorie of klasse, ongeacht of die aandelen worden gehouden door personen die zich buiten de EER bevinden of werkzaam zijn. Niet valt uit te sluiten dat, gezien het feit dat het bod zich zal kunnen richten op bieders buiten de EER, ook bepaalde (disclosure)regelgeving uit landen buiten de EER van toepassing zal zijn omdat aandeelhouders daar wonen of gevestigd zijn.

De commissie deed voorts de suggestie om de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) de mogelijkheid te geven een verzoek als bedoeld in het voorgestelde artikel 6d van de Wte 1995 in te dienen bij de Ondernemingskamer en de AFM met betrekking tot het verplichte bod een inlichtingenbevoegdheid te geven. Deze suggestie wordt niet gevolgd. Aandeelhouders, certificaathouders en een in het kader van het collectieve actierecht ingezette rechtspersoon hebben de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken maatregelen te treffen ten einde het uitbrengen van een verplicht bod en eventuele bijkomende maatregelen af te dwingen. Het kabinet is niet overtuigd van de noodzaak om deze bevoegdheid ook aan de AFM te verlenen. Temeer omdat een dergelijke bevoegdheid wederom een nieuwe taak voor de AFM zou betekenen, die bekostigd zal moeten worden uit bijdragen van de sector en de algemene middelen.

*Artikel 6b, eerste lid, onderdelen c en d, van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht deed het voorstel om een stichting continuïteit die vóór de aankondiging van een openbaar bod aandelen gaat houden onder de uitzondering van onderdeel c van artikel 6b te brengen. Dit voorstel wordt niet gevolgd. De desbetreffende uitzondering is bedoeld om een vennootschap in een overnamesituatie de mogelijkheid te bieden beschermingspreferente aandelen uit te geven aan een stichting continuïteit, ten einde de doelvennootschap tijd en ruimte te geven haar positie ten opzichte van de bidder te bepalen. Van belang is hierbij dat van een werkelijke overnamesituatie, in de zin van het wetsvoorstel, pas kan worden gesproken wanneer een openbare aankondiging tot een openbaar bod is gedaan. De uitzondering van onderdeel c geldt alleen voor stichtingen die aandelen in de vennootschap gaan houden *nadat* een openbaar bod is aangekondigd. Dit staat er niet aan in de weg dat – *voordat* sprake is van enig overnamebod – de vennootschap opties uitgeeft aan een stichting die gelieerd is aan de vennootschap, ten einde de stichting aandelen te laten verkrijgen in de vennootschap zodra op enig toekomstig moment een overnamesituatie zou ontstaan (na aankondiging van een openbaar bod).

Eumedion merkte op van mening te zijn dat de definitie van «onafhankelijk» in het voorgestelde artikel 6b, eerste lid, onderdeel c, van de Wte 1995 in de wettekst dient te worden opgenomen en niet in een, op grond van het tweede lid van artikel 6b van de Wte 1995 vast te stellen, alge-



mene maatregel van bestuur. Naar de mening van Eumedion zou daarbij aangesloten kunnen worden bij de definitie van onafhankelijkheid van een administratiekantoor in het huidige artikel 2:118a lid 3 BW. Ook in het voorgestelde onderdeel d van het eerste lid van artikel 6b van de Wte 1995 zou aan de rechtspersoon een onafhankelijkheidseis moeten worden opgelegd waarbij eveneens kan worden aangesloten bij het huidige artikel 2:118a lid 3 BW, aldus Eumedion.

De suggestie van Eumedion om het begrip «onafhankelijk» in het voorgestelde onderdeel c van het eerste lid van artikel 6b van de Wte 1995 op te nemen, neemt het kabinet niet over. Omdat het antwoord op de vraag wanneer kan worden gesproken van «onafhankelijkheid» onderhevig is aan veranderende maatschappelijke opvattingen, zo leren de ervaringen uit het verleden, heeft het de voorkeur de invulling van dit begrip op een lager niveau vast te leggen dan in een wet in formele zin. Hierdoor ontstaat meer flexibiliteit om op gewijzigde maatschappelijke opvattingen in te kunnen spelen. Bij de invulling van het begrip in de op grond van het tweede lid van artikel 6b van de Wte 1995 eventueel vast te stellen algemene maatregel van bestuur, vormt de in het huidige artikel 2:118a lid 3 BW opgenomen formulering wel het uitgangspunt. Omdat in dit wetsvoorstel echter wordt voorgesteld dat artikel te laten vervallen, ligt het – naast de wens voor de mogelijkheid tot een flexibelere vormgeving – niet in de rede om in artikel 6b, eerste lid, onderdeel c van de Wte 1995 zelf te verwijzen naar de formulering van artikel 2:118a lid 3 BW.

Het kabinet neemt de suggestie van Eumedion om ook in onderdeel d van het eerste lid van artikel 6b van de Wte 1995 een onafhankelijkheidseis op te (kunnen) nemen, over.

In de tweede nota van wijziging zal dit worden aangepast.

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht wees voorts op de mogelijkheid dat twee personen gelijktijdig stemrechten kunnen verwerven waarbij het aantal stemrechten dat daaraan is verbonden, ook gelijk is. Indien twee personen gelijktijdig (op dezelfde dag) overwegende zeggenschap verkrijgen en het aantal aan de zeggenschap verbonden stemrechten voor beide personen gelijk is, is de uitzondering van lid 1 onderdeel h niet van toepassing. Dit betekent dat beide personen op grond van het voorgestelde artikel 6a van de Wte 1995 in beginsel verplicht zullen zijn een bod uit te brengen. Hierop geldt één uitzondering die bij de tweede nota van wijziging aan het wetsvoorstel zal worden toegevoegd. Indien een dochtermaatschappij overwegende zeggenschap verkrijgt en de moedermaatschappij, onder toepassing van het voorgestelde artikel 1, eerste lid, onderdeel s, onder 2, van de Wte 1995 gelijktijdig eveneens (middellijk) overwegende zeggenschap verkrijgt waarbij (middellijk) eenzelfde aantal stemrechten wordt verkregen, kan worden volstaan met slechts één openbaar bod dat door de moedermaatschappij en/of dochtermaatschappij wordt uitgebracht. Hetzelfde geldt wanneer twee of meer groepsmaatschappijen onder toepassing van het voorgestelde artikel 1, eerste lid, onderdeel s, onder 1, gelijktijdig overwegende zeggenschap verkrijgen waaraan hetzelfde aantal stemrechten is verbonden. In het laatste geval kan ook worden volstaan met één openbaar bod.

#### *Artikel 6c, eerste lid, van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht vindt het wenselijk dat de termijn van 30 dagen pas ingaat wanneer een aandeelhouder weet of behoort te weten dat hij inmiddels over overwegende zeggenschap beschikt. Het kabinet deelt deze mening niet. Artikel 5, eerste lid, van de overnamerichtlijn houdt een verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod in zodra een aandeelhouder overwegende zeggenschap heeft verkregen. Het voorgestelde artikel 6a van de Wte 1995 sluit aan bij de richtlijn. Op grond van de formulering van de richtlijn is niet van belang of

de persoon die de overwegende zeggenschap heeft verkregen, dit ook weet of zou behoren te weten.

*Artikel 6c, derde lid, van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht wees terecht op de onduidelijke verhouding tussen het voorgestelde artikel 6c, derde lid, en artikel 6d van de Wte 1995. Door middel van de tweede nota van wijziging zal dit worden aangepast, opdat duidelijk wordt dat de Ondernemingskamer een persoon niet van een biedplicht kan ontslaan, maar wel maatregelen kan nemen teneinde te waarborgen dat een verplicht bod werkelijk wordt uitgebracht.

*Artikel 6c, vierde lid, van de Wte 1995*

Ten aanzien van de termijn in het vierde lid merkte de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht op dat het redelijker is wanneer deze pas ingaat op het moment dat de desbetreffende persoon wist of behoorde te weten dat de uitzondering op de verplichting om een bod uit te brengen, was komen te vervallen. Het kabinet deelt deze mening niet. Daar waar het de eigen verantwoordelijkheid van een aandeelhouder is om er bedacht op te zijn of hij overwegende zeggenschap verkrijgt en biedplichtig wordt, is het ook zijn verantwoordelijkheid om, indien hij onder een uitzondering van het voorgestelde artikel 6b van de Wte 1995 valt, gedurende de periode dat hij overwegende zeggenschap heeft in de gaten te houden of de uitzondering van toepassing blijft.

*Artikel 6d, van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht wees er terecht op dat artikel 6d van de Wte 1995 thans niet bepaalt dat de Ondernemingskamer het verzoek om maatregelen slechts toewijst wanneer artikel 6a of 6c is overtreden. In de tweede nota van wijziging zal deze ommissie worden hersteld.

Verder zal overeenkomstig de wens van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht en Eumedion het voorgestelde artikel 6d van de Wte 1995 worden aangevuld in die zin dat de Ondernemingskamer de bevoegdheid krijgt om een besluit van de aandeelhoudersvergadering van de doelvennootschap te schorsen of te vernietigen indien een aandeelhouder die biedplichtig was, maar nog geen bod heeft uitgebracht, voor het desbetreffende besluit heeft gestemd.

Ook stelde de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht de vraag of een uitspraak van de Ondernemingskamer waarbij een verplicht bod wordt opgelegd aan een buitenlandse aandeelhouder, een uitspraak is die in het buitenland erkend wordt en afdwingbaar is.

Een uitspraak van de Nederlandse rechter is uitvoerbaar wanneer de desbetreffende aandeelhouder valt onder het recht van een lidstaat van de Europese Unie. In dat geval kan beroep worden gedaan op het Europees Executieverdrag. Zou uitspraak worden gewezen tegen een aandeelhouder die buiten de Europese Unie is gevestigd, dan kan de executie daarvan bemoeilijkt worden door het ontbreken van rechtsmacht. In de praktijk zijn hier echter niet snel problemen te verwachten. Op grond van artikel 6d, onderdeel b, van de Wte 1995 kan het stemrecht van de desbetreffende aandeelhouder worden geschorst gedurende een door de Ondernemingskamer te bepalen periode. Op grond van onderdeel c van artikel 6d kan voorts de deelname aan de aandeelhoudersvergadering worden verboden. Deze maatregelen treffen ook de aandeelhouder die zich buiten de Europese Unie bevindt, omdat de algemene vergadering van een Nederlandse beursvennootschap in Nederland dient te worden gehouden.



#### *Artikel 6e, van de Wte 1995*

Naar aanleiding van een opmerking van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht wordt het voorgestelde 6e, eerste lid, van de Wte 1995 in de tweede nota van wijziging aangevuld, zodat duidelijk is dat de bieder in elke bekendmaking naar het goedgekeurde biedingsbericht moet verwijzen (vgl. artikel 5:74, eerste lid, van de Wft).

#### *Artikel 6f, tweede lid, van de Wte 1995*

Zowel de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht als Eumedion plaatsten opmerkingen bij het voorgestelde artikel 6f, tweede lid, van de Wte 1995 en de redactie daarvan. De commissie merkte op dat niet duidelijk uit het artikel blijkt dat er een verband dient te bestaan tussen de informatie die openbaar moet worden gemaakt en een gerechtvaardigde koersvorming van de effecten. Eumedion vroeg zich af of het artikel nodig is en hoe het artikel zich verhoudt met artikel 9b van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995).

Bij het antwoord op deze vragen en opmerkingen dient allereerst te worden bedacht dat het Bte 1995 – en dus ook artikel 9b Bte 1995 – zal komen te vervallen en worden vervangen door het Bob. Van het Bob is inmiddels een ambtelijk voorontwerp ter consultatie openbaar gemaakt. De uiteindelijke redactie van artikel 6f, tweede lid, van de Wte 1995 en het Bob zullen op elkaar worden afgestemd. Het startpunt bij de formulering van deze bepalingen is dat koersgevoelige informatie die verband houdt met een openbaar bod, volgens de in de artikelen 46 en 47 van de Wte 1995 opgenomen algemeen geldende regels omtrent de openbaarmaking van koersgevoelige informatie, in beginsel openbaar moet worden gemaakt. Het door de commissie genoemde verband tussen (de thans nog zo genoemde) «gerechtvaardigde koersvorming» en het openbaar maken van informatie blijkt ook thans al uit het voorgestelde artikel 6f, tweede lid, van de Wte 1995, door opname van de verwijzing naar «informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet». Met het vervallen van artikel 9b Bte 1995 is voorts de reden gegeven waarom uitbreiding van de werkingssfeer van de artikelen 46 en 47 van de Wte 1995 noodzakelijk is.

#### *Artikel 6g, derde lid, en Artikel 6l van de Wte 1995*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht merkte op dat artikel 6g lid 3 van de Wte 1995, waarin de voorwaardelijkheid van de delegatie is geregeld, geen pendant kent in artikel 6l, terwijl laatstgenoemde bepaling in het derde lid wel een grondslag bevat voor de vaststelling van de algemene maatregel van bestuur. Naar aanleiding van deze opmerking zal aan artikel 6l van de Wte 1995 evenals aan artikel 5:81 van de Wft (Artikelen VI en VII) een bepaling overeenkomstig artikel 6g, derde lid, van de Wte 1995 worden toegevoegd.

#### *Artikel 6l, eerste lid, van de Wte 1995*

Eumedion merkte op een ministeriële regeling geen geschikt instrument te vinden om vrijstellingen van het verplicht bod op te nemen. Zoals hierna, in antwoord op vragen van leden van de VVD-fractie, zal worden besproken is het kabinet voorstander van de mogelijkheid om (ook) bij ministeriële regeling vrijstelling te (kunnen) verlenen van de biedplicht. Hierdoor wordt bewerkstelligd dat op relatief snelle en flexibele wijze nieuwe vrijstellingen van de biedplicht kunnen worden geïntroduceerd indien de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt daarom vragen.

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht merkte op dat het aanknopen bij de goedkeuring van het biedingsbericht voor de vaststelling van de einddatum waarop het bod moet worden uitgebracht, willekeurig is. Volgens de commissie kan het zijn dat de bieder nog niet in de gelegenheid is een bod uit te brengen na de goedkeuring van het biedingsbericht. Deze opmerking verbaast enigszins. Wanneer het biedingsbericht is goedgekeurd door de AFM, mag verwacht worden dat de bieder gereed is het bod uit te brengen. Alle voor de beoordeling van het bod noodzakelijke informatie zal in het biedingsbericht zijn opgenomen en dus door de bieder beschikbaar zijn gesteld. De bieder hoeft na de goedkeuring alleen nog maar het bod uit te brengen door het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen. Openbaarmaking van het biedingsbericht binnen zes werkdagen na goedkeuring door de AFM is derhalve niet onredelijk.

*Artikel 2:118a BW*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht steunt de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW niet. De commissie stelde voor om de mogelijkheid van intrekking van volmachten in oorlogstijd te koppelen aan de zes-maanden termijn van artikel 2:359c BW.

Afgezien van de omstandigheid dat artikel 2:359c BW bij tweede nota van wijziging wordt geschrapt, zou dit voorstel tot gevolg hebben dat stemvolmachten aan de certificaathouder kunnen worden geweigerd en dat stemvolmachten kunnen worden ingetrokken gedurende de eerste zes maanden van de «oorlogstijd». Dat resultaat is niet wenselijk vanuit de gedachte dat de certificaathouder juist in oorlogstijd behoefte heeft om zijn stem te laten gelden. Na afloop van een termijn van zes maanden zou de certificaathouder voor een voldongen feit kunnen komen te staan. De suggestie van de commissie is niet overgenomen.

