

Vergaderjaar 2007–2008

**31 220**

## **Uitvoering van richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 (PbEU L 264) tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG betreffende de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding en wijziging van hun kapitaal**

**Nr. 7**

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

Ontvangen 30 januari 2008

#### **1. Algemeen**

Met belangstelling heb ik kennis genomen van de inbreng van de fracties die aan het woord zijn in het verslag.

#### **2. Inkoop van eigen aandelen**

De leden van de CDA-fractie vroegen of kan worden ingegaan op de kritiek van de Raad van State dat onvoldoende inzicht wordt geboden in de wenselijkheid en de motieven om de ondergrens van de inkoop van eigen aandelen te bepalen op één aandeel. De leden van de PvdA-fractie vroegen in dit verband waarom de verruiming van de mogelijkheid voor nv's om eigen aandelen in te kopen tot nu toe beperkt is gebleven, waarom die beperking ooit is afgesproken en waarom de bezwaren die ooit van kracht waren om die beperking vast te leggen, nu niet meer geldig zijn. De beperking van de inkoop van eigen aandelen tot een maximumpercentage van 10% van het geplaatste kapitaal is eind jaren zeventig bij de implementatie van de oorspronkelijke Tweede richtlijn in de Nederlandse nv-wetgeving opgenomen. Vóór die tijd was – eerst op grond van de departementale richtlijnen en sinds de vaststelling van Boek 2 BW op grond van de wet – een bovengrens van de helft van het geplaatste kapitaal van toepassing. De ratio voor het hanteren van een bovengrens lag in de bescherming van schuldeisers. De gedachte was dat de wet regels moest stellen, omdat aan een aandeelhouder bij verkoop van zijn aandelen aan de vennootschap zijn aandeel in feite wordt terugbetaald ten koste van de schuldeisers van de vennootschap (Kamerstukken II, 1978–1979, 15 304, nr. 3, blz. 5). In de loop der jaren zijn tegen de achtergrond van het stelsel van kapitaalbescherming andere inzichten over deze ratio ontstaan. De gedachte achter de de thans doorgevoerde wijziging van de inkoopregeling in de Tweede richtlijn is dat een wettelijke bovengrens niet wezenlijk bijdraagt aan de bescherming van schuldeisers, zolang voor naamloze vennootschappen blijft gelden dat inkoop slechts is toegestaan voor zover er voldoende vrije reserves beschikbaar zijn (vgl. overweging 4 van de wijzigingsrichtlijn). Een bijkomend bezwaar dat in de loop der jaren tegen de voorgeschreven bovengrens is geuit, is dat vennootschappen deze grens relatief eenvoudig kunnen omzeilen door

een aantal achtereenvolgende inkoopprocedures waarbij telkens 10% wordt ingekocht, waarna de ingekochte aandelen vervolgens worden ingetrokken. Nu schuldeisersbescherming niet meer wordt beschouwd als een voldoende rechtvaardiging voor het hanteren van een bovengrens, kan de wet – conform de wijzigingsrichtlijn – vennootschappen binnen de grenzen van de beschikbare vrije reserves maximale ruimte bieden voor inkoop van eigen aandelen. In het kader van de flexibilisering van het bv-recht is op grond van dezelfde overwegingen voorgesteld om de bestaande bovengrens van 50% van het geplaatste kapitaal te laten vervallen (Kamerstukken 31 058, vgl. ook het rapport van de expertgroep onder leiding van Prof. de Kluiver en het Eindrapport «Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht» van M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, Instituut voor Ondernemingsrecht Groningen, 31 maart 2004, blz. 42, te raadplegen op [www.justitie.nl/bvrecht](http://www.justitie.nl/bvrecht)).

De leden van de CDA-fractie vroegen hoe de regering het risico beoordeelt dat een grootaandeelhouder in het kader van inkooptransacties misbruik maakt van zijn macht in de algemene vergadering ten opzichte van de minderheidsaandeelhouders en hoe met dat risico moet worden omgegaan. In artikel 19 van de wijzigingsrichtlijn is ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders bepaald dat vennootschappen bij inkoop van eigen aandelen het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden, in acht moeten nemen. Het gelijkheidsbeginsel staat er aan in de weg dat de vennootschap bij een inkooptransactie de meerderheidsaandeelhouder zonder objectieve rechtvaardiging gunstiger behandelt dan de minderheidsaandeelhouders. Omdat het gelijkheidsbeginsel al in de Nederlandse wetgeving is vastgelegd (artikel 92 lid 2), noodzaakt de wijzigingsrichtlijn op dit punt niet tot nadere uitvoeringswetgeving. Overigens zal inkoop van eigen aandelen in het algemeen niet snel leiden tot een verslechtering van de positie van de zittende aandeelhouders. Zij beslissen zelf of zij hun aandelen aan de vennootschap willen verkopen. Inkoop van eigen aandelen wordt regelmatig gebruikt om de positie van de zittende aandeelhouders te versterken, bijvoorbeeld wanneer een beursvennootschap eigen aandelen inkoop om de beurskoers van de aandelen te ondersteunen.

