

Vergaderjaar 2016–2017

**29 752**

## **Modernisering van het ondernemingsrecht**

**Nr. 9**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN VEILIGHEID EN JUSTITIE**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 9 december 2016

#### **1. Inleiding**

In 2004 heeft mijn ambtsvoorganger de Nota modernisering ondernemingsrecht aan uw Kamer gestuurd met beleidsinitiatieven op het terrein van het ondernemingsrecht (Kamerstuk 29 752, nr. 2). Sindsdien heeft het Nederlandse ondernemingsrecht ingrijpende wijzigingen ondergaan met onder meer de vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht, de Wet bestuur en toezicht, de aanpassing van het enquêterecht en de Wet aanpassing en terugvordering bonussen. Een aantal van deze recente wetten is of wordt thans geëvalueerd. De evaluatie van de zogenoemde afroomregeling heeft inmiddels plaatsgevonden. Deze brief bevat de kabinetsreactie op deze evaluatie. Daarnaast is uw Kamer toegezegd om de positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin te beschouwen en om aan te vangen met de modernisering van het NV-recht. In samenhang daarmee wil ik identificeren in hoeverre het huidige ondernemingsrecht aanpassing behoeft, in het licht van de doelstellingen van het ondernemingsrecht, het sinds de Nota modernisering ondernemingsrecht gewijzigde juridische kader en maatschappelijke ontwikkelingen die gevolgen hebben voor de ondernemingsrechtelijke praktijk. Daarbij wordt tevens de reeds in de Nota modernisering ondernemingsrecht aangekondigde modernisering van het recht inzake personenvennootschappen opnieuw ter hand genomen.

Het ondernemingsrecht vormt de juridische infrastructuur voor het Nederlandse bedrijfsleven. Het doel van wetgeving op dit terrein is enerzijds om ondernemers een juridische infrastructuur te bieden waardoor zij in staat worden gesteld hun activiteiten ten volle te ontplooiën en anderzijds om de bij de onderneming betrokkenen – vennoten, leden, aandeelhouders, crediteuren, werknemers – voldoende bescherming te bieden tegen (machts)misbruik. Tussen beide doelstellingen dient een zeker evenwicht te bestaan. Een goede juridische infrastructuur bevordert het ondernemersklimaat in Nederland, versterkt de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen en creëert

toegevoegde waarde voor Nederland voor de langere termijn. Het is van belang dat de juridische infrastructuur goed onderhouden wordt en met de tijd meegaat. Het kabinet beoogt met de modernisering van het ondernemingsrecht bij te dragen aan de versterking van het vestigingsklimaat.

Gelet op de reeds tot stand gebrachte wetgeving ligt het in de rede om het ondernemingsrecht verder te moderniseren op drie terreinen:

1. Modernisering van het NV-recht, in drie pijlers:
  - a. Een regeling om de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in overnamesituaties tegen te gaan;
  - b. Verplichte dematerialisatie van aandelen aan toonder in niet-beurs NV's;
  - c. Vereenvoudiging en flexibilisering van het NV-recht, waaronder heroriëntatie inzake de verhoudingen tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen;
2. Modernisering van het recht inzake personenvennootschappen;
3. Uitbreiding van de herstructureringsmogelijkheden omzetting, fusie en splitsing.

Bij de modernisering van het NV-recht onder c) wordt onder meer het *position paper* van de belangenvereniging voor institutionele beleggers Eumedion van 28 juni 2016 met betrekking tot de positie van minderheidsaandeelhouders bij beursvennootschappen betrokken<sup>1</sup>. Ik wijs daarbij ook op de antwoorden op de vragen van Kamerleden Van Wijngaarden en Aukje de Vries (beiden VVD) naar aanleiding van het concept *position paper* van Eumedion (Aanhangsel Handelingen II 2015/16, 667).

Bij de modernisering van het recht inzake personenvennootschappen wordt voortgebouwd op het rapport «Modernisering personenvennootschappen» van de werkgroep Personenvennootschappen, dat op 26 september 2016 aan mij is aangeboden<sup>2</sup>.

Een concept van deze brief is besproken met de Commissie vennootschapsrecht. Met de gemaakte opmerkingen van de Commissie is rekening gehouden. Zo heeft de Commissie in het kader van de bescherming van minderheidsaandeelhouders bij openbare biedingen gewezen op buitenlandse praktijken zoals de *appraisal rights* in de Verenigde Staten en het *scheme of arrangement* in het Verenigd Koninkrijk (zie paragraaf 5). Ook heeft de Commissie erop gewezen dat er in de praktijk behoefte bestaat aan een wettelijke regeling voor grensoverschrijdende splitsing (zie paragraaf 10).