*Artikel 2:359b BW*

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht is ingegaan op verschil van mening in de literatuur ten aanzien van de vraag of bij de toepassing van artikel 2:359b lid 1 onderdeel b BW een call optie tot het nemen van beschermingspreferente aandelen valt onder een uitvoeringshandeling die niet is toegestaan in het zicht van een openbaar bod. Uitgangspunt van het wetsvoorstel is dat beursvennootschappen zelf bepalen of zij een beschermd karakter hebben of niet. Zoals de commissie ook zelf opmerkte, is niet waarschijnlijk dat veel genoteerde vennootschappen met preferente beschermingsaandelen zullen kiezen voor een vrijwillige toepassing van artikel 2:359b lid 1 BW. De keuze voor de mogelijkheid om beschermingsaandelen uit te geven, geeft immers aan dat een vennootschap kiest voor een beschermd karakter, terwijl de vrijwillige toepassing van artikel 2:359b lid 1 BW moet duiden op een tegengestelde keuze. Wanneer een vennootschap kiest voor de toepassing van artikel 2:359b lid 1 onderdeel b BW is dat niet te rijmen met het bestaan van call opties die nog na de aankondiging van een openbaar bod kunnen worden uitgeoefend ten behoeve van de uitgifte van preferente beschermingsaandelen.

De commissie plaatste vraagtekens bij de mogelijke toepassing van (slechts enkele onderdelen van) artikel 2:359b BW, teneinde de toepassing van artikel 2:359c BW te vermijden. Hierop hoeft niet te worden ingegaan, nu artikel 2:359c BW wordt geschrapt bij tweede nota van wijziging. In verband met lid 3 is door de commissie verzocht om een verduidelijking van de billijke vergoeding die verschuldigd is wanneer een aandeel-

houder wordt geschaad door de toepassing van artikel 2:359b lid 1 en lid 2 BW. Het gaat daarbij om de situatie dat geen beroep kan worden gedaan op statutaire of contractuele beperkingen van de overdracht van aandelen of op statutaire of contractuele beperkingen van de uitoefening van het stemrecht, dan wel wanneer voor elk aandeel slechts een stem kan worden uitgebracht of een bijzonder recht ten aanzien van de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen niet geldt. De richtlijn verplicht de lidstaten om een regeling te treffen op grond waarvan een vergoeding van de schade van de aandeelhouder die hierdoor wordt getroffen, kan worden vastgesteld. Uitgangspunt van de regeling in het onderhavige wetsvoorstel is dat de schade van geval tot geval dient te worden vastgesteld. Er kan immers niet goed bij voorbaat worden bepaald welke vergoeding in een specifiek geval billijk zal zijn. De voorgestelde regeling biedt de rechter de mogelijkheid om in te spelen op de omstandigheden van het geval. Daarbij zijn de bepalingen van Titel 1, Afdeling 10 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek van toepassing. De aandeelhouder kan de veroorzaker van de schade aansprakelijk stellen. Dit zal in de praktijk veelal de bieder betreffen. Op grond van artikel 6:95 BW kan aanspraak worden gemaakt op de vermogensschade. Voor vergoeding komt in aanmerking de schade die in een zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en de schade, als een gevolg van de gebeurtenis kan worden toegerekend (artikel 6:98 BW). De richtlijn verplicht niet tot de invoering van een meer gedetailleerde (en daarmee ook minder flexibele) regeling.

#### *Artikel 2:359d BW*

VNO NCW vroeg of de samentrekking van de voorgestelde uitkoopregeling in artikel 2:359d BW met de bestaande uitkoopregeling in artikel 2:92a BW zou leiden tot meer overzichtelijkheid. Dat is niet het geval. Bij het opstellen van het wetsvoorstel is de samenvoeging van de bepalingen overwogen, maar is daarvan afgezien toen bleek dat een en ander zou leiden tot een slecht leesbare bepaling. Artikel 2:359d wijkt op verschillende punten af van de regeling in artikel 2:92a BW, omdat de aan artikel 2:359d ten grondslag liggende richtlijn bepaling specifiek is geschreven voor de situatie van een openbaar bod. Vanwege die verschillen ligt opname in een afzonderlijke bepaling meer voor de hand. Plaatsing van de desbetreffende bepaling in Afdeling 3 van titel 8 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, die ziet op openbare biedingen, eveneens. De opmerking van Eumedion, inhoudende dat artikel 2:359d lid 6 BW een onjuiste verwijzing bevat, wordt meegenomen in de tweede nota van wijziging.

#### *Artikel 2:392 BW*

De redactionele opmerkingen van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht ten aanzien van onjuiste verwijzingen in artikel 2:392 BW worden verwerkt in de tweede nota van wijziging.

De leden van de VVD-fractie verzochten om een analyse van het Europese speelveld. Zij vroegen in het kader van de bescherming van beursgenoteerde bedrijven, om een overzicht van de wijze waarop de belangrijkste EU-landen, waaronder in ieder geval Engeland, Duitsland en Frankrijk, de overnamerichtlijn implementeren.

De overnamerichtlijn houdt een aantal keuzemogelijkheden ten aanzien van de bescherming van beursvennootschappen tegen een vijandige overname in. De lidstaten kunnen bepalen dat beursvennootschappen verplicht zijn om de zogenoemde passiviteitsregel (artikel 9, leden 2 en 3 van de overnamerichtlijn)<sup>1</sup> en de doorbraakregel (artikel 11 van de

---

<sup>1</sup> Passiviteitsregel: het bestuur van de doelvennootschap moet zich na de aankondiging van een vijandig bod neutraal (passief) opstellen.

overnamerichtlijn)<sup>1</sup> toe te passen. Indien een lidstaat daartoe niet beslist, is de keuze omtrent de toepassing van de artikelen 9 en/of 11 aan de beursvennootschap zelf. De toepassing van de desbetreffende artikelen van de richtlijn blijkt dan uit de statuten van de vennootschap. De reciprociteitregel is een ander onderdeel van de overnamerichtlijn met implicaties voor de bescherming van beursvennootschappen. Beursvennootschappen mogen de reciprociteitregel slechts toepassen indien de nationale implementatiewetgeving dat uitdrukkelijk toestaat. Het toepassen van de reciprociteitregel is alleen relevant voor onbeschermd beursvennootschappen. Onbeschermd beursvennootschappen zijn de vennootschappen die ofwel verplicht ofwel vrijwillig de passiviteitregel of de doorbraakregel toepassen. Wanneer een onbeschermd beursvennootschap wordt geconfronteerd met een (vijandige) bieder die zelf niet eveneens (en op gelijke wijze) onbeschermd is, dan kan de doelvennootschap zich omwille van argumenten van «level playing field» alsnog beschermen. Voor de goede orde: het betreft hier alleen reciprociteit ten opzichte van (het bestuur en de raad van commissarissen van) de overnemende onderneming en niet ten opzichte van aandeelhouders, toezichthouders of overheden (artikel 12 lid 3 van de overnamerichtlijn). De richtlijn heeft als achterliggende gedachte dat alleen beursvennootschappen die statutair gevestigd zijn in de EU in staat zijn om de status «onbeschermd» te krijgen. Slechts zij kunnen de artikelen 9, leden 2 en 3, en artikel 11 van de overnamerichtlijn toepassen. Om de vraag van de leden van de VVD-fractie goed te kunnen beantwoorden wordt hierna een overzicht gegeven van de keuzes die de verschillende lidstaten maken omtrent de al dan niet verplichte toepassing van de passiviteitregel (artikel 9, leden 2 en 3, van de overnamerichtlijn), de doorbraakregel (artikel 11 van de overnamerichtlijn) en de reciprociteitregel (artikel 12, lid 3, van de overnamerichtlijn). Informatie van de Europese Commissie uit maart 2006 geeft het volgende aan, waarbij overigens wordt aangetekend dat het implementatietraject destijds in de regel nog niet door de lidstaten was afgerond.

Land	NL	FR	Dui	VK	Spa	Ita	Irl	Dk	Zwe	Bel	Oos	Port	Grie	Fin
Verplichte toepassing passiviteitregel	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Nb*	Ja	Nee	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Verplichte toepassing doorbraakregel	Nee	Nee	Nee	Nee	Nb	Nb	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Ja	Nee
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitregel	Ja	Ja	Ja	Nee	Nb	Nb	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee

\* Nb in de tabel betekent dat de gegevens niet bekend zijn.

Land	Tsj	Hon	Let	Lit	Pol	Lux	Slow
Verplichte toepassing passiviteitregel	Ja	Ja	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja
Verplichte toepassing doorbraakregel	Nee	Nee	Ja	Ja	Nee	Nee	Nee
Mogelijkheid van toepassing reciprociteitregel	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nb.

Naar aanleiding van het bovenstaande overzicht kan een aantal conclusies worden getrokken. Ten eerste blijkt dat het merendeel van de lidstaten de passiviteitregel verplicht voorschrijft. Het onderhavige wetsvoorstel doet dat echter niet. Het bestuur van een Nederlandse doelvennootschap kan derhalve in beginsel, nadat een (vijandig) bod is uitgebracht, desgewenst nog beschermingsmaatregelen treffen. Het wetsvoorstel heeft immers als uitgangspunt dat een vennootschap zelf beslist over de vraag of zij een beschermd karakter heeft. Ten tweede volgt uit het overzicht dat de doorbraakregel uitsluitend door Griekenland, Letland en Litouwen verplicht lijkt te worden voorgeschreven. Ten derde bestaat over de mogelijkheid om beroep te doen op de reciprociteitregel verdeeldheid. Het

<sup>1</sup> Doorbraakregel: Bepaalde statutaire beschermingsconstructies worden doorbroken indien de bieder 75% verkrijgt door een openbaar bod uit te brengen.

Verenigd Koninkrijk past deze regel bijvoorbeeld niet toe. Duitsland, Frankrijk en Nederland wel.

De leden van de VVD-fractie wensten te vernemen hoe het kabinet aankijkt tegen het Franse beleid van «patriottisme économique» waarbinnen beschermingsconstructies expliciet worden toegestaan voor een aantal met name genoemde sectoren.

Het kabinet heeft kennis genomen van het Franse beleid gericht op het beschermen van specifieke sectoren en ziet geen aanleiding om dit beleid na te volgen. Aangezien Nederland voor bedrijven een relatief kleine thuismarkt vormt, dient de kracht van de Nederlandse economie naar de opvatting van het kabinet primair te worden gevonden in openheid en betrouwbaarheid in plaats van in afsluiting van de markt. Het kabinetsbeleid is daarom vooral gericht op het aantrekkelijk houden en het verbeteren van het vestigingsklimaat voor alle ondernemingen.

Deze leden wensten voorts te vernemen of het kabinet kwantitatief kan aangeven welke positieve economische effecten verwacht mogen worden van het wetsvoorstel. Daarbij denken zij aan efficiënter werkende kapitaal- en productmarkten en de prikkel tot innovatie. Daartegenover vroegen zij om een inschatting van de negatieve economische effecten, zoals de overname van Nederlandse ondernemingen door buitenlandse ondernemingen, waardoor ook hoofdkantoor- en R&D activiteiten uit Nederland verdwijnen. Daarnaast kan volgens deze leden een effect uitgaan naar buitenlandse ondernemingen die overwegen zich in Nederland te vestigen, maar daarvan afzien omdat zij de wens hebben om zich te beschermen.

Het kabinet verwacht dat het wetsvoorstel bijdraagt aan een efficiëntere kapitaalmarkt, zodat de kosten van kapitaal van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen omlaag kunnen gaan en deze bedrijven aantrekkelijker worden voor investeerders. Het wetsvoorstel past in het bredere kabinetsbeleid om de corporate governance van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren door de transparantie en de zeggenschap van aandeelhouders te vergroten. Andere maatregelen in dit kader zijn onder meer de aanpassing van de structuurregeling en de wettelijke verankering van de Nederlandse Corporate Governance Code. De positieve effecten van het wetsvoorstel kunnen moeilijk los worden gezien van het genoemde kabinetsbeleid en externe factoren, zodat de kwantitatieve effecten van het wetsvoorstel lastig te meten zijn. Het kabinet is er op voorhand niet van overtuigd dat de door de VVD-fractie genoemde effecten (overname van Nederlandse bedrijven door buitenlandse ondernemingen) negatief zullen zijn voor de Nederlandse economie. Zoals ook hiervoor is opgemerkt, dient de kracht van de Nederlandse economie naar de opvatting van het kabinet te worden gevonden in openheid en betrouwbaarheid.

Nederlandse beursvennootschappen hebben in het verleden veel buitenlandse acquisities gepleegd en zullen deze waarschijnlijk in de toekomst blijven plegen. Keerzijde van de medaille is dat Nederlandse ondernemingen ook kunnen worden overgenomen door buitenlandse bieders. Het kabinet meent dat dit het gevolg kan zijn van een goed werkende internationale kapitaalmarkt. Het kabinetsbeleid is daarom gericht op het aantrekkelijk houden en het verbeteren van het vestigingsklimaat voor hoofdkantoren en R&D-activiteiten, zodat het verblijf in Nederland een positieve keuze is voor deze bedrijven. Hierin past onder meer de door het kabinet reeds gerealiseerde en aangekondigde verlaging van de vennootschapsbelasting. In het desbetreffende wetsvoorstel, dat voor advies bij de Raad van State ligt, is ook de invoering van een zogenaamde octrooibox opgenomen. Dat past goed binnen het specifieke en generieke innovatiebeleid van het kabinet. In dat kader is de afgelopen jaren onder andere een verdere intensivering van de WBSO doorgevoerd en besloten tot de gerichte stimulering van een aantal sleutelgebieden via een programmatische aanpak. Het R&D klimaat is hiermee duidelijk verbeterd.

Vervolgens stelden de leden van de VVD-fractie de vraag of het reciprociteitbeginsel ook kan worden gekoppeld aan de automatische doorbraakregel van artikel 2:359c BW.

De achterliggende gedachte achter deze vraag is een verzachting van de effecten van artikel 2:359c BW, zodat geen sprake is van een automatische doorbraak indien de overnemende partij een beschermd karakter heeft en de doelvennootschap niet. Aan deze vraag kan voorbij worden gegaan nu het voorgestelde artikel 2:359c BW geheel wordt geschrapt bij tweede nota van wijziging.

De leden van de VVD-fractie wezen op het gebruik van beschermingsconstructies in andere lidstaten en vroegen of het kabinet het redelijk vindt indien een buitenlandse beschermde onderneming die een belang van 75% in een Nederlandse onderneming heeft verworven, beschermingsconstructies doorbreekt met een beroep op het onderhavige wetsvoorstel.

De leden van de VVD-fractie doelden met hun vraag waarschijnlijk op de zogenoemde automatische doorbraakregeling van artikel 2:359c BW. Deze bepaling zal, zoals eerder aangegeven, vervallen door de tweede nota van wijziging. Het is voor een, al dan niet, beschermde buitenlandse onderneming dan niet meer mogelijk om met een beroep op de automatische doorbraakregeling beschermingsconstructies van een Nederlandse doelvennootschap te doorbreken. Doorbraak is na de schrapping van artikel 2:359c BW wel mogelijk wanneer de doelvennootschap uit eigen beweging heeft gekozen voor de toepassing van artikel 11 van de richtlijn (artikel 2:359b lid 2 BW) en zij voorts geen beroep doet op de reciprociteitsregel. In het laatste geval is het onbeschermd karakter van de doelvennootschap een eigen keuze.