De leden van de CDA-fractie vroegen waarom de geldigheidsduur van de machtiging van de algemene vergadering wordt verlengd van achttien maanden naar vijf jaar en of de algemene vergadering daarmee niet te lang buitenspel wordt gezet. De verlenging van de maximum geldigheidsduur in de wijzigingsrichtlijn is bedoeld om vennootschappen meer flexibiliteit te bieden en de administratieve lasten voor het bedrijfsleven terug te dringen. Het gaat dus niet om een dwingende regel, maar om een maximumgrens. Het is aan de algemene vergadering om binnen die grens te bepalen wat bij de desbetreffende vennootschap een geschikte geldigheidsduur is. Het staat de algemene vergadering daarnaast vrij om geen machtiging af te geven voor inkoop van eigen aandelen of om de inkoop in de statuten uit te sluiten of te beperken (artikel 98 lid 4). Er kan dus op verschillende manieren rekening worden gehouden met de specifieke omstandigheden binnen de vennootschap.

De leden van de PvdA-fractie vroegen of een nv zich door inkoop van eigen aandelen beter kan wapenen tegen een ongewenste overname van de onderneming, of inkoop van eigen aandelen kan dienen als een beschermingsconstructie en of dat wenselijk wordt bevonden. Inkoop van eigen aandelen kan worden gebruikt om een aangeboden pakket aandelen in te kopen waarvan de vennootschap niet wil dat een derde partij die aandelen verkrijgt (vgl. Kamerstukken II, 1978–1979, 15 304, nr. 3, blz. 5). Op zich is daar geen bezwaar tegen. Het staat een vennootschap vrij om het eigen kapitaal te (her)structureren. Indien een vennootschap over voldoende vrije reserves beschikt, kan een dergelijke (her)structurering

bestaan uit het inkopen van eigen aandelen. Op aandelen die de vennootschap zelf houdt, kan geen stemrecht worden uitgeoefend. Van een beschermingsconstructie is dan ook geen sprake. Op grond van de Wet op het financieel toezicht is inkoop van eigen aandelen een transactie die door beursvennootschappen onder de voorwaarden van artikel 5:59 van die wet openbaar moet worden gemaakt.

De leden van de PvdA-fractie vroegen hoe de voorgestelde verruiming van de inkoopmogelijkheden samenloopt met de nota van wijziging op het belastingplan, die voorziet in een verdubbeling van de dividendvrijstelling bij inkoop van eigen aandelen. Deze leden vroegen of het te verwachten is dat inkoop van eigen aandelen in de toekomst steeds vaker zal worden toegepast en er steeds minder directe dividenduitkeringen zullen plaatsvinden en hoeveel belastinginkomsten de overheid daardoor kan mislopen. Via het inmiddels tot wet verheven wetsvoorstel Overige Fiscale Maatregelen 2008 is de in de dividendbelasting opgenomen vrijstelling bij inkoop van eigen aandelen per 1 januari 2008 verruimd. Voor deze vrijstelling gelden bepaalde voorwaarden. Eén van de voorwaarden is dat de vrijstelling alleen kan worden toegepast door beursgenoteerde ondernemingen die eigen aandelen inkopen. Beursgenoteerde ondernemingen zullen er uit commercieel en bedrijfseconomisch oogpunt en vanwege belangen en wensen van investeerders naar streven om een zo stabiel mogelijke dividendpolitiek te voeren. Het vervangen van contant dividend door vrijgestelde inkoop wordt bovendien ontmoedigd doordat de hoogte van het plafond voor belastingvrije inkoop afhankelijk is en blijft van het bedrag aan dividend dat in recente jaren is uitgekeerd. Tegen die achtergrond bezien wordt niet verwacht dat de verruiming van de inkoopfaciliteit tot substitutie zal leiden tussen dividenduitkeringen en inkoop van eigen aandelen.

De leden van de PvdA-fractie vroegen wat de voor- en nadelen zijn van aandeelloze bedrijven. Een naamloze vennootschap is op grond van artikel 64 een rechtspersoon met een in aandelen verdeeld maatschappelijk kapitaal. Aandeelloze nv's zijn dus onder Nederlands recht niet toegestaan. Op de nadelen van de situatie waarin er slechts één aandeel door een andere aandeelhouder wordt gehouden wordt hierna in antwoord op vragen van de SP-fractie en de PVV-fractie nog ingegaan.