Voorts heeft Eumedion mij een aanvullende brief gestuurd met aandachtspunten en hebben de Vereniging voor Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en VNO-NCW gezamenlijk een brief gestuurd met een reactie op verschillende onderdelen uit de brief. U treft beide brieven aan als bijlage bij deze brief<sup>3</sup>. Tevens heeft een gesprek plaatsgevonden met de Vereniging van Effectenbezitters.

### *Leeswijzer*

In paragraaf 2 wordt een overzicht gegeven van het Nederlandse bedrijfsleven in de praktijk, in paragraaf 3 komen de doelstellingen en uitgangspunten van het ondernemingsrecht aan de orde, in paragraaf 4 wordt ingegaan op de ontwikkelingen sinds 2005. Paragraaf 5 bevat een overzicht van de positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin.

<sup>1</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

<sup>2</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

<sup>3</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

In paragraaf 6 wordt de evaluatie van artikel 2:135 lid 7 BW behandeld en in paragraaf 7 wordt vooruitgeblikt naar de evaluaties van de Wet bestuur en toezicht en de Wet aanpassing enquêterecht. Paragraaf 8 ziet op de modernisering van het NV-recht, paragraaf 9 gaat over de modernisering van het recht inzake de personenvennootschappen en paragraaf 10 bevat de uitbreiding van de herstructureringsmogelijkheden. Afgesloten wordt met paragraaf 11.

## **2. Ondernemingen in de praktijk**

In Nederland zijn meer dan anderhalf miljoen bedrijven actief in verschillende sectoren. Deze bedrijven kunnen worden uitgelicht aan de hand van verschillende kenmerken, bijvoorbeeld de werkgelegenheid die zij bieden. Verreweg de meeste bedrijven, meer dan 1,2 miljoen, hebben één werkzaam persoon. Circa 290.000 bedrijven hebben twee tot tien werkzame personen, circa 50.000 bedrijven hebben tussen de tien en vijftig werkzame personen en bij iets minder dan 15.000 bedrijven zijn meer dan vijftig personen werkzaam, waarvan circa 3.000 meer dan 250 werkzame personen hebben.<sup>4</sup>

In 2013 werkten ongeveer 1,1 miljoen mensen voor eigen rekening of risico, waarvan circa 780.000 door het CPB zijn aangeduid als zzp'er (zelfstandige zonder personeel). Zzp'ers zijn relatief vaak werkzaam in de bouw, de zakelijke dienstverlening en de culturele en overige dienstverlening.<sup>5</sup> In het derde kwartaal van 2016 hadden 1 miljoen mensen een hoofdbaan als zzp'er.<sup>6</sup>

Het aantal mensen dat als zelfstandige in de zorg werkt bedroeg in 2014 120.000.<sup>7</sup> In de zorg zijn meer dan 1,1 miljoen mensen werkzaam in zorgondernemingen. De zorg maakt inmiddels een belangrijk deel uit van de Nederlandse economie.<sup>8</sup>

Het MKB is goed voor vier miljoen banen en 60 procent van de door het bedrijfsleven gecreëerde toegevoegde waarde. Startups en scale-ups (groeiers) zijn binnen het totale MKB van speciaal belang. Startups kunnen door hun beperkte omvang en jonge bestaan experimenteren en risico's nemen. Startups zoeken met radicale innovatie de grens op van wat mogelijk is en verleggen deze grens. Daarmee zijn zij belangrijk voor innovatie en productiviteitsgroei. Naast de potentie die startups en scale-ups bieden voor snelle groei en werkgelegenheid zijn zij ook op andere manieren van belang voor de economie. Zij werken aan oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen, vanuit de gedachte dat daar de economische kansen van de toekomst liggen. Startups houden zich onder meer bezig met duurzame energie, een toekomstbestendig zorgstelsel, cybersecurity en duurzame landbouw. Ook spelen deze jonge, innovatieve bedrijven een belangrijke rol in het innovatiesysteem van Nederland door op te treden als kennispartner van grote bedrijven.<sup>9</sup>

<sup>4</sup> CBS, Statline, zie cbs.nl.