De leden van de VVD-fractie vroegen naar een oordeel over de inzet van gelegenheidswetgeving door andere EU-landen op het moment dat grote ondernemingen geconfronteerd worden met een overnamebod. Deze leden wezen in dit verband op maatregelen genomen door de Luxemburgse, Franse en Spaanse regering.

Het kabinet is in algemene zin geen voorstander van de inzet van gelegenheidswetgeving. Eén van de uitgangspunten voor de totstandbrenging van Nederlandse regelgeving is dat transparantie voorop staat en dat willekeur geen rol speelt. Ook de bestendigheid van regelgeving is van belang. Deze uitgangspunten verhouden zich slecht met «gelegenheidswetgeving». Op het terrein van fusies en overnames speelt voorts mee dat naar het oordeel van het kabinet overwegingen van protectionisme niet de boventoon zouden moeten voeren. Dergelijke overwegingen zouden een belemmering kunnen vormen voor economische groei, omdat deze – zo kan bijvoorbeeld worden afgeleid uit de regelgeving inzake het (grensoverschrijdend) kapitaalverkeer – gebaat kan zijn bij marktwerking.

De leden van de VVD-fractie haalden aan dat ondernemingen uit landen die bereid zijn gelegenheidswetgeving te gebruiken, zonder enige beperking Nederlandse ondernemingen kunnen overnemen. De leden van de VVD-fractie informeerden in dit kader naar de houding en mogelijke acties van het kabinet.

Zoals blijkt uit de beantwoording van de bovenstaande vragen wordt voor Nederlandse beursvennootschappen de keuze voor een beschermd of een onbeschermd karakter principieel neergelegd bij henzelf. Er is geen sprake van een verplichte toepassing van de reciprociteit- en passiviteitsregel.

Daarnaast zal de automatische toepassing van de doorbraakregel (artikel 2:359c BW) door de tweede nota van wijziging vervallen. Gesteld kan worden dat de keuze om zich te beschermen tegen buitenlandse beschermde ondernemingen in handen is van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen en er voor het kabinet geen noodzaak is tot het invoeren van gelegenheidswetgeving.



Kan het kabinet ingaan op de bescherming tegen overnames die uit kan gaan van sectorspecifieke toezichthouders, zo vroegen de leden van de VVD-fractie.

Binnen de Europese Unie geldt voor diverse economische sectoren bijzondere regelgeving. Het betreft onder meer de financiële sector, de energie-, de telecom- en de postsector. Het waarborgen van vitale publieke belangen, van consumentenbescherming, van netwerkgebondenheid of van het nutskarakter vormen in de regel de grond voor die bijzondere regelgeving. De bijzondere regelgeving is (per sector) neergelegd in Europese richtlijnen en verordeningen, waaraan uitvoering is gegeven in de nationale wetgeving van de lidstaten. De bijzondere regelgeving is binnen de Europese Unie geharmoniseerd: in sommige sectoren is sprake van volledige harmonisatie, in andere van gedeeltelijke harmonisatie. Het toezicht op de naleving van de bedoelde regelgeving wordt in de regel uitgeoefend door daartoe aangewezen instanties: de sectorspecifieke toezichthouders hebben, althans niet formeel, niet de bevoegdheid om ondernemingen te beschermen tegen overnames. Desalniettemin is niet uit te sluiten dat sectorspecifieke toezichthouders in verschillende lidstaten hun discretionaire bevoegdheden enigszins verschillend invullen. De Europese Commissie, die in eerste instantie verantwoordelijk is voor de bewaking van de interne markt en het vrij verkeer van kapitaal, ziet er nauwlettend op toe dat de bevoegdheden van deze toezichthouders niet interfereren met het vrije verkeer van kapitaal. Zo heeft de Commissie recentelijk de Spaanse toezichthouder voor de elektriciteit- en gassector verzocht opheldering te geven over zijn bevoegdheid om fusies te weigeren. Het kabinet steunt de Commissie bij de uitoefening van haar taak in deze. In Europa is de inzet van het kabinet gericht op het openstellen van nationale markten, ook voor Nederlandse bedrijven die buitenlandse afgeschermden markten willen betreden. De leden van de VVD-fractie vroegen of het mogelijk is om sectoren die te maken hebben met sectorspecifieke toezichthouders uit te sluiten van de automatische doorbraakregel en of het kabinet voornemens is buitenlandse ondernemingen die zelf beschermd kunnen worden door nationale toezichthouders uit te sluiten. Zoals hierboven is beschreven zal de automatische doorbraakregel worden geschrapt bij tweede nota van wijziging, waardoor ook mogelijke uitzonderingen op de doorbraakregel niet meer aan de orde zijn.

De leden van de VVD-fractie verzochten een reactie naar aanleiding van het voorstel van de heer R. Pieterse in Het Financieele Dagblad om langdurige aandeelhouders extra stemrecht te geven. Ook vroegen zij of een dergelijke regeling een wetwijziging zou behoeven dan wel dat ondernemingen deze op eigen initiatief kunnen invoeren. In hetzelfde artikel is door Pieterse gevraagd naar een betere registratie van aandeelhouders. De leden van de VVD-fractie wilden ook daarvan vernemen of wetgeving noodzakelijk is.

In de memorie van toelichting (p. 11) is aangegeven dat in het kader van de uitvoering van artikel 11 van de richtlijn is overwogen om een dubbel stemrecht te introduceren voor trouwe aandeelhouders. Een dergelijke regeling bestaat in Frankrijk. De commissie vennootschapsrecht steunde die gedachte echter niet. Er zou moeten worden bezien of aan zo'n regeling in de praktijk behoefte bestaat en wat de ervaringen zijn in Frankrijk. In de praktijk heeft ca. 60% van de beursgenoteerde vennootschappen in Frankrijk dubbel stemrecht. Institutionele beleggers maken hier echter slechts sporadisch gebruik van omdat het slechts geldt voor aandelen op naam. Inmiddels is gebleken dat de standpunten in Frankrijk over de Franse regeling niet eenduidig zijn. Sommigen ervaren de Franse regeling als een beschermingsconstructie. Door anderen wordt benadrukt dat trouwe aandeelhouders in dit systeem worden beloond en dat de stabiliteit van de koersen wordt bevorderd. In plaats van dubbel stemrecht

hebben sommige ondernemingen ervoor gekozen om extra dividend uit te keren aan trouwe aandeelhouders. Ook in Nederland zijn de standpunten divers. De heer Pieterse pleit voor een meervoudig stemrecht, niet op basis van het verleden zoals in Frankrijk, maar op basis van de mededeling van de aandeelhouder dat hij bereid is bij de vennootschap betrokken te blijven. Naar de mening van de heer Pieterse kan een en ander technisch worden geregeld (blokkering van aandelenoverdracht) via een stemkantoor. Een ander standpunt is verdedigd door de heren Munsters, Maatman en Raaijmakers in Het Financieele Dagblad van 1 maart 2006. Zij zijn tegenstander van een doorbraak van de evenredigheid van stemrecht en kapitaalbreng door de invoering van een meervoudig stemrecht, maar propageren een extra risicopremie, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend, voor de trouwe aandeelhouder. Dat zou een financiële prikkel geven om meer betrokken te zijn bij de onderneming en aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Aan de verschillende visies kan naar het oordeel van het kabinet het best recht worden gedaan door flexibiliteit te bieden voor de inrichting van de vennootschap. De vennootschapswetgeving staat er niet aan in de weg om verschillende soorten aandelen uit te geven. Daarbij kan ook rekening worden gehouden met de overdraagbaarheid van de aandelen, de omvang van het stemrecht en de hoogte van dividenduutkeringen.

De heer Pieterse gaf voorts aan dat het wenselijk is dat vennootschappen de identiteit van hun aandeelhouders kunnen achterhalen. Hij merkte op dat een registratiesysteem al functioneert in diverse Angelsaksische landen. Voor wat betreft dit laatste geldt dat beursvennootschappen in de meeste Angelsaksische landen vooral aandelen op naam hebben uitgegeven. Dat betekent dat de aandeelhouders in het aandeelhoudersregister worden geregistreerd. In Nederland kunnen vennootschappen aandelen op naam en/of aandelen aan toonder uitgeven. Beide soorten aandelen kunnen tegenwoordig in beginsel tot de handel van een beurs worden toegelaten. Indien is gekozen voor aandelen op naam, dan is de identiteit van de aandeelhouder te achterhalen door de vennootschap. Indien is gekozen voor aandelen aan toonder, dan is de vennootschap daarvoor afhankelijk van de medewerking van de aandeelhouder. Er is onvoldoende aanleiding om de door de vennootschappen gemaakte keuze voor aandelen aan toonder thans bij wet onmogelijk te maken. Ter nuancering kan overigens worden opgemerkt dat de houders van een belangrijk pakket aandelen aan toonder wel bekend zullen zijn bij de vennootschap, omdat de desbetreffende aandeelhouders verplicht zijn om hun belang te melden aan de vennootschap (vgl. het voorstel van Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende vennootschappen, Kamerstukken I, 28 985, waarmee de relevante drempelwaarden worden aangepast).

De leden van de VVD-fractie vroegen naar de bescherming van minderheidsaandeelhouders wanneer een meerderheidsaandeelhouder tracht alle aandelen in handen te krijgen, niet via toepassing van de uitkoopregeling, maar via bijvoorbeeld een juridische fusie of een activa-passiva transactie. Gevraagd is of de minderheidsaandeelhouders een bezwaarmogelijkheid moeten hebben tegen de prijsbepaling bij een juridische fusie of activa-passiva transactie.

Wanneer een openbaar bod wordt uitgebracht, staat niet bij voorbaat vast hoeveel van de zittende aandeelhouders op het bod zullen reflecteren. De zittende aandeelhouders hebben het recht, maar niet de plicht, om op het bod in te gaan. Het resultaat van een openbaar bod kan zijn dat de bieder 95% of meer van het aandelenkapitaal in handen krijgt. In dat geval kan de bieder zich in beginsel beroepen op de wettelijke uitkoopregeling en kan hij alle aandelen van de resterende minderheidsaandeelhouder(s) verwerven. Verkrijgt de bieder ten gevolge van het openbaar bod een belang van bijvoorbeeld 85% van de aandelen, dan is een beroep op de uitkoopregeling uitgesloten. Als grootaandeelhouder heeft de bieder

vanzelfsprekend een grote invloed in de algemene vergadering. Wanneer het bestuur en de raad van commissarissen zou willen overgaan tot een juridische fusie, hangt het in de gegeven casus primair af van de instemming van de grootaandeelhouder of de fusie doorgang kan vinden. Een minderheidsaandeelhouder kan immers worden overstemd. Met de mogelijkheid dat de vennootschap een gedaantewisseling kan ondergaan door fusie, splitsing of omzetting dient een minderheidsaandeelhouder rekening te houden wanneer hij tot de aankoop van een minderheidspakket overgaat of een minderheidsbelang aanhoudt. Vergelijkbare opmerkingen gelden in verband met een activa-passiva transactie. Een andere vraag is of de minderheidsaandeelhouder daarbij een onevenredig slechte positie inneemt. Zolang een transactie zich afspeelt in een Nederlandse vennootschap is daarvan naar mijn mening geen sprake. De minderheidsaandeelhouder staan voldoende middelen ter beschikking om op te treden wanneer hij ontevreden is over de (voorwaarden) van bijvoorbeeld een voorgenomen juridische fusie. Hij kan beroep doen op het enquêterecht (artikel 2:345 e.v. BW) en onder bepaalde omstandigheden kan de fusie zelfs worden aangetast (artikel 2:323 BW). Met deze middelen in handen zou een bezwaarrecht voor de minderheidsaandeelhouder terzake de prijsbepaling kunnen leiden tot extra procedures en de belemmering van een fusie die door de meerderheid van de aandeelhouders wordt aanvaard. Dat is niet proportioneel. Dit kan anders liggen in het geval van een grensoverschrijdende juridische fusie. Een dergelijke fusie wordt mogelijk met de uitvoering van richtlijn 2005/56/EG betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen. Ter implementatie van die richtlijn wordt thans een wetsvoorstel voorbereid. Bij een grensoverschrijdende fusie waarbij de verkrijgende vennootschap een vennootschap is naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie, mist het enquêterecht werking ten aanzien van die verkrijgende vennootschap. Ook kan een grensoverschrijdende fusie op grond van de desbetreffende richtlijn niet worden vernietigd. In het kader van de uitvoering van de fusierichtlijn wordt daarom onderzocht op welke wijze aan de noodzaak van voldoende bescherming van minderheidsaandeelhouders tegemoet kan worden gekomen. De merites van een verkooprecht of recht op schadeloosstelling van de (tegenstemmende) minderheidsaandeelhouders kunnen dan bijvoorbeeld worden gezien. Afsluitend vroegen de leden van de VVD-fractie of een scherpere definitie en praktijkvoorbeelden kunnen worden gegeven van handelen in onderling overleg.

Voor het antwoord op deze vraag wordt verwezen naar de beschouwing over deze kwestie in het algemeen deel van deze nota (in het onderdeel verplicht openbaar bod).

### **De richtlijn**

De leden van de CDA-fractie vroegen in te gaan op het feit dat het wetsvoorstel op twee onderdelen verder gaat dan de richtlijn. Ook vroegen zij te schetsen welke vorm van implementatie van de richtlijn per lidstaat is gerealiseerd of wordt beoogd.

De voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW (recht op volmacht certificaathouder) en de door de tweede nota van wijziging te schrappen introductie van artikel 2:359c BW (automatische doorbraakregeling), zijn onverplicht in het kader van de uitvoering van de overnamerichtlijn. Wel zijn zij in overeenstemming met het stelsel van de richtlijn. De richtlijn bevat minimumvereisten en biedt de lidstaten in artikel 3, tweede lid, onderdeel b, expliciet de mogelijkheid om verder te gaan. Mede hierdoor zal er van een door de CDA-fractie gewenst level playing field geen sprake zijn. Twee andere redenen waarom van een level playing field geen sprake zal zijn is, dat (i) artikel 4, vijfde lid, van de overnamerichtlijn de mogelijkheid biedt om van richtlijnbevestigingen af te wijken en (ii) artikel 12, eerste

lid, van de overnamerichtlijn lidstaten de keuze geeft om de toepassing van de kernartikelen 9, tweede en derde lid, en/of 11 van de overnamerichtlijn door vennootschappen al dan niet verplicht te stellen.