Deze leden vroegen of het waar is dat bijvoorbeeld in Japan en Zuid-Korea kruisparticipaties bestaan waarbij dochter- en moedermaatschappijen volledig elkaars aandelen bezitten en of een dergelijke situatie in Nederland ook denkbaar is. In Japan komen van oudsher groepen van vennootschappen voor die gebaseerd zijn op kruisparticipaties. Deze groepen staan bekend onder de naam Keiretsu. Omdat deze organisatievorm zeer specifiek verbonden is aan het Japanse vennootschapsrecht en de historisch gegroeide economische structuur in Japan kan zonder uitgebreid onderzoek geen goede vergelijking met de Nederlandse situatie worden gemaakt. Kruisparticipaties tussen moeder- en dochtermaatschappijen zijn onder Nederlands recht binnen de grenzen van het voorgestelde artikel 64 en van artikel 98d toegestaan. In het voorgestelde artikel 64 (zoals aangepast bij nota van wijziging) is bepaald dat ten minste één aandeel, door een ander dan en anders dan voor rekening van de vennootschap of een van haar dochtermaatschappijen moet worden gehouden. Een kruisparticipatie waarbij dochter- en moedermaatschap volledig elkaars aandelen bezitten, is dus niet toegestaan. Daarnaast volgt uit artikel 98d dat een dochtermaatschappij voor eigen rekening slechts aandelen in het kapitaal van de moeder-nv mogen nemen voor zover de moeder-nv zelf eigen aandelen mag verkrijgen.

De leden van de PvdA-fractie vroegen of inkoop van eigen aandelen ook zal worden toegepast bij overheids-nv's om financiële middelen vrij te maken uit te conservatief gefinancierde overheidsbedrijven en of inkoop van eigen aandelen in de plaats kan komen van een superdividend, bijvoorbeeld bij de NV Lu. Evenals het uitkeren van superdividend vormt

het inkopen van eigen aandelen door ondernemingen in algemene zin een middel om het rendement op geïnvesteerd vermogen te verhogen. Inkoop (en het vervolgens intrekken) van eigen aandelen is doorgaans interessant voor aandeelhouders, omdat zij dan – bij gelijkblijvende winst – meer (regulier) dividend per aandeel ontvangen. Zo is dat in het verleden ook voorgekomen bij beursgenoteerde ondernemingen waarin de Staat een belang hield, zoals TNT en KPN. Het ligt echter niet in de rede dat inkoop van eigen aandelen door te conservatief gefinancierde staatsdeelnemingen wordt toegepast. Dit heeft onder meer te maken met het feit dat de portefeuille van staatsdeelnemingen momenteel geen beursgenoteerde ondernemingen meer kent. Als gevolg daarvan bestaat voor de aandelen van de huidige deelnemingen geen publieke markt van vraag en aanbod die de marktwaarde van een aandeel vaststelt.

Bovendien heeft inkoop van eigen aandelen alleen voordelen voor de bestaande aandeelhouders als de verhoudingen tussen aandeelhouders daardoor veranderen. Pas dan ontvangt een aandeelhouder immers meer dividend. Het echter is niet aannemelijk dat de huidige staatsdeelnemingen door inkoop van aandelen veranderingen zullen aanbrengen in hun aandeelhoudersstructuur. Als er aandelen van aandeelhouders worden ingekocht, dan zal dat naar rato geschieden. Nu deze route dus geen onderscheidende voordelen kent, wordt vooralsnog de voorkeur gegeven aan onttrekkingen aan het vermogen via het uitkeren van dividend. Hiermee kan de Staat desgewenst beschikken over middelen die ten behoeve van publieke doelen kunnen worden ingezet.

De leden van de SP-fractie vroegen of de regering kan aangeven welke consequenties de nieuwe maximumgrens van 100% minus één aandeel kan hebben op de solvabiliteit van een onderneming die vrijwel alle eigen aandelen heeft ingekocht, op welke wijze dit de belangen van schuldeisers treft en wat de invloed is op de stemverhouding in de onderneming. Bij de solvabiliteit gaat het om de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Omdat in het jaarrekeningrecht is bepaald dat ingekochte eigen aandelen niet mogen worden geactiveerd op de balans, zal elke inkooptransactie leiden tot een daling van het eigen vermogen en de solvabiliteit. Hoe groter de omvang van de inkooptransactie, hoe groter de gevolgen voor het eigen vermogen en de solvabiliteit. Deze gevolgen zullen in veel gevallen overigens slechts van tijdelijke aard zijn, omdat ingekochte aandelen vaak weer worden doorverkocht aan een derde. Voor schuldeisers is van belang dat de ruimte voor inkoop in het systeem van kapitaalbescherming wordt beperkt door de grens van het gebonden vermogen, inhoudende dat het eigen vermogen na het voldoen van de verkrijgingsprijs van de aandelen niet kleiner mag zijn dan het gebonden vermogen (het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de wettelijke en statutaire reserves). Omdat het geplaatste en gestorte kapitaal bij een nv minimaal 45 000 euro moet bedragen (artikel 67), zal er na een inkoop van eigen aandelen dus altijd ten minste 45 000 euro aan eigen vermogen in de vennootschap aanwezig moeten zijn (plus eventuele verplichte reserves). Inkoop van eigen aandelen verschilt op dit punt niet van andere procedures zoals een uitkering van winst op grond van artikel 105. Ten aanzien van de stemverhouding zal een inkoop van vrijwel alle aandelen tot een aanzienlijke wijziging kunnen leiden, omdat op aandelen die door de vennootschap zelf worden gehouden, geen stem kan worden uitgebracht (artikel 118 lid 7). Dit betekent dat de aandeelhouders die hun aandelen niet aan de vennootschap hebben verkocht, meer macht in de algemene vergadering hebben zolang de ingekochte aandelen in handen van de vennootschap zijn.