<sup>5</sup> Bron: CPB, <https://www.cpb.nl/publicatie/position-paper-tbv-ibo-zelfstandigen-zonder-personeel>

<sup>6</sup> <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2016/46/toename-aantal-zzp-ers-stokt>.

<sup>7</sup> Panteia, Opdrachtbemiddeling in de zorg, bijlage 788191 bij Kamerstuk 29 282, nr. 260.

<sup>8</sup> Brief van de Minister van Volksgezondheid, Welzijn en Sport over arbeidsmarktbeleid en opleidingen in de zorgsector, Kamerstuk 29 282, nr. 260.

<sup>9</sup> Brief van de Minister van Economische Zaken over het beleid voor startups en scale ups, Kamerstuk 32 637, nr. 241.

Nederland telt ruim 270.000 familiebedrijven. Dit komt neer op 70 procent van alle bedrijven met meer dan één werkzaam persoon. Van de bedrijven in de horeca is 81 procent een familiebedrijf en in de landbouw 92 procent. Ook in de industrie is 70 procent een familiebedrijf.<sup>10</sup>

Circa één procent van de in Nederland gevestigde bedrijven is een buitenlandse vestiging. Deze kleine groep buitenlandse bedrijven zorgt voor vijftien procent van alle banen in Nederland. Dit staat gelijk aan bijna één miljoen arbeidsplaatsen. Daarnaast doen zij bijna een kwart van de investeringen in Nederland.<sup>11</sup>

Steeds meer ondernemers zien het oplossen van taaie maatschappelijke problemen als het hoofddoel van hun bedrijf. De bijdrage van sociale ondernemingen aan maatschappelijke waarde en innovatie is groeiende. Sociale ondernemingen passen naadloos in de trend dat ondernemers steeds meer rekening houden met hun maatschappelijke effecten, denk aan maatschappelijk verantwoord ondernemen en de opkomst van de circulaire economie.<sup>12</sup>

Voor al deze verschillende bedrijven geldt dat zij een rechtsvorm kunnen kiezen. Veel van deze bedrijven maken gebruik van een rechtsvorm. Iedere onderneming en rechtspersoon moet zich inschrijven in het Handelsregister. Uit de cijfers van de Kamer van Koophandel blijkt dat de eenmanszaak de meest voorkomende ondernemingsvorm is. Ondanks de sterke groei van het aantal BV's sinds 2010, overtreft de groei van eenmanszaken die van de BV. Het aantal NV's, maatschappen en vennootschappen onder firma is ook gegroeid ten opzichte van 2010, terwijl het aantal coöperaties sterk is gestegen (zie onderstaande tabel). Van de NV's is circa 150 beursgenoteerd, waarvan circa 50 buiten Nederland.<sup>13</sup>

Rechtsvorm	2010	2013	2016
eenmanszaak	753.936	922.580	1.069.604
maatschap	19.545	33.474	35.280
vof	154.359	164.422	172.184
cv	10.677	11.119	10.188
bv	763.766	835.587	907.954
nv	3.608	4.043	4.197
coöperatie	5.007	6.668	8.328
owm	426	336	289
Vereniging volledig	99.652	98.713	100.054
vereniging beperkt	17.746	21.881	25.825
stichting	181.936	196.750	214.232
Buitenlandse venn.	6.429	7.521	7.529
Rechtspersoon i.o.	4.539	2.301	832

Bron: Kamer van Koophandel, cijfers per 1 januari 2010, 1 juli 2013 en 1 september 2016

Het ondernemingsrecht biedt ondernemers keuzevrijheid in verschillende rechtsvormen. Daarmee beoogt het ondernemingsrecht bij te dragen aan een goed vestigingsklimaat. Mijn ambtgenoot van Economische Zaken heeft uw Kamer geïnformeerd dat het Rijk voortdurend met verschillende instrumenten werkt aan het verbeteren van het vestigingsklimaat met een

<sup>10</sup> Bron: CBS, Aantallen familiebedrijven in Nederland, 2016: <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2016/38/aantallen-familiebedrijven-in-nederland-2015>.

<sup>11</sup> Brief van de Minister van Economische Zaken over de eerste monitor vestigingsklimaat, Kamerstuk 32 637, nr. 222.

<sup>12</sup> SER advies 2015/3: Sociale ondernemingen, een verkennend advies, <http://www.ser.nl/nl/publicaties/adviezen/2010-2019/2015/sociale-ondernemingen.aspx> en de kabinetsreactie daarop Kamerstuk 32 637, nr. 246.