Met de wijziging van artikel 2:118a BW worden de mogelijkheden van de aandeelhouder om een certificaathouder «in oorlogstijd» uit te sluiten van het recht op een stemvolmacht voor de aandeelhoudersvergadering geschrapt. Hierdoor krijgt de certificaathouder steeds de mogelijkheid om invloed uit te oefenen op de stemming in de algemene vergadering, in het bijzonder ook wanneer daar een besluit wordt genomen dat een dreigende overname betreft. Door de wijziging van artikel 2:118a BW worden de mogelijkheden om certificering als beschermingsmaatregel te gebruiken belangrijk beperkt. Dit is in lijn met de Nederlandse Corporate Governance Code. In principe IV.2 is bepaald dat certificering niet als beschermingsmaatregel dient te worden gebruikt. In hetzelfde principe is bepaald dat het bestuur van het een administratiekantoor aan certificaathouders die daarom verzoeken onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten verstrekt. De wijziging van artikel 2:118a BW kan een positief effect hebben op het beeld van de toegankelijkheid en aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt bij buitenlandse beleggers. De oorspronkelijk voorgestelde maatregel van artikel 2:359c BW wordt, zoals eerder toegelicht geschrapt. Voor een overzicht van de wijze waarop de overnamerichtlijn in de andere lidstaten wordt geïmplementeerd zij verwezen naar hetgeen eerder in deze nota naar aanleiding van het verslag is opgemerkt in antwoord op een vergelijkbare vraag van de VVD-fractie.

De leden van de VVD-fractie vroegen waarom het kabinet, in afwijking van ondermeer het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Italië, grootaandeelhouders die reeds een controlerend belang bezitten, heeft vrijgesteld van de biedplicht. Zij vroegen tevens of het niet logisch is in ieder geval een biedplicht te introduceren zodra een bestaande grootaandeelhouder zijn belang uitbreidt boven een bepaald percentage. Opgemerkt dient te worden dat de biedplicht op grond van de overnamerichtlijn niet van toepassing is op de reeds aanwezige grootaandeelhouders; het kabinet heeft hier derhalve geen keuzevrijheid. Dit volgt uit artikel 5, eerste lid van de overnamerichtlijn, in samenhang met overweging 10 van de overnamerichtlijn, op grond waarvan slechts een biedplicht ontstaat wanneer een controlerend belang wordt verworven. De biedplicht geldt niet voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan op het tijdstip van inwerkingtreding van de nationale wetgeving tot uitvoering van de overnamerichtlijn. Op advies van de commissie vennootschapsrecht is, ter verduidelijking van de positie van de bestaande grootaandeelhouder, in artikel 6b, eerste lid, onder i een uitzondering op de biedplicht opgenomen voor degene die al een controlerend belang bezit op het moment van toelating van de effecten tot de gereglementeerde markt.

De invoering van een biedplicht is voor reeds bestaande grootaandeelhouders in de Nederlandse beursvennootschappen noodzakelijk noch wenselijk. Minderheidsaandeelhouders kunnen op het moment dat zij aandelen van een dergelijke vennootschap kopen nagaan of er een grootaandeelhouder is die over een controlerend belang beschikt. Zij kunnen dan afwegen of zij onder die omstandigheden aandelen in de vennootschap willen kopen. Dit argument gaat ook op voor de situatie dat een bestaande grootaandeelhouder zijn belang uitbreidt. Ook in dat geval wist de minderheidsaandeelhouder dat er een grootaandeelhouder met een controlerend belang aanwezig was op het moment dat hij zijn aandelen kocht. Hij had op dat moment rekening kunnen houden met de mogelijkheid dat deze grootaandeelhouder zijn belang zou kunnen uitbreiden. Bovendien zal een uitbreiding van het belang van de grootaandeelhouder geen wezenlijke gevolgen hebben voor de besluitvorming

in de algemene vergadering. Hij was immers al in bezit van overwegende zeggenschap.

De leden van de VVD-fractie hebben gevraagd waarom de beschermende werking van prioriteits aandelen niet onder de doorbraakregeling valt in verband met statutenwijziging en de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen. Gevraagd is of dat alsnog zal gebeuren. Bij de beantwoording van deze vragen wordt ingegaan op artikel 2:359b lid 2 BW en niet op artikel 2:359c BW, dat bij tweede nota van wijziging wordt geschrapt. De overnamerichtlijn beperkt de doorbraak vanwege de verkrijging van 75% van de aandelen uitdrukkelijk tot «de in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde buitengewone rechten van de aandeelhouders ten aanzien van de benoeming of het ontslag van leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan» (artikel 11 lid 4 overnamerichtlijn). In het onderhavige wetsvoorstel is bij die formulering aangesloten in artikel 2:359b lid 2 BW. Beursvennootschappen wordt daar de mogelijkheid geboden om in de statuten te bepalen dat bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet gelden. Daarmee kunnen prioriteits aandelen die bijzondere rechten inhouden voor benoeming en ontslag dus wel worden geraakt door de voorgestelde regeling. Het oogmerk van deze doorbraakregeling van de overnamerichtlijn is dat de desbetreffende bieder (inmiddels grootaandeelhouder) in een op korte termijn te houden algemene vergadering doorslaggevende zeggenschap heeft over de benoeming of het ontslag van leden van het bestuur en de raad van commissarissen. Met de richtlijn is niet bedoeld te bewerkteligen dat door de toepassing van artikel 11 lid 4 van de overnamerichtlijn een permanente wijziging in de vennootschappelijke structuur van de vennootschap zou kunnen worden aangebracht. Een dergelijke wijziging – indien door de grootaandeelhouder gewenst – vereist de naleving van de reguliere wettelijke en statutaire voorschriften met betrekking tot een statutenwijziging. Om die reden rept artikel 2:359b lid 2 BW – gelijk de overnamerichtlijn – niet over een doorbraak van de (eventueel bestaande bijzondere statutaire) rechten in verband met een statutenwijziging. Voor de uitvoering van de overnamerichtlijn is niet meer vereist. Een en ander laat onverlet dat partijen desgewenst uit eigen beweging kunnen overwegen om bijzondere rechten in verband met een statutenwijziging uit de statuten te schrappen dan wel te bepalen dat zij niet zullen gelden na een geslaagd overnamebod.

Deze leden hebben voorts gevraagd om het stemrecht op financieringspreferente aandelen aan te passen aan de aanbeveling van de Commissie Tabaksblat terzake, alsmede best practice bepaling IV.1.2 van de Nederlandse Corporate Governance Code. Ook is de vraag gesteld of de artikelen 2:118 en 228 BW worden aangepast teneinde wettelijk mogelijk te maken dat het stemrecht op financieringspreferente aandelen wordt gekoppeld aan de reële kapitaal inbreng in plaats van de nominale waarde. De Nederlandse Corporate Governance Code beveelt aan dat beursvennootschappen het stemrecht in verband met financieringspreferente aandelen koppelen aan de waarde van de daadwerkelijke inbreng van de aandeelhouder. Dat zou in elk geval bij de uitgifte van die aandelen moeten geschieden. Op grond van artikel 2:118 BW bepaalt de vennootschap zelf het stemrecht van de aandeelhouder. De vennootschap bepaalt de nominale waarde van (elke soort) aandelen. Het aantal stemmen dat kan worden uitgebracht is daarvan een afgeleide. Desgewenst kan de vennootschap bepalen dat een soort aandelen geheel moet worden volgestort bij uitgifte en dat de nominale waarde gelijk is aan het desbetreffende bedrag. In dat geval zal het stemrecht van de aandeelhouder aan zijn werkelijke inbreng zijn gerelateerd.



## **Gevolgen van implementatie van de richtlijn voor het biedingsproces**

De leden van de CDA-fractie vroegen, hoewel zij in principe geen behoefte hebben aan een verdere uitbreiding van de verantwoordelijkheden van de AFM en dus ook niet aan een zelfstandig recht van de AFM om een verzoekschrift bij de Ondernemingskamer in te dienen, of belanghebbenden in staat zullen zijn om bijvoorbeeld aannemelijk te maken dat «personen in onderling overleg hebben gehandeld». Misschien dat de AFM daar, zeker met een bevoegdheid om inlichtingen in te winnen, meer mogelijkheden toe heeft. Deze leden zouden hierop graag een reactie ontvangen, mede in het licht van het feit dat de AFM in het wetsvoorstel toezicht financiële verslaggeving wel de bevoegdheid krijgt om bij de Ondernemingskamer een verzoek in te dienen.

Naar aanleiding van de vraag of belanghebbenden in staat zullen zijn om aannemelijk te maken dat «personen in onderling overleg hebben gehandeld» wordt het volgende opgemerkt. De beoordeling of in een concrete situatie sprake zal zijn van het «in onderling overleg handelen door personen» zal doorgaans afhangen van de omstandigheden van het geval, met name van het feitelijk handelen en optreden van de betrokken personen, bijvoorbeeld in een aandeelhoudersvergadering. Omdat belanghebbenden, waaronder (andere) aandeelhouders en (het bestuur van) een doelvennootschap, het dichtst bij de bij de vennootschap betrokken personen staan zullen zij het snelst – en het beste – zicht hebben op dergelijk feitelijk handelen en optreden. Zij kunnen in een concreet geval het beste beoordelen of sprake is van «personen die in onderling overleg handelen». Belanghebbenden kunnen vervolgens een procedure bij de Ondernemingskamer entameren indien naar hun oordeel een biedplicht bestaat. Gezien de hierboven beschreven positie van belanghebbenden, verwacht het kabinet dat zij erin zullen slagen dergelijk «handelen in onderling overleg» aannemelijk te maken. Bovendien mag verwacht worden dat, nu belanghebbenden een groot belang hebben bij naleving van de biedplicht, zij ook daadwerkelijk gebruik zullen maken van de mogelijkheid om een procedure bij de Ondernemingskamer te starten. Of belanghebbenden in de praktijk zullen slagen in die opzet zal nauwlettend worden gevolgd.

Mocht over enige jaren blijken dat belanghebbenden in de praktijk niet – of onvoldoende – in staat zijn om aannemelijk te maken dat «door personen in onderling overleg wordt gehandeld», dan zal worden bezien op welke wijze daaraan tegemoet kan worden gekomen. Daarbij kan worden overwogen of een rol voor de AFM is weggelegd. Bedacht dient echter te worden dat de AFM, in tegenstelling tot belanghebbenden, op een grotere afstand van de (doel)vennootschap staat en daardoor in een minder goede positie verkeert om te beoordelen of sprake is «personen die in onderling overleg handelen». De AFM zal hierdoor, in een concreet geval, afhankelijk zijn van het optreden van belanghebbenden, alvorens zelf, al dan niet met behulp van een inlichtingenbevoegdheid, in actie te kunnen komen. Op het moment dat belanghebbenden zelf reeds tot uitdrukking hebben gebracht dat naar hun mening sprake is van «personen die in onderling overleg handelen», bijvoorbeeld door indiening van een klacht bij de AFM, kan worden getwijfeld over de meerwaarde van mogelijk optreden van de AFM bij de Ondernemingskamer. Belanghebbenden kunnen in dat geval immers ook een eigen procedure bij de Ondernemingskamer entameren.

Bij het thans in Uw Kamer aanhangige wetsvoorstel toezicht financiële verslaggeving, waar de AFM wel de bevoegdheid krijgt om bij de Ondernemingskamer een verzoek tot herziening van de financiële verslaggeving in te dienen is de situatie anders. In dat kader is in de afgelopen 30 jaar gebleken dat belanghebbenden onvoldoende in staat zijn om herziening van de financiële verslaggeving bij de Ondernemingskamer af te



willen en te kunnen dwingen. De AFM krijgt om die reden in het kader van dat toezicht een taak en de mogelijkheid om een nadere toelichting te verzoeken via de weg van de Ondernemingskamer. Zolang geen sprake is van een niet-handhaven van de biedplicht door belanghebbenden, ligt een extra taak voor de AFM op het terrein van de biedplicht echter onvoldoende voor de hand.

De leden van de CDA-fractie vroegen of het niet meer voor de hand zou liggen dat het Besluit Openbare Biedingen de Ondernemingskamer de verantwoordelijkheid geeft om te oordelen over de billijke prijs bij verplichte biedingen.

In het Bob was inderdaad een bepaling opgenomen die erin voorzag dat de AFM, in bepaalde omschreven situaties, op verzoek de billijke prijs bij verplichte biedingen kon aanpassen. Mede naar aanleiding van reacties in de consultatie is deze bepaling vervallen. Met behulp van de tweede nota van wijziging zal een bepaling in het wetsvoorstel worden opgenomen waarmee mogelijk wordt dat de Ondernemingskamer de billijke prijs bij verplichte biedingen aanpast.

### **Vennootschapsrechtelijke aspecten van de richtlijn ten aanzien van een openbaar overnamebod**

De leden van de CDA-fractie stelden de bescherming van minderheidsaandeelhouders aan de orde waar zij – indien niet op een openbaar bod wordt gereflecteerd – te maken kunnen krijgen met een juridische fusie, waarna de beursnotering wordt beëindigd, of een activa-passiva transactie, waarna de onderneming wordt geliquideerd. De leden van de VVD-fractie hadden een vergelijkbare vraag in het algemeen deel van het verslag gesteld. Naar het antwoord op die vraag wordt verwezen.

### **Overnames en beschermingsmaatregelen**

De leden van de CDA-fractie hebben verzocht om een nadere analyse van de stelling dat steeds meer buitenlandse kopers interesse tonen in de aan Euronext-Amsterdam genoteerde ondernemingen. In dit kader stelden de leden van de CDA-fractie dat het hier veelal gaat om hedge en private equity funds, waarbij het belang van de doelvennootschap ondergeschikt is aan het financiële kortetermijnbelang van de bidder.

In de afgelopen 10 jaar is het buitenlands aandelenbezit in grote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen gestegen van ca. 67% in 1995 tot ca. 86% in 2005. Gesteld kan worden dat er steeds meer interesse is van buitenlandse beleggers in Nederlandse ondernemingen. Doordat het aandelenbezit zich niet beperkt tot Nederlanders is het voor ondernemingen aldus eenvoudiger om kapitaal aan te trekken. De open kapitaalmarkt werpt vruchten af als het gaat om het aantrekken van geld, onder andere afkomstig uit het buitenland. Dankzij het relatief goedkoop aantrekken van geld kunnen Nederlandse ondernemingen voldoende investeren om bij te dragen aan groei en uitbreiding. Relevant is om in dit verband op te merken dat niet alleen het aandelenbezit maar ook de omzetcijfers van in Nederland gevestigde ondernemingen internationaliseren. In 1995 was (bij de grote Nederlandse fondsen) ruim 70% van de omzet afkomstig uit het buitenland. In 2005 bedroeg dit cijfer bijna 90%. Aandeelhouders zijn de afgelopen jaren ook actiever geworden. Actieve aandeelhouders lijken zich vooral te manifesteren bij bedrijven waarvan zij menen dat deze inefficiënt worden aangestuurd. Een groot deel van de actieve aandeelhouders komt uit het Verenigd Koninkrijk en de VS. Binnen deze groep zijn het vooral «private equity partijen» en de «hedge funds» die veel aandacht krijgen in de media. «Hedge funds» is een verzamelnaam voor besloten fondsen die als doel hebben in ondernemingen of in andere fondsen te beleggen. Er bestaan hedge funds die actief in de markt op zoek zijn naar inefficiënt aangestuurde ondernemingen. Deze fondsen

proberen vanuit de positie van aandeelhouder beslissingen bij het bestuur af te dwingen die ten goede komen aan aandeelhouders (bijvoorbeeld het afstoten van verliesgevende onderdelen, het uitkeren van geld aan aandeelhouders, inkoop van aandelen, etc). Veel van deze acties zijn gericht op kortetermijnresultaten. «Private equity partijen» zijn net als hedge funds besloten. Een mogelijke activiteit van deze partijen is het overnemen van beursfondsen. Na een overname volgt in de regel een reorganisatie van de onderneming. Private equity-partijen zijn in de regel geen vijandige overnamebieders maar werken nauw samen met zittende besturen.