De leden van de SP-fractie vroegen hoe de regering de situatie beoordeelt waarin er slechts één aandeel door een andere aandeelhouder wordt gehouden en of dat minder onwenselijk is dan de situatie waarin alle aandelen door de vennootschap zelf of door een dochtermaatschappij worden gehouden en welke belangrijke waarborgen die situatie biedt ten

opzichte van 100%-eigen-aandeelhouderschap. De leden van de PVV-fractie vroegen zich in dit verband af of de algemene vergadering nog in staat zal zijn om goed te functioneren als het bestuur zou besluiten om op één na alle aandelen in te kopen. Vanuit het bedrijfsleven is aangegeven dat er vooral behoefte bestaat aan verruiming van de mogelijkheid van inkoop van eigen aandelen, omdat daarmee een mogelijke kwetsbaarheid van een vennootschap snel kan worden geredresseerd door een grote hoeveelheid aanwezig kasgeld terug te geven aan de aandeelhouders. De situatie waarin slechts één aandeel door een ander dan de vennootschap of een dochtermaatschappij wordt gehouden, zal daarom waarschijnlijk in de praktijk niet vaak voorkomen. Bij grote vennootschappen met een verspreid aandelenbezit is een dergelijke inkooptransactie vanuit financieel en praktisch oogpunt ook moeilijk denkbaar. Bij beursgenoteerde vennootschappen is een inkooptransactie van een dergelijk omvang ook niet toegestaan. Op grond van de geldende beursregelgeving van Euronext (en ter uitvoering van richtlijn 2001/34/EG betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd) geldt dat met het oog op een voldoende verspreiding van de aandelen in beginsel ten minste 25% van het geplaatste kapitaal in handen van het publiek moet blijven (zgn. «free float»-vereiste). Beursvennootschappen mogen dus, nog afgezien van de praktische hindernissen, op grond van het effectenrecht in beginsel niet meer dan 75% van het geplaatste kapitaal inkopen. In joint venture-verhoudingen of in kleinere nv's met een besloten karakter kan de situatie anders liggen. In de wetsgeschiedenis is bijvoorbeeld aan de orde geweest dat inkoop van eigen aandelen bij nv's met een besloten karakter de mogelijkheid kan bieden dat een aandeelhouder uit de vennootschap stapt wanneer de overige aandeelhouders geen geld hebben om de aandelen van de vertrekkende aandeelhouder te kopen, maar de nv zelf wel (Kamerstukken II, 1978–1979, 15 304, nr. 3, blz. 5). De situatie waarin slechts één aandeel buiten de vennootschap is geplaatst, zal in de praktijk zoals gezegd dus meestal niet aan de orde zijn. Niettemin is het van belang om in de wet een ondergrens van één aandeel te hanteren, omdat hiermee wordt voorkomen dat alle aandelen in handen van de vennootschap of een dochtermaatschappij zijn. Dit laatste is om twee redenen onwenselijk. Ten eerste zou de algemene vergadering niet behoorlijk kunnen functioneren. Omdat op aandelen die door de vennootschap of een dochtermaatschappij worden gehouden geen stem kan worden uitgeoefend, zou besluitvorming binnen de vennootschap niet langer mogelijk zijn. Dit is wel het geval zolang een of enkele aandelen buiten de vennootschap zijn geplaatst, een situatie waaraan de leden van de PVV-fractie refereerden. Ten tweede zou het economisch belang bij het vermogen geheel bij de vennootschap zelf komen te liggen. Hierdoor zou het onderscheid met de stichting te zeer vervagen. Een wezenlijk kenmerk van kapitaalvennootschappen is dat er een in aandelen verdeeld kapitaal is waarbij een of meer derden in de hoedanigheid van aandeelhouder het kapitaal van de vennootschap verschaffen. De genoemde overwegingen hebben eveneens ten grondslag gelegen aan de invoering van artikel 200 lid 2 Antilliaans BW, waarin is bepaald dat ten minste één aandeel bij een oprichter of een derde moet worden geplaatst.