<sup>13</sup> Bootsma Hijink en In 't Veld, Multiple corporate citizenship, Ondernemingsrecht 2015/120.

bedrijfslevenbeleid dat gericht is op goede randvoorwaarden voor alle ondernemers en bedrijven. Dit beleid bestaat onder meer uit fiscale maatregelen voor innovatie (WBSO, Innovatiebox), maatregelen voor toegankelijke financiering (o.a. BMKB en GO) en regeldrukvermindering. Het beleid van de overheid richt zich ook op het actief uitlokken van nieuwe investeringen bij reeds in Nederland gevestigde bedrijven en op het aantrekken van nieuwe buitenlandse bedrijven.<sup>14</sup>

Het aantrekken en behouden van internationaal opererende ondernemingen (multinationals) is geen doel op zich. Het gaat om wat zij ons brengen, zoals de Staatssecretaris van Financiën in de brief over het fiscale vestigingsklimaat aan uw Kamer heeft geschreven. Deze bedrijven zijn van groot belang voor de open Nederlandse economie en de economische activiteit in ons land.<sup>15</sup> Het CBS becijfert in een recent rapport dat multinationals goed zijn voor ruim de helft van de toegevoegde waarde van alle bedrijven in Nederland en voor ruim 80 procent van onze internationale handel in goederen. Buitenlandse multinationals genereren bijna een vijfde van al onze banen, introduceren nieuwe technologieën en zorgen voor kennisoverdracht.<sup>16</sup> Door die kennisoverdracht, maar ook door bijvoorbeeld het leveren van goederen en diensten profiteert ook het MKB direct en indirect van de aanwezigheid van multinationals en (regionale) hoofdkantoren.<sup>17</sup>

### **3. Doelstellingen en uitgangspunten van het ondernemingsrecht**

Uitgaande van de gedachte dat het ondernemingsrecht de juridische infrastructuur voor het Nederlandse bedrijfsleven vormt, streef ik naar een concurrerend ondernemingsrecht. Indien in Nederland gevestigde ondernemers kiezen voor een Nederlandse rechtsvorm, heeft dat als voordeel dat het Nederlandse recht bepaalt aan welke randvoorwaarden de rechtsvorm moet voldoen. Dat schept duidelijkheid bij de betrokkenen in het Nederlandse rechtsverkeer en is ook eenvoudiger wanneer er geschillen moeten worden beslecht. Daarnaast kan een concurrerend ondernemingsrecht buitenlandse ondernemers naar Nederland trekken en zo werkgelegenheid creëren. Een concurrerend ondernemingsrecht draagt daarmee bij aan een goed vestigingsklimaat. Ook het programma herijking faillissementsrecht draagt daaraan bij door het reorganiserend vermogen van bedrijven te versterken.<sup>18</sup>

In de Nota modernisering ondernemingsrecht (Kamerstuk 29 752, nr. 2) zijn de uitgangspunten voor het ondernemingsrecht als volgt verwoord: «Het streven is een concurrerend ondernemingsrecht door een juridische infrastructuur die

- I. Flexibele rechtsvormen biedt die beantwoorden aan de behoeften van gebruikers, belanghebbenden en derden;
- II. Binnen die rechtsvormen een evenwichtige bevoegdheid- en verantwoordingsstructuur heeft;
- III. Tot betrouwbare financiële informatie en verantwoording prikkelt;
- IV. Misbruik tegengaat en waar nodig effectief toezicht kent;
- V. Snelle en efficiënte toegang tot de rechter verzekert.»

<sup>14</sup> Brief van de Minister van Economische Zaken over de eerste monitor vestigingsklimaat, Kamerstuk 32 637, nr. 222.

<sup>15</sup> Brief van de Staatssecretaris van Financiën over het fiscale vestigingsklimaat, Kamerstuk 25 087, nr. 130.

<sup>16</sup> CBS, Investeringsmonitor, 2015 derde kwartaal, <https://www.cbs.nl/nl-nl/publicatie/2015/30/internationaliseringsmonitor-2015-derde-kwartaal>.

<sup>17</sup> Brief van de Staatssecretaris van Financiën over het fiscale vestigingsklimaat, Kamerstuk 25 087, nr. 130.

<sup>18</sup> Vgl. Voortgangsbrief Wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht, Kamerstuk 33 695, nr. 12.

Deze uitgangspunten zijn nog steeds bruikbaar.