De aanwezigheid van hedgefunds en private equity partijen wordt niet altijd gewaardeerd door bepaalde belangengroepen. Daarbij dient in het oog te worden gehouden dat actieve aandeelhouders inefficiënte besturen kunnen disciplineren en actieve aandeelhouders kunnen bijdragen aan een betere waardering van een onderneming (bijvoorbeeld door middel van het veranderen van de financieringsstructuur; het inruilen van eigen vermogen voor vreemd vermogen en omgekeerd). De aanwezigheid van zowel private equity als hedge funds wordt deels verklaard door het feit dat veel wordt gewerkt met vreemd vermogen. Vreemd vermogen is momenteel relatief goedkoop ten opzichte van eigen vermogen.

De leden van de CDA-fractie vroegen de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW en artikel 2:359c BW niet door te voeren. Met betrekking tot artikel 2:118a BW merkten de leden van de CDA-fractie op dat zelfregulering hun voorkeur heeft ten aanzien van certificering, zoals ook in de Nederlandse Corporate Governance Code voorzien. De leden van de PvdA-fractie vroegen waarom in de ogen van het kabinet nog onvoldoende waarborgen tegen bovenmatig en daarmee ongewenst gebruik van beschermingsconstructies bestaan.

Door het laten vervallen van het voorgestelde artikel 2:359c BW in de tweede nota van wijziging is het kabinet in belangrijke mate tegemoet gekomen aan de wens van de leden van de CDA-fractie en heeft ook een deel van de vraag van de leden van de PvdA-fractie aan belang verloren. Wat betreft het tegengaan van certificering als beschermingsconstructie en de opmerking van de leden van de CDA-fractie dat zelfregulering via de Nederlandse Corporate Governance Code de voorkeur verdient kan het volgende worden opgemerkt.

Ofschoon het kabinet in algemene zin voorstander is van zelfregulering, speelt juist in dit verband een rol dat de Commissie Tabaksblad heeft voorgesteld om de leden 2 tot en met 4 van artikel 2:118a BW te schrappen.<sup>1</sup> De wettelijk verankerde Nederlandse Corporate Governance Code houdt als principe in dat certificering van aandelen niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel (principe IV.2). Dit is uitgewerkt in best practice-bepaling IV.2.8, waarin is opgenomen dat een administratiekantoor aan alle certificaathouders die daarom vragen zonder enige beperking en onder alle omstandigheden stemvolmachten verleent. Tegelijkertijd merkte de Commissie Tabaksblad in haar verantwoording op dat in de definitieve code geen best practice bepalingen zijn opgenomen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in (vijandige) overnamesituaties, omdat de commissie van mening is dat «deze situaties een wettelijke regeling vergen.»<sup>2</sup> Ook de Commissie Tabaksblad onderkent dat, zelfs met de in de code opgenomen bepalingen, onvoldoende waarborgen bestaan tegen ongewenst gebruik van (certificering als) beschermingsconstructie(s) en stelt de wetgever om die reden voor de huidige leden 2 tot en met 4 van artikel 2:118a BW te laten vervallen.

Een bijkomende reden voor het schrappen van de leden 2 tot en met 4 van artikel 2:118a BW is, zoals in de memorie van toelichting is opgemerkt, dat de (kapitaal)markt niet in staat is het gebruik van certificering als beschermingsmiddel voldoende terug te dringen. Weliswaar gebruikt thans nog maar een klein deel van de beursgenoteerde ondernemingen (ca. 10) certificering als beschermingsconstructie, maar aan dat gebruik

<sup>1</sup> Aanbevelingen van de Commissie Tabaksblad aan de wetgever, nummer 11.

<sup>2</sup> Vergelijk nummer 57 van de Verantwoording van het werk van de Commissie.

door enkele ondernemingen zijn negatieve uitstralingseffecten verbonden voor de Nederlandse kapitaalmarkt als geheel.

De leden van de PvdA-fractie zouden graag een schatting zien van de omvang van de beschermingsconstructies van bedrijven in de VS, China en India en een vergelijking daarvan met de in de EU en Nederland gangbare beschermingsconstructies.

Het effectenrecht is in de Verenigde Staten federaal geregeld (Securities and Exchange Act, Sarbanes Oxley Act), terwijl de vennootschaps-wetgeving is voorbehouden aan de Staten. Een meerderheid van de Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen is in Delaware is gevestigd. Het recht van Delaware biedt vennootschappen uitgebreide mogelijkheden voor beschermingsconstructies zoals «poison pills» en «staggered boards». Deze beschermingsconstructies hoeven niet (vooraf) te worden voorgelegd aan aandeelhouders. Besluiten over overnamebiedingen worden zowel bij bieder als doelwit veelal aan de desbetreffende besturen overgelaten. Er komen dan ook nauwelijks vijandige overnames meer voor.

In China bestaan speciale regels voor het overnemen van binnenlandse vennootschappen door buitenlandse investeerders. Buitenlandse investeringen in beursgenoteerde vennootschappen zijn gereguleerd aan de hand van de aard van de verkregen aandelen. De meeste aandelen zijn niet vrij verhandelbaar. Sommige aandelen mogen uitsluitend worden gehouden door Chinezen, andere aandelen mogen uitsluitend worden gehouden door buitenlanders, weer andere uitsluitend door de Staat. Op de beurs is meestal een minderheid van de aandelen genoteerd. In 2003 is nieuwe regelgeving geïntroduceerd die overname van Chinese vennootschappen door buitenlandse investeerders mogelijk maakt. Overname wordt gedefinieerd als het verkrijgen van 30% van het geplaatste kapitaal, hetgeen niet noodzakelijkerwijs het beursgenoteerde kapitaal behoeft te zijn. De goedkeuring van de Chinese beursautoriteit is vereist. Na het verkrijgen van 30% is een openbaar bod verplicht.

In India is de overnameregelgeving onder meer neergelegd in de Substantial Acquisitions and Takeovers Regulations uit 1997. Er geldt een verplicht bod. Er mogen geen extra (preferente) aandelen worden uitgegeven na het bod. Uitgifte van aandelen met verschillende stemrechten moet door de algemene vergadering voorafgaand worden goedgekeurd. Sinds 1997 zijn er 25 vijandige overnames geweest. Voor buitenlandse investeerders gelden voor bepaalde sectoren beperkingen. Zo mogen buitenlanders niet actief zijn in de retail sector, atoomenergie en de gokindustrie. Voor sommige andere sectoren is goedkeuring vereist van de Indiase overheid.

Op basis van deze informatie is de voorlopige conclusie dat India een vergelijkbaar systeem heeft als het Verenigd Koninkrijk, dat China een zeer beperkte overnamemarkt kent en dat bedrijven in de VS ruime mogelijkheden hebben zich te beschermen tegen vijandige overnames. Een en ander completeert het diverse beeld dat eerder is geschetst ten aanzien van de mogelijkheid om beschermingsconstructies te gebruiken in de lidstaten van de Europese Unie.

De leden van de PvdA-fractie verzochten aan te geven in hoeverre de voor Nederland voorgestelde maatregelen zullen leiden tot een situatie waarin in Nederland gevestigde ondernemingen aanzienlijk minder mogelijkheden hebben zich te beschermen tegen vijandige overnames.

In dit verband wordt allereerst gewezen op het overzicht terzake de uitvoering van de overnamerichtlijn dat eerder is gegeven naar aanleiding van een vergelijkbare vraag van de leden van de VVD-fractie. Uit dat overzicht kan worden afgeleid dat het onderhavige wetsvoorstel niet resulteert in de situatie dat Nederlandse beursvennootschappen niet in staat zijn zich te

beschermen tegen vijandige overnamebiedingen. Ook is relevant dat het voorgestelde artikel 2:359c BW wordt geschrapt bij tweede nota van wijziging.

Deze leden stelden voorts de vraag of aantoonbaar is dat een laag niveau van beschermingsconstructies gepaard gaat met een hogere beurskoers en dus tot het eenvoudiger aantrekken van kapitaal.

In het verleden werd wel gesproken over de «Dutch discount». Gesteld werd dat aandelen (of certificaten) van Nederlandse bedrijven ca. 10–30% minder waard waren ten opzichte van buitenlandse bedrijven vanwege de beschermde positie van het bestuur en de raad van commissarissen. Los van de vraag of dit objectief meetbaar is, bestond de Dutch discount in ieder geval in de perceptie van beleggers. Dit was voor sommige buitenlandse investeerders een drempel om in Nederlandse bedrijven te beleggen. Het kabinetsbeleid gericht op het vergroten van de invloed van beleggers heeft hierin verandering gebracht. Nederlandse bedrijven vormen nu een aantrekkelijke belegging voor buitenlandse investeerders. Uit diverse internationale onderzoeken komt naar voren dat het beleid gericht op het verbeteren van de Nederlandse corporate governance daarmee werkt.

De leden van de PvdA-fractie wensten te vernemen welke relatie bestaat tussen de omvang van gehanteerde beschermingsconstructies en de aanwezigheid van hoofdkantoren van multinationale beursgenoteerde ondernemingen.

Er zijn vele factoren van invloed op de aanwezigheid van hoofdkantoren van multinationale beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Uit onderzoek verricht in opdracht van het Commissariaat voor Buitenlandse Investerings in Nederland over Europese hoofdkantoren uit 2005 worden met name genoemd de infrastructuur, kwaliteit van arbeid en de fiscaliteit. De omvang van de gehanteerde beschermingsconstructies komt in onderzoeken naar het vestigingsklimaat niet naar voren. Overigens moet worden bedacht dat de keuze voor een bepaalde rechtsvorm los kan staan van de fysieke lokatie van het hoofdkantoor. Zo is Royal Dutch Shell een Engelse plc geworden, onder meer omdat in de Londense FTSE-index uitsluitend noteringen worden opgenomen van vennootschappen die statutair zijn gevestigd in het Verenigd Koninkrijk. Het hoofdkantoor van Royal Dutch Shell staat desalniettemin in Nederland.

De leden van de PvdA-fractie stelden vervolgens de vraag of en wanneer een nader onderzoek zal worden verricht naar de wenselijkheid om een regeling te introduceren op grond waarvan aandeelhouders die langdurig bij een vennootschap betrokken zijn, meer stemrecht krijgen dan beleggers die zich slechts voor korte tijd aan de vennootschap verbinden.

Een dergelijk onderzoek ligt in de rede wanneer meer concrete signalen worden ontvangen dat het bedrijfsleven onvoldoende uit de voeten kan met de mogelijkheden die de huidige wetgeving reeds biedt. Mijn voorlopig oordeel is dat er voldoende mogelijkheden bestaan om via de statuten te bewerkstelligen dat aandelen van verschillende soort (met verschillend stemrecht of dividend) worden uitgegeven.

In verband met de reciprociteitregeling in artikel 2:359b lid 4 BW vroegen deze leden hoe van de regeling gebruik kan worden gemaakt als de overnemer een geheel andere juridische structuur heeft dan de doelvennootschap, bijvoorbeeld een consortium van private kapitaalverstrekkers.

Voor de toepassing van de reciprociteitregeling is relevant of de bieder – net als de doelvennootschap – de artikelen 9 en/of 11 van de overnamerichtlijn toepast overeenkomstig de nationale regels ter uitvoering van die richtlijn. De overnamerichtlijn is van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen (artikel 1 lid 1 overnamerichtlijn). Omdat het moet gaan om een beursgenoteerde vennootschap die artikel 9 of 11 toepast, ligt voor de hand dat de bieder in grote lijnen een vergelijkbare juridische structuur heeft als de doelvennootschap. Zou het gaan om een overnemer

met een geheel afwijkende juridische structuur, dan is waarschijnlijk sprake van een entiteit die zelf niet onder de overnamerichtlijn valt en derhalve de relevante bepalingen niet kan toepassen. De biedende entiteit dient dan waarschijnlijk – binnen het begrippenkader van de overnamerichtlijn – te worden beschouwd als een beschermde entiteit.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen wat het nut is van de reciprociteitsbepaling, nu het kabinet beschermingsconstructies wil afbreken, en op welke wijze de juridische toets kan plaatsvinden of de onderneming zich terecht of onterecht op het reciprociteitsbeginsel beroept.

Door het in de tweede nota van wijziging laten vervallen van artikel 2:359c BW en afgezien van de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW is het de keuze van vennootschappen *zelf* om zich al dan niet te beschermen tegen (onvriendelijke) overnamebiedingen. Een beursvennootschap kan er voor opteren om haar statuten in overeenstemming te brengen met lid 1 of lid 2 van artikel 2:359b BW, waardoor zij een onbeschermd karakter krijgt. Indien op die «onbeschermd» vennootschap een openbaar bod wordt uitgebracht door een «beschermd» vennootschap, dan wel door een dochtermaatschappij van een «beschermd» vennootschap, dan heeft de onbeschermd vennootschap op grond van lid 4 van artikel 2:359b BW de mogelijkheid om zich (alsnog) te beschermen tegen dat bod. Het betreft in wezen een uitzondering op het onbeschermd karakter van de vennootschap. Het is aan de onbeschermd vennootschap om aan te tonen dat de bieder beschermd is. Dit zou zij kunnen doen op basis van kennis van de statuten van de bieder dan wel van de nationale wetgeving waaraan de bieder is onderworpen. Indien in de lidstaat van vestiging artikel 9, leden 2 en 3, en 11 van de overnamerichtlijn verplicht dienen te worden toegepast, is dit een belangrijke indicatie dat de bieder niet beschermd is. De Ondernemingskamer kan worden verzocht te oordelen over de vraag of het beroep van de doelvennootschap op artikel 2:359b lid 4 BW terecht is.

De leden van de fractie van de PvdA stelden in verband met de uitkoopregeling van artikel 15 van de overnamerichtlijn de vraag welke procedure moet worden gevolgd indien tussen de meerderheidsaandeelhouder en de resterende minderheidsaandeelhouders geen overeenstemming wordt bereikt over de prijs van de aandelen.

Artikel 15 van de overnamerichtlijn wordt uitgevoerd met artikel 2:359d BW (dat in de tweede nota van wijziging wordt vernummerd tot artikel 2:359c BW). Overeenkomstig de overnamerichtlijn wordt de prijs voor de over te dragen aandelen vastgesteld door de rechter (lid 6). De rechter kan daarvoor in beginsel aansluiting zoeken bij de prijs die in het kader van het openbaar bod is geboden. Deze wordt geacht een billijke prijs in te houden. De rechter mag echter ook afwijken van dat uitgangspunt en overgaan tot het benoemen van een of drie deskundigen die hem moeten berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. Indien er in een bepaald geval een discussie bestaat tussen de grootaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouder, is het aan de rechter om op basis van de aangevoerde argumenten te bepalen of hij behoefte heeft aan de benoeming van deskundigen of niet.

Deze leden vroegen voorts op welke wijze de minderheidsaandeelhouders worden beschermd tegen maatregelen van de meerderheidsaandeelhouder die langs andere wegen dan door uitkoop beoogt de volledige zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen, bijvoorbeeld door een juridische fusie of een bedrijfsovername. Een vergelijkbare vraag is hiervoor gesteld door de leden van de VVD-fractie en leden van de CDA-fractie. Naar de desbetreffende antwoorden wordt verwezen.