### **3. Inbreng op aandelen anders dan in geld**

De leden van de CDA-fractie gaven aan zich zorgen te maken over de bescherming van de minderheidsaandeelhouder bij inbreng anders dan in geld en vroegen of de regering erkent dat die bescherming na oprichting niet altijd voldoende zal zijn. De minderheidsaandeelhouder wordt ook na oprichting in voldoende mate beschermd. Indien een vennootschap gebruik maakt van de mogelijkheid om bij inbreng in natura een accoun-

tantsverklaring achterwege te laten en er doen zich na de alternatieve waardering nieuwe bijzondere omstandigheden voor die zouden leiden tot een aanzienlijke wijziging van de waarde van de inbreng, dan kan een aandeelhouder op grond van 94b lid 5 van het bestuur verlangen dat het alsnog een beschrijving opmaakt waarover een accountantsverklaring wordt afgelegd. Hiervoor is vereist dat de aandeelhouder alleen of samen met een of meer andere aandeelhouders ten minste vijf procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt. De mogelijkheid om een herwaardering te verlangen staat dus open voor minderheidsaandeelhouders, mits zij alleen of gezamenlijk aan het drempelpercentage voldoen. Het verzoek tot herwaardering moet uiterlijk op de dag voorafgaand aan de dag van de inbreng aan het bestuur kenbaar worden gemaakt. Om de aandeelhouders in staat te stellen deze bevoegdheid uit te oefenen, voorziet het voorgestelde artikel 94b lid 3 in de verplichting om uiterlijk op de achtste dag voor de dag van de inbreng een aantal gegevens bij het handelsregister neer te leggen.

De leden van de CDA-fractie vroegen of kan worden ingegaan op de rol van de notaris nu de accountantsverklaring in bepaalde gevallen komt te vervallen en of de notaris hierdoor een controlerende taak gekregen heeft. Het is niet zo dat de controlerende taak van de notaris wordt uitgebreid nu de accountantsverklaring in bepaalde gevallen achterwege mag blijven. Evenals naar huidig recht geldt, blijft de taak van de notaris beperkt tot de controle van de naleving van de vereiste formaliteiten en strekt deze taak zich niet uit tot een inhoudelijke beoordeling van de waardering van de inbreng. De notaris behoeft slechts te controleren of er een accountantsverklaring is en, indien deze achterwege blijft, of er een voldoende recente alternatieve waardering is op grond van een beurskoers, een jaarrekening of een waarderingsrapport dat is opgesteld door een andere persoon dan een accountant.

De leden van de SP-fractie vroegen of de regering kan aangeven ter bescherming van wie en met welke redenen de verplichte accountantscontrole in het leven is geroepen. Met de door de Tweede richtlijn voorgeschreven deskundigenwaardering is beoogd een waarborg te creëren tegen het overschatten van de waarde van de inbreng (Kamerstukken II, 1978-1979, 15 304, nr. 3, blz. 4). Zou de inbreng ten onrechte te hoog worden gewaardeerd, dan komt de realiteit van het kapitaal van de vennootschap in het geding. De regeling voor waardering van inbreng in natura dient in de eerste plaats ter bescherming van de overige aandeelhouders. Zij moeten erop kunnen vertrouwen dat hun medeaandeelhouders een reële storting verrichten op hun aandelen. Dit is niet alleen van belang voor de financiering van de ondernemingsactiviteiten, maar ook omdat in het systeem van kapitaalbescherming de inbreng bepalend is voor de verdeling van rechten en bevoegdheden van aandeelhouders in de vennootschap. Daarnaast dient de regeling ter bescherming van de crediteuren van de vennootschap. In het systeem van kapitaalbescherming vormt de inbreng op aandelen (het gestorte kapitaal) tezamen met de wettelijke en statutaire reserves het gebonden vermogen van de vennootschap waarop schuldeisers hun vorderingen kunnen verhalen. Ook de crediteuren van de vennootschap hebben er dus belang bij dat de inbreng op de aandelen een reële inbreng is.