In paragraaf 2 is uiteengezet dat het ondernemingsrecht beoogt bij te dragen aan het Nederlandse vestigingsklimaat. Het faciliterend karakter van het ondernemingsrecht sluit aan bij dit doel. Aan ondernemers wordt de vrijheid gelaten de meest geschikte rechtsvorm voor hun onderneming te kiezen en binnen die rechtsvorm de inrichting aan te passen aan hun wensen. In geval van kapitaalvennootschappen zijn bestuurders verantwoordelijk voor het leiden van de onderneming. Commissarissen zien daarop toe en geven advies. Bestuurders en commissarissen worden tot op zekere hoogte beschermd tegen persoonlijke aansprakelijkheid om hen in staat te stellen – verantwoorde – risico's te nemen en een bedrijf te laten groeien. Het ondernemingsrecht strekt er ook toe om de belangen van overige bij de onderneming betrokkenen – aandeelhouders, crediteuren, werknemers – te beschermen.

Aandeelhouders zijn er in verschillende gedaanten: oprichters, eigenaren, familieleden, partners, *private equity* maatschappijen, *venture capitalists* en op de beurs: institutionele beleggers, particuliere beleggers, *hedge funds*, staatsfondsen, vermogensbeheerders. Aandeelhouders verschaffen de vennootschap risicodragend kapitaal en hebben rechten en verplichtingen jegens de vennootschap. Deze verhouding is neergelegd in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Als aandeelhouders tevens beleggen in beursgenoteerde vennootschappen, hebben zij als (potentiële) beleggers tevens rechten op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Eén van de redenen dat aandeelhouders worden beschermd, is om bedrijven in staat te stellen risicodragend kapitaal aan te trekken en te behouden. De gedachte is dat aandeelhouders investeren in bedrijven waarin zij bepaalde rechten kunnen uitoefenen. Een andere reden is om de *checks and balances* binnen de onderneming te creëren of te verstevigen. In de bescherming van aandeelhouders wordt tevens tot uitdrukking gebracht dat afspraken worden nagekomen en dat de bij de vennootschap betrokkenen redelijk en billijk met elkaar omgaan. Dit zijn principes die het fundament van elk samenwerkingsverband vormen.

Ook crediteuren zijn er in verschillende gedaanten: banken, leveranciers, werknemers. Crediteuren van kapitaalvennootschappen worden beschermd doordat bestuurders en commissarissen gehouden zijn met hun belangen rekening te houden. Er gelden specifieke regels voor het bijeenbrengen en instandhouden van het kapitaal van de vennootschap, voor uitkeringen aan aandeelhouders en voor wijzigingen in de rechtsvorm van de vennootschap, bijvoorbeeld bij omzetting, fusie en splitsing. Het faillissement van een vennootschap biedt crediteuren eveneens bescherming. De vennootschapsrechtelijke regels van crediteurenbescherming strekken ertoe om de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders te compenseren. De beperkte aansprakelijkheid leidt ertoe dat crediteuren van de vennootschap zich slechts kunnen verhalen op het vermogen van de vennootschap en niet op het persoonlijke vermogen van de aandeelhouders. In de praktijk zullen crediteuren vaak zelf waarborgen bedingen om de voldoening van hun vordering veilig te stellen, bijvoorbeeld door een garantstelling te verlangen of een eigendomsvoorbehoud te maken. Niet alle crediteuren zullen in staat zijn om dergelijke voorwaarden bij een vennootschap te bedingen. De regels van crediteurenbescherming beogen te voorkomen dat de beperkte aansprakelijkheid wordt aangewend om crediteuren van de vennootschap te benadelen. Eén van de redenen waarom crediteuren worden beschermd is derhalve om een betrouwbaar handelsverkeer te bevorderen. Ook hier gelden het honoreren van de principes van het nakomen van gemaakte afspraken en de redelijkheid en billijkheid.

Werknemers geven mede de onderneming gestalte. Werknemers van NV's met een ondernemingsraad hebben via het standpuntrecht van deze ondernemingsraad enige invloed op de belangrijke bestuursbesluiten en het bezoldigingsbeleid van bestuurders en op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen. Ondernemingsraden van NV's, BV's of coöperaties met een structuurregime hebben een versterkt aanbevelingsrecht bij de samenstelling van de raad van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders. Werknemers kunnen via de vakbonden een enquêteverzoek doen. Werknemers worden tevens beschermd in de Wet op de Ondernemingsraden. Zo hebben werknemers invloed ten aanzien van beslissingen die hun werkgelegenheid raken. Ook kan een standpunt of aanbeveling van de ondernemingsraad dienen om *checks and balances* in de onderneming te creëren of te verstevigen.