De leden van de PvdA-fractie vonden het gebruik van certificering van aandelen als beschermingsconstructie niet in alle gevallen onaanvaardbaar. Op de kapitaalmarkt moet wel volledige transparantie bestaan over



de zeggenschapsrechten die wel/niet aan een vermogenstitel gekoppeld zijn. Zij stelden de vraag of die transparantie onvoldoende is.

Tijdens de behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (hierna: wetsvoorstel aanpassing structuurregeling) in 2003 heeft het kabinet bij tweede nota van wijziging voorgesteld de leden 2 tot en met 4 in het (toen voorgestelde) artikel 2:118a BW te laten vervallen. In de toelichting bij die nota van wijziging<sup>1</sup> is destijds aangegeven dat het kabinet met de Commissie Tabaksblad van mening was dat de corporate governance binnen ondernemingen op korte termijn versterkt moest worden. Deze mening is het kabinet nog steeds toegedaan. Het kabinet deelt daarnaast het uitgangspunt dat op de kapitaalmarkt transparantie moet bestaan over de zeggenschapsrechten die al dan niet aan een vermogenstitel zijn gekoppeld. Onder omstandigheden kan het enkel verschaffen van transparantie echter ontoereikend zijn en is verder overheidsingrijpen gewenst. Naar het oordeel van het kabinet is daarvan bij certificering als beschermingsconstructie sprake, omdat de (kapitaal-) markt onvoldoende in staat is gebleken het gebruik van deze constructie terug te dringen en aan dat gebruik voor de Nederlandse kapitaalmarkt als geheel negatieve uitstralingseffecten zijn verbonden.

Deze leden wensten voorts te vernemen of er een ongewenst prijsverschil bestaat tussen gewone aandelen en gecertificeerde aandelen.

Een prijsverschil tussen gewone aandelen en gecertificeerde aandelen, al dan niet met een recht op volmachtverlening te allen tijde, is niet eenduidig vast te stellen. De reden van het kabinet om artikel 2:118a BW aan te passen is dan ook niet hierin gelegen, maar in het versterken van de *checks and balances* binnen de beursvennootschappen, door aan de kapitaalverschaffers meer invloed te geven.

Deze leden stelden de vraag in welke mate Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen op dit moment gebruik maken van certificering van aandelen. Zij vroegen tot welke veranderingen de Nederlandse Corporate Governance Code op dit punt heeft geleid en of de ondernemingen die certificering van aandelen kennen afdoende hebben uitgelegd waarom zij die keuze hebben gemaakt.

Uit onderzoek van de Erasmus Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uit 2005 blijkt, dat van de 160 aangeschreven beursgenoteerde ondernemingen er 31 gebruik maakten van certificering van hetzij gewone, hetzij preferente aandelen of beide. Daarvan gaven er 12 uitleg waarom zij niet onder alle omstandigheden stemvolmachten aan hun certificaathouders gaven. Sinds de publicatie van het rapport heeft nog een aantal bedrijven de certificering van aandelen beëindigd (Wessanen, Wolters Kluwer). Uit het onderzoek blijkt voorts dat de uitleg die destijds door vennootschappen werd gegeven slechts bij hoge uitzondering voorzien was van een inhoudelijke motive-ring. In het algemeen werd volstaan met de mededeling dat de bepaling niet was toegepast. In geval van een inhoudelijke uitleg werd handhaving van certificering als beschermingsconstructie genoemd. De Monitoring Commissie heeft aangekondigd in 2006 extra aandacht te besteden aan veelvuldig uitgelegde bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code.

De leden van de PvdA-fractie vroegen in verband met de certificering van aandelen in welk opzicht het huidige wetsvoorstel verschilt van het voorstel tot wijziging van de structuurregeling? Welke aanvullende argumenten heeft het kabinet om nu wel de instemming van de Tweede Kamer te krijgen voor dit onderdeel van het wetsvoorstel?

Het huidige voorstel wijkt in verband met de afschaffing van de certificering van aandelen als beschermingsconstructie niet af van het toenmalige voorstel tot aanpassing van de structuurregeling. Het belangrijkste bezwaar dat de Tweede Kamer destijds aanvoerde betrof het tijdstip en de context van het voorstel. Aangegeven werd dat het wenselijk werd geacht

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II, 2002–2003, 28 179, nr. 31, p. 4.



dat de bespreking van de toekomst van de certificering van aandelen zou plaatsvinden in een breder kader van wettelijke maatregelen inzake beschermingsconstructies. Daarvan is thans sprake. Inhoudelijk is het kabinet, zoals hierboven en in de memorie van toelichting op het onderhavige wetsvoorstel uiteen is gezet, nog steeds van mening dat het tegengaan van certificering als beschermingsmiddel wenselijk is. Administratiekantoren moeten om die reden verplicht worden om ook in «oorlogstijd» stemvolmachten aan certificaathouders af te geven. Het kabinet ziet echter geen aanleiding om de certificering van aandelen in het algemeen te verbieden.

De leden van de PvdA-fractie vroegen of met de invoering van de doorbraakregel uit artikel 11 van de overnamerichtlijn op ongewenste wijze de balans wordt verstoord tussen de belangen van de overnemende partij en de mogelijkheden voor het zittende management om tot goede afspraken te komen en/of betere alternatieven te zoeken.

Het kabinet laat de keuze aan de beursvennootschappen om bij de inrichting van de statuten (desgewenst) te kiezen voor een onbeschermd karakter in de zin van de overnamerichtlijn. Dit laat de mogelijkheden van het zittende management om tot goede afspraken te komen of op zoek te gaan naar betere alternatieven onverlet.

Tevens is door deze leden gevraagd naar de economische effecten en de gevolgen voor de werkgelegenheid van uiteindelijk geslaagde overnames die aanvankelijk als «vijandig» zijn beoordeeld.

In Nederland is een aantal als vijandig betitelde overnamebiedingen gedaan (Elsevier/Kluwer, Diamond Tools/ Flexovit, Buhmann/Samas/Ahrend, Uni-Invest/Breevast, WE International/KBB, Boskalis/HBG, LVMH/Gucci) maar slechts een enkele daarvan is geslaagd (Westfield/Rodamco North America). Empirisch onderzoek in Nederland over de effecten van geslaagde overnames is derhalve is niet goed mogelijk. Buitenlandse empirische onderzoeken naar de economische effecten van geslaagde vijandige overnames bieden geen eenduidig beeld.

De leden van de fractie van de PvdA vroegen ook welke knelpunten de huidige wet- en regelgeving en jurisprudentie opleveren voor het benoemen en ontslaan van bestuurders en commissarissen van een doelenvennootschap door een aandeelhouder die daarin een meerderheidsbelang heeft verkregen.

De mogelijke knelpunten zijn enerzijds vennootschapsrechtelijk en anderzijds arbeidsrechtelijk (voor bestuurders die tevens door een arbeidsovereenkomst zijn verbonden met de rechtspersoon) van aard.

Vennootschapsrechtelijk bestaat de mogelijkheid:

- dat een vennootschap bijzondere statutaire rechten aan aandeelhouders of anderen toekent in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris, bijvoorbeeld een recht tot het doen van een bindende voordracht, of
- dat er statutaire beperkingen zijn verbonden aan de uitoefening van het stemrecht.

Bij de benoeming en het ontslag van de bestuurder (degene die de hoogste zeggenschap uitoefent bij de leiding van de arbeid) moet de ondernemingsraad door de ondernemer in de gelegenheid worden gesteld om advies uit te brengen over elk door de ondernemer voorgenomen besluit tot benoeming en ontslag (artikel 30 Wet op de ondernemingsraden). Arbeidsrechtelijk kan de situatie zich voordoen dat een ontslagbesluit geen einde maakt aan de arbeidsrechtelijke verhouding, omdat een wettelijk ontslagverbod aan de beëindiging in de weg staat of omdat partijen anders zijn overeengekomen (HR 15 april 2005, NJ 2005, 483 (Ciris/Bartelink)).

Tenslotte wilden de leden van de PvdA-fractie vernemen of het kabinet bereid is op korte termijn een beperkter wetsvoorstel in te dienen, dat wil zeggen zonder de wijziging van artikel 2:118a BW en de automatische

doorbraakregeling in artikel 2:359c BW, wanneer blijkt dat andere lidstaten van de Europese Unie geen noemenswaardige verandering in hun beleid ten aanzien van de bescherming van beursvennootschappen doorvoeren. In dat verband wordt allereerst gerefereerd aan de voorgenomen schrapping van artikel 2:359c BW bij tweede nota van wijziging. Ten aanzien van artikel 2:118a BW is niet tot schrapping beslist, zoals in het voorgaande naar aanleiding van opmerkingen van de leden van de CDA-fractie is onderbouwd. Naar desbetreffende opmerkingen wordt verwezen.

### **Administratieve lasten**

Welke administratieve lasten worden voor het bedrijfsleven veroorzaakt door de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW, zo vroegen de leden van de CDA-fractie. Ook informeerden deze leden naar de toetsing door Actal.

De voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW houdt in dat de certificaathouders van beursgenoteerde vennootschappen steeds recht hebben op een stemvolmacht van de aandeelhouder ten behoeve van de stemming in de algemene vergadering. Dat recht op een stemvolmacht wordt niet aangetast door de omstandigheid dat een vijandig bod wordt uitgebracht op de vennootschap.

Artikel 118a is geformuleerd als een regel van dwingend recht. Dat betekent dat de certificaathouder ook recht heeft op een stemvolmacht wanneer de statuten van de vennootschap nog zouden bepalen dat dit recht op een stemvolmacht kan worden beperkt of uitgesloten of dat een gegeven volmacht kan worden herroepen, bijvoorbeeld omdat een vijandig bod is uitgebracht. Het voorgaande heeft tot gevolg dat het wetsvoorstel niet verplicht tot een aanpassing van de statuten. Wel ligt voor de hand dat vennootschappen waarvan de statuten luiden overeenkomstig het thans geldende artikel 2:118a lid 2–4 BW op enig moment – wanneer een statutenwijziging om andere redenen is voorzien – overgaan tot de schrapping van de desbetreffende bepalingen. Daaraan zijn dan echter vrijwel geen extra kosten verbonden.

In verband met de vraag naar de toetsing door Actal wordt opgemerkt dat op 6 juli 2005 advies is uitgebracht. Vanwege de omstandigheid dat het wetsvoorstel op het punt van artikel 2:118a BW niet leidt tot administratieve lasten, zijn opmerkingen daarover achterwege gelaten in de memorie van toelichting.

## **II ARTIKELN**

De leden van de CDA-fractie hebben gevraagd in te gaan op het wets-technische en het artikelsgewijze commentaar van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht. Op deze opmerkingen is reeds ingegaan in het algemeen deel van deze nota naar aanleiding van het verslag, naar aanleiding van een gelijke vraag van de leden van de PvdA-fractie.

### **Artikel I Wet toezicht effectenverkeer 1995**

#### *Onderdeel A*

##### *Artikel 1*

De leden van de CDA-fractie hebben geconstateerd dat hun voorstel tot het verlagen van de bieddrempel van 35 naar 30 procent van de stemrechten is overgenomen. Zij vroegen waarom een vaste controledrempel meer gewenst is dan een drempel die door de Ondernemingskamer kan worden doorbroken op het moment dat er ook onder de 30 procent sprake is van een aanmerkelijke invloed.

De overnamerichtlijn bepaalt in artikel 5, derde lid, dat de lidstaten een percentage van de stemrechten dienen vast te stellen waarmee de

zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen. Bij dit percentage moet een openbaar bod worden uitgebracht. Wanneer een drempel zou worden bepaald die door de Ondernemingskamer kan worden doorbroken, zou dit afbreuk doen aan de rechtszekerheid. De verwachting is immers dat na inwerkingtreding slechts weinig verplichte biedingen zullen worden uitgebracht omdat aandeelhouders ervoor zullen zorgen dat hun belang onder de biedgrens blijft. Het is een inbreuk op de rechtszekerheid wanneer iemand die bewust rekening heeft gehouden met de biedgrens toch wordt verplicht een openbaar bod uit te brengen.

De leden van de CDA-fractie stelden de vraag of daar waar in artikel 1, onderdeel o wordt gesproken over «openbaar bod», het moet gaan om een «voor aanvaarding vatbaar bod», waartoe goedkeuring van de AFM vereist is.

Gebruik van het begrip «openbaar bod» in onderdeel o van artikel 1 is voldoende. Het is niet nodig te spreken over een «voor aanvaarding vatbaar bod». Immers, ieder uitgebracht openbaar bod zal voor aanvaarding vatbaar zijn. Een openbaar bod is namelijk naar zijn aard onherroepelijk. Wel kunnen voorwaarden worden bepaald door de bieder waarvan de gestanddoening afhankelijk wordt gesteld. In het Bob zal echter bepaald worden dat het bij een *verplicht* bod, zoals bedoeld in het voorgestelde artikel 6a, niet mogelijk is om dergelijke voorwaarden te stellen.

De leden van de CDA-fractie vroegen naar de verschillende definities van «personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld» in de Wet melding zeggenschap en het onderhavige wetsvoorstel.

De definitie van «personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld», zoals opgenomen in artikel 1, eerste lid, onderdeel s, van het wetsvoorstel is inderdaad niet gelijk aan hetgeen in artikel 12, vierde tot en met zesde lid en negende lid, is geregeld in het voorstel van Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen (Kamerstukken II, 28 985, nrs. 2–13) (hierna: WMZ-wetsvoorstel). In laatstbedoelde bepalingen wordt mede invulling gegeven aan het element «beschikken over stemmen», welk element bepalend is voor de meldingsplicht die bestaat indien een drempelwaarde in het kapitaal van de beursgenoteerde vennootschap over- of onderschreden wordt. De achtergrond van het onderscheid tussen dit wetsvoorstel en het WMZ-wetsvoorstel is gelegen in de Europese richtlijnen ter implementatie waarvan de wetsvoorstellen gelden. Het voorgestelde artikel 1, eerste lid, onderdeel s, van de Wte 1995 in dit wetsvoorstel dient ter uitvoering van de definitie van artikel 2, eerste lid, onderdeel d, van de overnamerichtlijn, terwijl de genoemde leden van artikel 12 van het WMZ-wetsvoorstel ter implementatie gelden van artikel 10 van de Richtlijn 2004/109/EG van het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG (de transparantierichtlijn). Als gevolg van dit onderscheid valt niet uit te sluiten dat in een concreet geval een aandeelhouder een melding moet op grond van artikel 7 van het WMZ-voorstel omdat de 30% drempelwaarde is overschreden terwijl er geen sprake is van overwegende zeggenschap, ten gevolge van in onderling overleg handelende personen, als bedoeld in artikel 6a van de Wte 1995 van het wetsvoorstel op grond waarvan een openbaar bod moet worden uitgebracht. Het omgekeerde laat zich ook voorstellen. Er kan sprake zijn van overwegende zeggenschap omdat personen in onderling overleg handelen terwijl de drempelwaarde van 30% in de zin van het WMZ-wetsvoorstel nog niet overschreden is.