De leden van de SP-fractie vroegen in het verlengde hiervan of de bescherming nog afdoende gewaarborgd is, met name bij waardering van de inbreng door een onafhankelijke deskundige. Deze leden vroegen hierbij wie de deskundigen zijn die om bepaalde redenen niet willen of kunnen kiezen voor een geaccrediteerd certificaat en of hiermee niet de deur wordt opengezet voor anderen dan de accountant. In de voorgestelde mogelijkheden om af te zien van een accountantsverklaring blijft, evenals in de bestaande regeling, voorop staan dat er voldoende waarborgen moeten zijn tegen overschatting van de waarde van de inbreng. Om die reden verbindt de wijzigingsrichtlijn de nieuwe vormen van waar-

dering aan nadere voorwaarden. De in artikel 94a lid 3, onderdeel b, bedoelde onafhankelijke deskundigen zullen inderdaad andere personen zijn dan accountants. Dit behoeft echter niet ten koste te gaan van het niveau van de bescherming. Het toelaten van andere deskundigen dan de accountant biedt de praktijk juist gelegenheid om de bescherming toe te snijden op het specifieke geval. Bij waardering van bijvoorbeeld onroerend mag worden aangenomen dat een makelaar of een taxateur juist beter dan een accountant in staat zal zijn om een waardering uit te voeren. Door in het voorgestelde artikel 94a te eisen dat de persoon die de waardering uitvoert deskundig is in het uitvoeren van waarderingen, wordt gewaarborgd dat hij in staat is om het specifieke bestanddeel op een goede manier te waarderen. Het bezit van een geaccrediteerd certificaat is hierbij een belangrijke aanwijzing dat die deskundigheid bestaat. Er kunnen echter gevallen zijn waarin het niet mogelijk is om een dergelijk certificaat in bezit te hebben, bijvoorbeeld omdat er voor de desbetreffende branche (nog) geen geaccrediteerd certificeringsstelsel bestaat. Wanneer iemand blijkens zijn opleiding en ervaring voldoende deskundig is om de waardering uit te voeren, is er geen reden om ook nog een geaccrediteerd certificaat voor te schrijven.

De leden van de SP-fractie verwezen naar de opmerking vanuit het bedrijfsleven dat het de vraag is of de praktijk wel gebruik zal maken van de versoepelingen en vroegen op welke onderdelen deze opmerking betrekking heeft en of de versoepeling om die reden mogelijk een heroverweging verdient. Het standpunt van het bedrijfsleven waaraan deze leden refereren, is ingenomen in de consultatie die is gehouden bij de start van de richtlijnonderhandelingen in het voorjaar van 2005. Dit standpunt had met name betrekking op de in het richtlijnvoorstel opgenomen regeling voor waardering van inbreng in natura en financiële steunverlening aan derden. Het richtlijnvoorstel werd op deze onderdelen door het bedrijfsleven aangemerkt als onnodig restrictief. De verruiming van de mogelijkheden voor inkoop van eigen aandelen werd door het bedrijfsleven wel aangemerkt als een duidelijke verbetering. De uitkomst van de consultatie is aanleiding geweest om namens Nederland in Brussel te pleiten voor een bredere herziening van de Tweede richtlijn en, toen dit niet mogelijk bleek, voor het schrappen van onnodige formaliteiten uit het richtlijnvoorstel (vgl. het begeleidend schrijven bij het BNC fiche, Kamerstukken II, 2004–2005, 22 112, nr. 363). Vervolgens is tijdens de richtlijnonderhandelingen een aantal onnodig restrictieve onderdelen uit het richtlijnvoorstel geschrapt, waaronder de toetsing van de wettigheid van inbreng in natura door een onafhankelijke administratieve of gerechtelijke instantie en de verplichting van het bestuur om bij financiële steunverlening een gedetailleerde kasstrooianalyse uit te voeren. Dit heeft geleid tot een richtlijn die het stelsel van kapitaalbescherming weliswaar slechts in beperkte mate versoepelt, maar niettemin het bedrijfsleven op een aantal onderdelen meer ruimte gaat bieden om af te wijken van de voorschriften. Met name de verruiming van de mogelijkheden voor inkoop van eigen aandelen levert naar verwachting belangrijke voordelen op voor het bedrijfsleven. Hoewel de versoepelingen bij financiële steunverlening en bij inbreng in natura gepaard gaan met nieuwe voorwaarden, is er ook bij die onderdelen voldoende reden om aan te nemen dat het bedrijfsleven voordeel kan hebben van de wijzigingen. Door gebruik te maken van de ruimte die de richtlijn de lidstaten op deze onderdelen biedt, wordt het bedrijfsleven in staat gesteld om zelf te beoordelen of men de versoepelingen in het specifieke geval aantrekkelijk genoeg vindt om deze toe te passen.

De leden van de VVD-fractie vroegen om nader inzicht te verschaffen in de verwachte winst voor ondernemingen, nu men in bepaalde gevallen kan afzien van een accountantscontrole, maar er dan wel een controle door de notaris uitgevoerd dient te worden. De winst voor ondernemingen is dat men in de gevallen waarin er al een duidelijk referentiepunt bestaat voor

de waardering van de inbreng, niet ook nog eens een accountant behoeft te worden ingeschakeld. Zoals hierboven is aangegeven in antwoord op een vraag van de leden van de CDA-fractie, leidt de mogelijkheid om in bepaalde gevallen de accountantsverklaring achterwege te laten, niet tot een uitbreiding van de controlerende taken van de notaris.