In de memorie van toelichting is gesteld dat «Samenwerking in de zin van dit onderdeel kan duurzaam maar ook incidenteel zijn». De leden van de CDA-fractie vroegen of het gewenst is dat een incidentele samenwerking leidt tot een biedplicht. Zij kunnen zich goed voorstellen dat aandeelhouders gezamenlijk optrekken op het moment dat zij van oordeel zijn dat de

doelvennootschap of de bieder in strijd handelt met hun belangen of in strijd met de regels van het onderhavige wetsvoorstel. Dan moeten aandeelhouders gezamenlijk kunnen (blijven) handelen, zonder dat dit leidt tot een biedplicht, aldus deze leden.

Naar aanleiding van deze vraag wijs ik op de memorie van toelichting waarin is opgemerkt dat voor het antwoord op de vraag of samenwerking leidt tot handelen in onderling overleg – als gevolg waarvan de biedplicht kan ontstaan – het doel van die samenwerking doorslaggevend is. Als het doel van de samenwerking het verkrijgen van overwegende zeggenschap of het dwarsbomen van het wetslagen van het aangekondigd openbaar bod is, dan zal sprake zijn van handelen in onderling overleg. Om effectief overwegende zeggenschap te (kunnen) verkrijgen zal dergelijke samenwerking doorgaans niet van incidentele aard zijn, maar zal daaraan enige vorm van (duurzaam) beleid ten grondslag liggen. Het valt echter niet uit te sluiten dat in uitzonderlijke situaties ook incidentele samenwerking kan worden aangemerkt als samenwerken met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap. Het gezamenlijk optrekken van aandeelhouders op het moment dat zij van oordeel zijn dat de doelvennootschap of de bieder in strijd handelt met hun belangen wordt, zolang het doel van deze samenwerking niet is gericht op het verwerven van overwegende zeggenschap of het dwarsbomen van het aangekondigd openbaar bod, overigens niet gezien als samenwerking die kan leiden tot een biedplicht. Is het kabinet het eens met de stelling van Eumedion dat de tekst van artikel 2 lid 1 onderdeel d niet juist is geïmplementeerd en dat het gaat om «het» bod in plaats van «een» bod, zo vroegen de leden van de VVD-fractie.

Het kabinet kan zich in de opmerking van Eumedion vinden. Bij tweede nota van wijziging zal «een» bod worden vervangen door «het» bod.

#### *Onderdeel B*

##### *Artikel 6a*

De leden van de CDA-fractie vroegen waarom het uitgangspunt dat een verplicht bod tegen een billijke prijs moet worden gedaan niet in de wet is opgenomen. Ook de leden van de VVD-fractie stelden de vraag waarom het begrip billijke prijs niet in het wetsvoorstel is opgenomen.

Deze vraag houdt verband met artikel 5, eerste en vierde lid, van de overnamerichtlijn waarin is bepaald dat een verplicht bod tegen een billijke prijs moet worden uitgebracht alsmede de wijze waarop die billijke prijs moet worden vastgesteld. Het was aanvankelijk de bedoeling om deze bepaling bij algemene maatregel van bestuur (in het voorgenoemde Besluit openbare biedingen), op basis van het voorgestelde artikel 6g, tweede lid, onderdeel b, van de Wte 1995, te implementeren. Mede gezien het belang van de materie wordt het bij nader inzien passender geacht om artikel 5, eerste en vierde lid, van de overnamerichtlijn bij wet te implementeren. De tweede nota van wijziging zal hierin voorzien.

##### *Artikel 6b*

De leden van de CDA-fractie stelden de vraag of het aanvragen van voorlopige surseance van betaling een instrument kan zijn voor een partij met een overwegend belang om de biedplicht te voorkomen. Het lijkt niet waarschijnlijk dat deze situatie zich snel zal voordoen. Surseance van betaling wordt niet verleend om een partij (aandeelhouder) van de biedplicht als bedoeld in het voorgestelde artikel 6a van de Wte 1995 «af te helpen», maar om een onderneming waarvoor de financiële situatie problematisch maar wel levensvatbaar is de ruimte te geven om te saneren opdat de onderneming kan blijven voortbestaan. Bovendien kan een verzoek tot (voorlopige) surseance van betaling alleen door de schuldenaar zelf, derhalve door het bestuur van de vennootschap, worden ingediend en niet door een aandeelhouder (artikel 215 Faillissementswet).

Wel zou de aandeelhouder kunnen pogen het bestuur ertoe te bewegen om een aanvraag in te dienen. Het bestuur, aannemende dat dit zijn taak behoorlijk vervult, zal hier echter alleen op kunnen ingaan als de financiële toestand van de vennootschap werkelijk problematisch is. Zo er al een verzoek wordt gedaan, is het aan de rechter om dit al dan niet toe te kennen. Een andere mogelijkheid voor de aandeelhouder die overwegende zeggenschap verkrijgt in een vennootschap die in een penibele financiële toestand verkeert, is om zich op grond van het voorgestelde artikel 6c, derde lid, van de Wte 1995 rechtstreeks tot de Ondernemingskamer te wenden met het verzoek om te bepalen dat de verplichting om een bod uit te brengen, niet geldt.

De leden van de VVD-fractie vroegen naar de suggestie van de Eumedion om een stichting continuïteit alleen vrij te stellen van de biedplicht als de aandelen maximaal zes maanden worden aanhouden.

Eumedion meent dat het de voorkeur zou verdienen om te bepalen dat een stichting continuïteit maximaal zes maanden na de aankondiging van een vijandig bod (preferente) aandelen mag houden in plaats van de twee jaar zoals bepaald in het voorgestelde artikel 6b, eerste lid, onderdeel c van de Wte 1995. Zes maanden zou, zo overwoog Eumedion, beter aansluiten bij de termijn van zes maanden als bedoeld in artikel 2:359c BW. Nu evenwel is besloten om artikel 2:359c BW, waarin de automatische doorbraakregel is opgenomen, te laten vervallen komt de grond onder de wens van Eumedion te vervallen. De termijn van twee jaren blijft gehandhaafd. Deze vroegen voorts naar de suggestie van Eumedion om de zinsnede «waaraan voorlopige surseance van betaling is verleend of» te schrappen.

Er is geen reden om deze zinsnede te schrappen. Het lijkt niet erg waarschijnlijk dat het bestuur van een doelvennootschap ten behoeve een partij die ten minste 30% van de aandelen verwerft, surseance van betaling aanvraagt. Allereerst geldt, zoals hierboven is vermeld, dat surseance wordt verleend om een vennootschap waarvan de financiële situatie problematisch is de gelegenheid te geven te saneren, en niet om een aandeelhouder van een biedplicht te ontheffen. Daarnaast zal het verzoeken van de surseance voor het bestuur weinig aantrekkelijk zijn omdat dit de vrijheid van handelen in surseance aanzienlijk beperkt: het bestuur is in surseance onbevoegd om daden van beheer of beschikking te verrichten zonder medewerking van de bewindvoerder. Ook voor de aandeelhouder met overwegende zeggenschap lijkt het doen verzoeken van surseance van betaling door het bestuur niet zonder meer aantrekkelijk. Indien de surseance wordt opgeheven, bijvoorbeeld omdat de bewindvoerder meent dat voortzetting niet langer wenselijk is omdat de vennootschap wel degelijk aan zijn verplichtingen kan voldoen, herleeft de biedplicht weer. Bovendien zal de surseance een neerwaarts effect kunnen hebben op de beurskoers, hetgeen voor een aandeelhouder die kort daarvoor overwegende zeggenschap heeft verworven belangrijke financiële risico's kan meebrengen. Daarbij moet steeds worden bedacht dat de rechter uiteindelijk bepaalt of het verzoek wordt toegewezen.

#### *Artikel 6c*

De leden van de VVD-fractie vroegen naar een standpunt ten aanzien van de suggestie van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht om te bepalen dat reeds vanwege een voorgenomen transactie kan worden verzocht om verlenging van de periode waarin een aandelenbelang kan worden terug gebracht ter voorkoming van de verplichting om een openbaar bod uit te brengen.

Op grond van het voorgestelde artikel 6c, tweede lid, van de Wte 1995 kan degene die verplicht is een openbaar bod uit te brengen de Ondernemingskamer verzoeken om de periode van dertig dagen, waarin hij de mogelijkheid heeft zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens

en als gevolg waarvan de biedplicht komt te vervallen, te verlengen met maximaal zestig dagen. Dit verzoek kan slechts worden gedaan wanneer een biedplicht bestaat. Het is onnodig om de mogelijkheid tot het doen van een dergelijk verzoek uit te breiden tot de situatie dat er nog geen biedplicht is, maar er een voornemen is om een transactie te doen die tot overwegende zeggenschap zal kunnen leiden. Wanneer het verzoek eerder kan worden gedaan verandert dat niets aan de situatie. De termijn om het belang af te bouwen blijft dertig dagen en is na verlenging in totaal niet meer dan negentig dagen. Ook wanneer zo'n verlenging eerder zal zijn toegewezen, blijft de termijn maximaal negentig dagen vanaf het ontstaan van de biedplicht. Bovendien is de initiële periode van dertig dagen lang genoeg om een verzoek tot verlenging in te dienen en toegewezen te krijgen. Tenslotte kunnen vraagtekens worden gezet bij de situatie dat men tevoren al besloten heeft een transactie te doen die leidt tot een biedplicht en vervolgens dit belang weer af te bouwen tot onder de biedplicht. Was het dan niet praktischer geweest om het belang de gehele periode onder de biedgrens te houden?

#### *Artikel 6d*

De leden van de CDA-fractie vroegen waarom er in artikel 6d geen termijn is opgenomen voor het aanhangig maken van een overtreding van de biedplicht bij de Ondernemingskamer. Ook de leden van de VVD-fractie vroegen waarom geen termijn is genoemd waarbinnen een overtreding van de biedplicht aanhangig gemaakt moet worden bij de Ondernemingskamer.

Er is geen termijn opgenomen in het voorgestelde artikel 6d van de Wte 1995 omdat Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek algemene termijnen bevat voor de verjaring van rechtsvorderingen en voor de aanvang van die termijnen.

Wat is de status van besluiten die eventueel genomen zijn met instemming van een partij die geen openbaar bod heeft uitgebracht, maar dit wel had moeten doen, zo vragen de leden van de VVD-fractie.

Voorzover de door de leden van de VVD-fractie genoemde besluiten, besluiten van de aandeelhoudersvergadering betreffen, kan het volgende worden opgemerkt. Dergelijke besluiten zijn in beginsel rechtsgeldig. Op verzoek van de doelvennootschap of de houder van aandelen daarvan kunnen dergelijke besluiten echter worden geschorst of vernietigd (vergelijk het aangepaste artikel 6d, tweede lid, van de Wte 1995).

Tenslotte vragen de leden van de VVD-fractie wat het kabinet vindt van de suggestie van de VEB om de Ondernemingskamer om, na een verzoek van marktpartijen, een bod verplicht te laten stellen indien er in de praktijk overwegende zeggenschap wordt bereikt bij een percentage beneden 30%.

Het kabinet is niet voornemens deze suggestie over te nemen. De verplichting om een bod uit te brengen kan, ook voor de eventuele bidder, een ingrijpende verplichting zijn. Om die reden heeft het kabinet het oogmerk om deze verplichting in de wetgeving zo duidelijk mogelijk vorm te geven. Beursgenoteerde vennootschappen kunnen er daarnaast voor kiezen om binnen de geldende vennootschapswetgeving, al dan niet op verzoek van (minderheids)aandeelhouders, statutair te bepalen dat een aandeelhouder bij een lager percentage dan 30 overwegende zeggenschap verkrijgt en uit dien hoofde *statutair* verplicht is om een bod uit te brengen.

#### *Artikel 6l*

Waarom wordt vrijstelling van de biedplicht niet bij wet geregeld, in plaats van bij ministeriële regeling, zo informeerden de leden van de VVD-fractie. Een aantal van de «vrijstellingen» van de biedplicht is bij wet geregeld. Vergelijk de in het voorgestelde artikel 6b van de Wte 1995 opgenomen uitzonderingen op artikel 6a van de Wte 1995. Doordat daarnaast de



mogelijkheid wordt opengehouden om (ook) bij ministeriële regeling vrijstelling te verlenen van de biedplicht is het mogelijk dat op relatief snelle en flexibele wijze, indien ontwikkelingen op de kapitaalmarkt daarom vragen, nieuwe vrijstellingen te introduceren.

## **Artikel II Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek**

### *Artikel 359b*

De leden van de CDA-fractie vroegen om verduidelijking van de regeling in lid 1 onderdeel e van artikel 2:359b waarin is bepaald dat voor elk aandeel een stem kan worden uitgebracht, ongeacht de nominale waarde van de aandelen. Ook vroegen zij om een toelichting op de omschrijving «aandelen met meervoudig stemrecht». Ook de leden van de VVD-fractie vroegen om opheldering van het begrip «meervoudig stemrecht». In de overnamerichtlijn wordt met een aandeel met meervoudig stemrecht bedoeld elk aandeel van een bepaalde soort (bijvoorbeeld de aandelen B) waaraan meer dan 1 stem is verbonden. De aandelen met meervoudig stemrecht worden daarmee geplaatst tegenover de aandelen van een andere soort (bijvoorbeeld de aandelen A) waaraan slechts 1 stem is verbonden (vgl. artikel 2 lid 1 onderdeel g van de overnamerichtlijn). Op grond van artikel 11 van de overnamerichtlijn moet een beursvennootschap er voor kunnen kiezen om in de statuten te bepalen dat de regel «one share one vote» wordt toegepast in de aandeelhoudersvergadering die beslist over de invoering van nieuwe beschermingsmaatregelen (artikel 9 overnamerichtlijn) of beslist over de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen in de vergadering die kort na een geslaagd bod wordt gehouden (artikel 11 lid 4 overnamerichtlijn). Hierbij moet wel worden bedacht dat de overnamerichtlijn het beginsel «one share one vote» niet consequent toepast. Een aantasting van het in Frankrijk bestaande systeem van dubbel stemrecht van de trouwe aandeelhouders is uitdrukkelijk voorkomen. In het Franse systeem krijgt de houder van een aandeel A een dubbel stemrecht nadat hij een bepaalde tijd aandeelhouder is geweest. Hij behoudt dan zijn aandelen A, maar heeft meer stemmen uit te brengen. Omdat de aandeelhouder dezelfde soort aandelen behoudt, valt deze constructie buiten de eerdergenoemde definitie van het begrip meervoudig stemrecht in de overnamerichtlijn. In Nederland ontbreekt een wettelijke regeling voor dubbel stemrecht zoals in Frankrijk. In de Nederlandse situatie is sprake van een zuivere keuze van de vennootschap voor de toepassing van het «one share one vote» beginsel indien de statuten luiden overeenkomstig artikel 2:359b lid 1 onderdeel e of lid 2 BW. De overnamerichtlijn onderscheidt overigens niet in de hoogte van de nominale waarde van de aandelen. Naar aanleiding van de vraag van de leden van de CDA-fractie zal de verwijzing naar de nominale waarde van de aandelen in de genoemde artikelleden worden geschrapt in de tweede nota van wijziging. In de praktijk is het overigens niet waarschijnlijk dat veel vennootschappen die aandelen met verschillende nominale waarde hebben uitgegeven, zullen kiezen voor de toepassing van artikel 2:359b lid 1 onderdeel e of lid 2 BW.