De leden van de VVD-fractie vroegen de regering om opheldering over wat moet worden verstaan onder een «aanzienlijke» wijziging in artikel 10bis van de richtlijn. Tijdens de richtlijnonderhandelingen is geen nadere toelichting gegeven op de betekenis van het begrip «aanzienlijke wijziging». Gelet op de strekking van de regeling voor de waardering van inbreng in natura, mag worden aangenomen dat het moet gaan om een wijziging die tot gevolg heeft dat de oorspronkelijke waardering in aanzienlijke mate te hoog of te laag uitvalt. Het gaat dus niet om ondergeschikte waardeschommelingen. Met de formulering wordt bovendien aangesloten bij het bestaande artikel 94a lid 2, waarin wordt gesproken van een aanzienlijke daling van de waarde. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat het met woord «aanzienlijke» is beoogd tot uitdrukking te brengen dat het moet gaan om uitzonderlijke gevallen (Kamerstukken II, 1984–1985, 16 551, nr. 15, blz. 5). Omdat het gaat om de interpretatie van een bepaling uit de richtlijn, is het oordeel over de precieze betekenis van het begrip «aanzienlijke wijziging» uiteindelijk aan het Hof van Justitie.

De leden van de VVD-fractie vroegen of de regering kan aangeven onder welke voorwaarden aandeelhouders het recht om een herwaardering te verlangen kunnen uitoefenen. Er moet ten eerste sprake zijn van inbreng die is gewaardeerd door een onafhankelijke deskundige (overeenkomstig artikel 94a lid 3 onderdeel b) of van inbreng waarvan de waarde is afgeleid uit een jaarrekening (overeenkomstig artikel 94a lid 3 onderdeel c). Voorts moet vóór de inbreng bekend zijn dat de waarde van de inbreng als gevolg van nieuwe bijzondere omstandigheden op de dag van de inbreng aanzienlijk zal zijn gewijzigd. Indien het bestuur onder deze omstandigheden niet overgaat tot de door artikel 94b lid 3 voorgeschreven beschrijving met accountantsverklaring, dan kan een herwaardering worden verlangd. Het verzoek om een herwaardering kan slechts worden gedaan door een of meer aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste 5% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Het verzoek tot herwaardering moet uiterlijk op de dag voorafgaand aan de dag van de inbreng aan het bestuur kenbaar worden gemaakt.

De leden van de VVD-fractie vroegen of verwacht wordt dat indien veelvuldig van het recht om een herwaardering te verlangen gebruik wordt gemaakt, het bestuur zal betwisten dat het een aanzienlijke wijziging betreft en dat hierdoor conflicten zullen ontstaan. Deze leden vroegen in hoeverre de aandeelhouders het bestuur tot een herwaardering kunnen verplichten. Naar verwachting zal het voor het bestuur in de meeste gevallen duidelijk zijn dat een herwaardering moet worden uitgevoerd en zal het bestuur daartoe ook uit eigen beweging overgaan. De regel dat een herwaardering alleen aan de orde is bij nieuwe bijzondere omstandigheden die leiden tot een aanzienlijke wijziging van de waarde voorkomt dat aandeelhouders ingeval van ondergeschikte waardeschommelingen al te gemakkelijk een herwaardering zouden kunnen afdwingen. De vraag of er een verplichting tot herwaardering bestaat moet worden beantwoord aan de hand van de specifieke omstandigheden van het geval. Het is niet uitgesloten dat er in de praktijk conflicten ontstaan over de vraag wanneer precies moet worden overgegaan tot een herwaardering. Aandeelhouders die van mening zijn dat het bestuur ten onrechte geen herwaardering uitvoert, kunnen dit via de rechter proberen af te dwingen.