De leden van de fractie van het CDA stelden de vraag waarom het stemrecht voor financieringspreferente aandelen niet wordt gekoppeld aan de reële waarde van de inbreng in plaats van de nominale waarde. Moet hierin niet meer flexibiliteit in het vervullen van de financieringsbehoefte worden geboden, zo vroegen deze leden.

Voor het antwoord op deze vraag wordt verwezen naar een eerdere gelijke vraag van de leden van de VVD-fractie.

Voorts wilden deze leden graag vernemen hoe het kabinet de pleidooien voor de invoering van een regeling voor dubbel stemrecht voor bijvoorbeeld trouwe aandeelhouders beoordeelt.

Ook in verband met deze vraag wordt verwezen naar het antwoord op een gelijke vraag van de leden van de VVD-fractie.

De leden van de CDA-fractie vroegen vervolgens of de in het voorgestelde vierde lid opgenomen reciprociteitsbepaling eventueel in strijd zou kunnen zijn met Europees recht en met de verplichtingen op basis van de WTO.

De overnamerichtlijn biedt een uitdrukkelijke grondslag voor de reciprociteitsbepaling. Het kabinet maakt gebruik van deze grondslag overeenkomstig de randvoorwaarden die deze richtlijn stelt. Derhalve gaat het kabinet ervan uit dat de reciprociteitsbepaling in overeenstemming is met het Europese recht. De WTO-regelgeving (GATT, TRIMs en GATS) kent geen specifiek vennootschapsrechtelijke bepalingen. GATT (general agreement on tariffs and trade) ziet op goederen en producten, GATS (general agreement on services) ziet op diensten en TRIMs (trade related investment measures) op investeringsmaatregelen met betrekking tot goederen. TRIMs kent geen algemene discriminatiebepaling ten aanzien van investeerders. Naar de opvatting van het kabinet raakt de voorgestelde reciprociteitsregeling het WTO-recht dan ook niet.

De leden van de VVD-fractie vroegen of een vennootschap die de artikelen 9 en 11 van de overnamerichtlijn niet in de statuten heeft opgenomen, gebruik kan maken van middelen die kennelijk niet met het oog op de bescherming van de vennootschap tegen een overname zijn opgenomen. Het wetsvoorstel biedt beursgenoteerde vennootschappen de mogelijkheid om hun statuten in te richten overeenkomstig de artikelen 9 en 11 van de overnamerichtlijn. De vennootschappen zijn daartoe niet verplicht. Ook overigens zijn de vennootschappen vrij om hun statuten – binnen de grenzen van de wet – in te richten. Wanneer in een overnamesituatie zou blijken dat de gekozen statutaire regeling als neveneffect heeft dat deze tot op zekere hoogte beschermt tegen een vijandige overname, dan staat dat niet in de weg aan een beroep op die statutaire regeling. Wel zal de mogelijkheid om beroep te doen op een statutaire regeling telkens worden begrensd door de eisen van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW).

Ook vroegen deze leden naar een oordeel over de suggestie van Eumedion om het bestuur van de vennootschap te verplichten om binnen een termijn van zes maanden na de inwerkingtreding van de wet een voorstel voor te leggen aan de aandeelhouders over het al dan niet toepassen van de artikelen 9 en 11 van de overnamerichtlijn.

De overnamerichtlijn en het wetsvoorstel hebben als uitgangspunt dat een beursvennootschap beslist over haar eigen statutaire inrichting. Zij beslist daarmee zelf over de vraag of de vennootschap een beschermd karakter heeft of krijgt en het tijdstip waarop desgewenst een wijziging in dat karakter wordt aangebracht. Een karakterwijziging kan plaatsvinden door statutenwijziging. Het Burgerlijk Wetboek schrijft voor een statutenwijziging enkele formaliteiten voor (vgl. artikel 2:121 e.v. BW). Die formaliteiten staan niet in de weg aan een statutaire regeling die aansluit bij het voorstel van Eumedion. Er is vanwege de vrijheid van inrichting van de statuten echter geen aanleiding om beursvennootschappen bij wet te verplichten tot het doen van een voorstel over de toepassing van de artikelen 9 en 11 van de overnamerichtlijn. Deze richtlijn verplicht daartoe ook niet.

De leden van de VVD-fractie vroegen voorts of de mening van Eumedion wordt gedeeld dat de formulering van artikel 2:359c lid 2 BW niet aansluit bij artikel 5, eerste lid van het voorontwerp van het Bob en dat hierdoor de mogelijkheid wordt gecreëerd om binnen zeven dagen (beschermingspreferente) aandelen uit te geven.

Het is juist dat in het voorontwerp van het Bob pas zeven dagen na de verzending van de kennisgeving van het voornemen tot het uitbrengen van een openbaar bod een eerste openbare mededeling over een vijandig bod vereist was. Inmiddels is dit heroverwogen. Omdat artikel 2:359c BW

bij tweede nota van wijziging zal komen te vervallen, speelt het door Eumedion geconstateerde niet-aansluiten overigens geen rol meer. De leden van de VVD-fractie wilden vernemen of de bijzondere statutaire rechten die bestaan indien een vennootschap vrijwillig het structuurregime toepast, doorbroken worden indien een partij 75% van het geplaatste kapitaal heeft verworven.

De statuten van een beursvennootschap kunnen op vrijwillige basis in overeenstemming zijn gebracht met de structuurregeling. Wanneer de structuurregeling wordt toegepast, geldt als bijzonderheid dat de leden van de raad van commissarissen worden benoemd door de algemene vergadering op de voordracht van de raad van commissarissen (artikel 2:158 lid 4 BW). Ten behoeve van de voordracht kunnen de algemene vergadering en de ondernemingsraad kandidaten aanbevelen (artikel 2:158 lid 5 en 6 BW). Wanneer de statuten van de desbetreffende vennootschap voorts inhouden dat artikel 2:359b lid 2 BW van toepassing is, te weten dat eenieder die 75% van de aandelen verwerft een algemene vergadering kan houden waarin bijzondere statutaire rechten van *aandeelhouders* niet gelden in verband met de benoeming van een commissaris, dan zou dat de bevoegdheid tot benoeming van de *raad van commissarissen* en de bevoegdheid tot het doen van aanbevelingen van de *ondernemingsraad* niet aantasten. Wel zou de *aandeelhouder* het aanbevelingsrecht missen. Het ligt daarom niet voor de hand dat de aandeelhouder beroep zou willen doen op artikel 2:359b lid 2 BW wanneer de structuurregeling vrijwillig van toepassing is. Het ligt meer voor de hand dat de desbetreffende aandeelhouder stappen zet om een statutenwijziging te bewerkstelligen waarmee een einde wordt gemaakt aan de toepassing van de structuurregeling.

Ook wilden deze leden weten waarom het wetsvoorstel wel een uitsluiting van de bijzondere rechten tot benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen bevat, maar niet voor bijzondere rechten met betrekking tot statutenwijziging.

Een vergelijkbare vraag is gesteld in het onderdeel «De richtlijn». Samengevat is daar aangegeven dat voor de formulering van artikel 2:359b lid 2 BW is aangesloten bij de formulering van de overnamerichtlijn die inhoudt dat «de in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde buitengewone rechten van de aandeelhouders ten aanzien van de benoeming of het ontslag van leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan» niet gelden (artikel 11 lid 4 overnamerichtlijn). De overnamerichtlijn verplicht niet tot een doorbraak van rechten in verband met een statutenwijziging. Een en ander laat overigens onverlet dat de vennootschap zelf beslist of aandelen met bijzondere rechten in verband met statutenwijziging worden uitgegeven of niet. Indien de vennootschap meent dat dergelijke bijzondere rechten niet uitgeoefend behoren te kunnen worden nadat een openbaar bod is uitgebracht, dan kan de vennootschap een statutenwijziging overwegen. Dit past in de structuur van het onderhavige wetsvoorstel, dat de inrichting van de statuten zoveel mogelijk overlaat aan de keuze van de vennootschap.

Voorts vroegen de leden van de VVD-fractie waarom statutaire en contractuele stemrechtbeperkingen niet expliciet zijn genoemd in artikel 2:359b BW, zodat zij zouden vallen onder de doorbraakregeling.

De overnamerichtlijn schrijft voor dat statutaire en contractuele beperkingen van het stemrecht buiten werking kunnen worden gesteld «tijdens de algemene vergadering die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen» (artikel 11 lid 3 overnamerichtlijn). Het gaat daar om een doorbraak van stemrechtbeperkingen in de vergadering die beslist over de vraag of nieuwe beschermingsmaatregelen kunnen worden getroffen ter voorkoming van een vijandige overname. Uitsluitend de beperkingen van het stemrecht van de aandeelhouders tot wie het bod van deieder is gericht, worden doorbroken. De regeling heeft geen invloed op het stemrecht van de

bieder. De desbetreffende bepaling is uitgevoerd met artikel 2:359b lid 1 onderdeel d BW. Daarnaast houdt artikel 11 lid 4 van de overnamerichtlijn een verwijzing in naar de doorbraak van beperkingen van de uitoefening van het stemrecht in verband met de vergadering waarin over benoeming of ontslag van bestuurders of commissarissen wordt beslist. Het onderhavige wetsvoorstel voorzagt nog niet in de desbetreffende regeling. Dit wordt rechtgezet door een aanpassing van artikel 2:359b lid 2 BW in de tweede nota van wijziging.

De leden van de VVD-fractie stelden in verband met artikel 2:359b lid 2 BW de vraag of de situatie kan ontstaan waarbij de statuten bepalen dat de verkrijging van 75% van de aandelen leidt tot een zekere doorbraak, maar een bieder in de praktijk niet zal toekomen aan een 75% belang omdat een emissie van beschermingspreferente aandelen kan plaatsvinden.

De observatie van deze leden is op zichzelf correct. Wanneer de vennootschap vanwege een openbaar bod beschermingspreferente aandelen kan uitgeven, ligt het echter niet voor de hand dat de desbetreffende vennootschap uit eigen beweging in de statuten een bepaling opneemt in de zin van artikel 2:359b lid 2 BW, omdat aan die bepaling de vooronderstelling ten grondslag ligt dat een bieder 75% van de aandelen kan verwerven.

Zou de vennootschap toch een dergelijke bepaling opnemen, dan kan zich inderdaad de situatie voordoen zoals door de leden van de VVD-fractie beschreven. In die keuze treedt het kabinet niet, omdat de inrichting van de statuten – overeenkomstig het uitgangspunt van de overnamerichtlijn – een aangelegenheid is van de vennootschap. Het wetsvoorstel behoeft ter uitvoering van die richtlijn slechts aan te geven wat de rechtsgevolgen kunnen zijn wanneer een bieder er wél in slaagt het 75% belang te verkrijgen.

De leden van de VVD-fractie vroegen een reactie op de opmerking van Eumedion dat de wederkerigheidregel mogelijk in strijd is met Europees recht en de WTO. Ook wilden de leden vernemen of de reciprociteitsregel een bredere werking kan worden gegeven dan als optie in de statuten. De leden van de VVD-fractie stelden zich daarbij de situatie voor dat de automatische doorbraakregel alleen van kracht is indien de overnemende vennootschap zelf niet beschermd is.

Op de verhouding van de reciprociteitsregel ten opzichte van het Europees recht en de WTO is hiervoor ook ingegaan naar aanleiding van een gelijke vraag van de CDA-fractie. Naar dat antwoord wordt verwezen. De vraag over de wenselijkheid van aanpassing van de automatisch doorbraakregel teneinde rekening te houden met het mogelijk ontbreken van reciprociteit – wanneer de doelvennootschap minder bescherming geniet dan de overnemende vennootschap – kan buiten beschouwing blijven nu artikel 2:359c BW wordt geschrapt bij tweede nota van wijziging.

#### *Artikel 359c*

De leden van de VVD-fractie stelden de vraag of onder omstandigheden moet kunnen worden afgeweken van de zes-maanden termijn in artikel 2:359c BW, bijvoorbeeld omdat een overname schadelijk kan zijn voor de doelvennootschap. Deze leden refereerden voorts aan de opmerking van Eumedion dat de formulering van artikel 2:359c lid 2 BW niet aansluit bij artikel 5 lid 1 Bob.

Vanwege de schrapping van artikel 2:359c BW vervalt de automatische doorbraak na zes maanden geheel; een nuancering is dan niet meer nodig. Bij de bespreking van artikel 2:359b BW is naar aanleiding van een vergelijkbare vraag over de aansluiting van artikel 5 Bob en artikel 2:359c BW aangegeven dat het Bob wordt aangepast, nog afgezien van het feit dat artikel 2:359c BW vervalt.

#### *Artikel 359d*

De leden van de CDA-fractie stelden de vraag of de zinsnede «die billijk

moet zijn» moet worden toegevoegd aan de eerste zin van het zesde lid van dit artikel.

In de bedoelde eerste zin wordt reeds aangegeven dat de rechter «een billijke prijs» dient vast te stellen voor de over te dragen aandelen. Ik vertrouw dat daarmee tegemoet is gekomen aan de opmerking van deze leden.

#### *Artikel 359e*

De leden van de VVD-fractie vroegen naar mijn standpunt ten aanzien van de suggestie van de VEB om te bepalen dat aandeelhouders een onbeperkt recht hebben om beroep te doen op een verkooprecht, zonder een koppeling aan de termijn van drie maanden zoals bepaald in de overnamerichtlijn.

Het verkooprecht van minderheidsaandeelhouders op grond van de overnamerichtlijn moet binnen een relatief korte periode (drie maanden) worden ingeroepen door de minderheidsaandeelhouder. Hij oefent het verkooprecht uit jegens de grootaandeelhouder. Deze moet de aandelen overnemen. In het systeem van de overnamerichtlijn weet de grootaandeelhouder (die zijn belang heeft verworven via een openbaar bod) dat hij nog gedurende een beperkte periode kan worden geconfronteerd met een minderheidsaandeelhouder die zich heeft bedacht dat hij toch op het openbaar bod had moeten ingaan. De desbetreffende minderheidsaandeelhouder krijgt in beginsel dezelfde prijs als de aandeelhouders die wel onmiddellijk hebben gereageerd, omdat de prijs van het bod billijk wordt geacht. Voor de desbetreffende grootaandeelhouder geldt dat hij de aandelen van de minderheidsaandeelhouder ook had moeten overnemen wanneer deze wel onmiddellijk op het bod had gereflecteerd, zodat de grootaandeelhouder niet wezenlijk wordt geschaad door de uitoefening van het verkooprecht door de minderheidsaandeelhouder binnen een termijn van drie maanden.

Ik zie daarentegen geen aanleiding voor de invoering van een algemeen en doorlopend recht op verkoop van aandelen door de minderheidsaandeelhouder jegens de grootaandeelhouder. Een dergelijk recht op verkoop is uitsluitend in bijzondere omstandigheden gepast en proportioneel ten opzichte van degene die gedwongen wordt de aandelen van de minderheidsaandeelhouder over te nemen. Een rechtvaardiging ontbreekt wanneer zich geen bijzondere omstandigheden voordoen waardoor de positie van de minderheidsaandeelhouder in het bijzonder in het gedrang komt. Het enkele feit dat de minderheidsaandeelhouder slechts een gering pakket aandelen heeft gekocht en wordt geconfronteerd met een meerderheidsaandeelhouder is daarvoor niet voldoende. Voor dat risico heeft hij zelf gekozen.

De Minister van Justitie,  
J. P. H. Donner