#### 4. Financiële steunverlening

De leden van de CDA-fractie vroegen of het mogelijk is dat een onderneming een hedge fund geld kan lenen en dat het hedge fund de desbetreffende onderneming vervolgens opkoopt. Deze leden vroegen of dit in strijd is met de ratio van artikel 98c en of er sprake is van misbruik van recht. Het verstrekken van een lening aan een hedge fund dat aandelen in de vennootschap wil nemen of verkrijgen is op zichzelf niet in strijd met de ratio van het voorgestelde artikel 98c. Van misbruik van recht zal dan ook niet snel sprake zijn. Artikel 98c stelt geen voorwaarden of beperkingen aan de aard of het karakter van partijen aan wie een lening wordt verstrekt. Wel moet zijn voldaan aan de in lid 2 gestelde financiële voorschriften, waaronder de voorwaarde dat de bij het verstrekken van de lening betrokken partijen kredietwaardig zijn en de voorwaarden waaronder de lening wordt verstrekt billijk. Of de vennootschap een lening wil verstrekken aan een hedge fund is in eerste instantie aan het bestuur dat bij de besluitvorming het belang van de vennootschap als leidraad moet nemen. Uit deze leidraad vloeit voort dat het verstrekken van de lening voor de vennootschap een zakelijk belang zal moeten dienen. Is het bestuur van mening dat het verstrekken van de lening in overeenstemming is met het belang van de vennootschap, dan moet het besluit ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd. In het rapport dat in dat kader aan de algemene vergadering moet worden toegezonden moet onder andere melding worden gemaakt van de redenen voor het verstrekken van de lening en het voor de vennootschap daaraan verbonden belang. Wordt een lening verstrekt aan een hedge fund dat het oogmerk heeft om de vennootschap op te kopen, dan zal die omstandigheid in het rapport een belangrijke rol moeten spelen. Van het opkopen van de onderneming is bij het verstrekken van een lening overigens nog niet direct sprake. Daarvoor is ook vereist dat de zittende aandeelhouders bereid zijn om hun aandelen te verkopen. Gaat het om het nemen van aandelen bij een nieuwe uitgifte, dan is van belang dat de zittende aandeelhouders een wettelijk voorkeursrecht hebben op de uit te geven aandelen (artikel 96a).

De leden van de PVV-fractie vroegen hoe de regering de risico's inschat voor beleggers bij opheffing van het verbod op financiële steunverlening. De risico's voor beleggers zullen waarschijnlijk beperkt zijn. De waarde van hun aandelen is een afgeleide van het vermogen van de vennootschap. Dat vermogen wordt in het systeem van de richtlijn en het wetsvoorstel op verschillende manieren beschermd. Financiële steunverlening is alleen toegestaan voor zover er voldoende vrije reserves beschikbaar zijn (artikel 98c lid 2, onderdeel b). Bovendien geldt de uitzondering op het verbod alleen voor leningen en niet voor koersgaranties en zekerheden. Bij een lening staat de omvang van de verplichting vooraf vast en er is altijd een tegenprestatie van de wederpartij aan verbonden. Daarnaast is in het voorgestelde artikel 98c (zoals aangepast bij nota van wijziging) bepaald dat het verstrekken van de lening moet geschieden tegen billijke marktvoorwaarden en wordt voorgeschreven dat de kredietwaardigheid van de bij de lening betrokken partijen nauwkeurig wordt onderzocht. Tot slot is in het voorgestelde artikel 98c lid 2, onderdeel d, bepaald dat in het kader van het nemen van nieuw te plaatsen aandelen of het verkrijgen van aandelen die de vennootschap zelf houdt, de prijs van de aandelen billijk moet zijn. Met dit voorschrift wordt beoogd te voorkomen dat de waarde van de aandelen van de zittende aandeelhouders als gevolg van de steunverlening zou verwateren. Behalve de genoemde financiële waarborgen is van belang dat beleggers via hun stemrecht in de algemene vergadering invloed kunnen uitoefenen op de besluitvorming; voor een besluit tot financiële steunverlening is immers telkens de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering vereist. Voor beursgenoteerde vennootschappen geldt nog dat in de Code Tabaksblad is bepaald dat de vennoot-

schap in beginsel geen persoonlijke leningen mag verstrekken aan bestuurders of commissarissen (best practice bepalingen II 2.8 en III 7.4 van de Code).

Deze leden vroegen tevens welke rechtsgevolgen zijn verbonden aan de niet-naleving van de aan financiële steunverlening verbonden voorwaarden. Omdat de richtlijn de rechtsgevolgen van het niet naleven van de voorwaarden voor financiële steunverlening niet regelt, moeten de rechtsgevolgen worden vastgesteld aan de hand van het nationale recht. Hierbij kan worden aangesloten bij het bestaande bv-recht, waarin onder huidig recht financiële steunverlening in de vorm van leningen onder bepaalde voorwaarden al is toegestaan (artikel 207c). Hoewel in de regeling voor de bv het rechtsgevolg niet uitdrukkelijk is bepaald, wordt de niet-naleving van de wettelijke voorschriften volgens de heersende leer gesanctioneerd met nietigheid. Dit is ook de sanctie voor het niet naleven van de voorwaarden die in het voorgestelde artikel 98c worden gesteld aan financiële steunverlening bij naamloze vennootschappen. Naast de sanctie van nietigheid kunnen er bij financiële steunverlening ook gronden bestaan voor aansprakelijkheid van bestuurders. Verwezen wordt naar paragraaf 4 van de memorie van toelichting.

Tot slot wijs ik er op dat bij nota van wijziging enige wijzigingen in het wetsvoorstel zijn aangebracht. De nota van wijziging gaat vergezeld van een toelichting.

De minister van Justitie,  
E. M. H. Hirsch Ballin