Afnemers en klanten van de onderneming worden beschermd, doordat bestuurders en commissarissen met hun belangen rekening houden. De onderneming heeft baat bij een goede reputatie. Afnemers worden ook beschermd via het mededingingsrecht. Indien afnemers consumenten zijn, worden zij tevens beschermd via het consumentenrecht.

#### **4. Ontwikkelingen in de regelgeving en maatschappelijke ontwikkelingen in de praktijk**

De Nota modernisering ondernemingsrecht kwam tot stand na de Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de structuurregeling (Stb. 2004, nr. 370), die per 1 oktober 2004 in werking trad. In deze wet werd de structuurregeling aangepast aan het SER-advies «Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling», in het bijzonder met betrekking tot de criteria voor de verplichte toepassing van het structuurregime en het correctiemechanisme bij slecht functionerende commissarissen. Bij de tweede nota van wijziging werd ook een grondslag voor de wettelijke verankering van de Nederlandse corporate governance code (Code) gegeven, evenals een aanscherping van rechten van aandeelhouders rond goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten, certificering en benoeming van commissarissen (Kamerstuk 28 179, nr. 30). Tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel was toegezegd om met een nota te komen over het ondernemings- en vennootschapsrecht, in het bijzonder corporate governance, de vennootschapsrechtelijke aspecten van de commissie corporate governance, de structuurregeling, certificering en beschermingsconstructies en integriteit van bestuurders.

Sinds de Nota modernisering ondernemingsrecht hebben verschillende wijzigingen in Boek 2 van het BW plaatsgevonden, al dan niet als gevolg van EU-richtlijnen. Naast de wetgeving en jurisprudentie wordt het ondernemingsrecht gevormd dan wel beïnvloed door de Code. In bijlage I wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste ontwikkelingen in de nationale en Europese regulering en zelfregulering<sup>19</sup>. Deze ontwikkelingen vormen een wisselwerking met ontwikkelingen in de praktijk, zoals digitalisering, de financiële crisis, de toegenomen vraag naar transparantie, maatschappelijk verantwoord ondernemen en risicobeheersing.

##### *Lopende ontwikkelingen*

Op 9 april 2014 heeft de Europese Commissie een voorstel gedaan voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat

<sup>19</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft (COM (2014)213). De Europese Commissie stelt voor om:

- 1) institutionele beleggers en vermogensbeheerders te verplichten hun beleggingsstrategie, alsmede, op basis van «pas toe of leg uit», hun beleid inzake aandeelhoudersbetrokkenheid openbaar te maken en vermogensbeheerders te verplichten informatie te verschaffen aan institutionele beleggers;
- 2) de inspraak van aandeelhouders op de beloning te vergroten en beursvennootschappen te verplichten om over hun beloningsbeleid en over de beloning van individuele bestuurders gedetailleerde en gebruikersvriendelijke informatie te verschaffen en het beloningsverslag op te nemen in de corporate governance verklaring;
- 3) beursvennootschappen te verplichten om bepaalde transacties met verbonden partijen aan de goedkeuring van aandeelhouders te onderwerpen en kleinere transacties openbaar te maken vergezeld van een verslag van een onafhankelijke derde;
- 4) volmachtadviseurs te verplichten om te zorgen voor juiste en betrouwbare stemadviezen die niet door belangenconflicten zijn beïnvloed; en
- 5) tussenpersonen te verplichten de naam en contactgegevens van aandeelhouders aan de vennootschap door te geven.

Op 25 maart 2015 is het mandaat vastgesteld om een informele triloog met het Europees Parlement te starten (Kamerstuk 32 317, nr. 279). De tekst van dit mandaat is openbaar gemaakt en raadpleegbaar op <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7315-2015-INIT/en/pdf>. Op 9 december 2016 is een akkoord bereikt tussen het Slowaakse EU-voorzitterschap en het Europees Parlement.<sup>20</sup> Dit richtlijnvoorstel heeft raakvlakken met de modernisering van het NV-recht (zie paragraaf 8).

Op 11 april 2016 heeft de Europese Commissie een voorstel gepubliceerd voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU wat betreft de openbaarmaking van informatie over de winstbelasting door bepaalde ondernemingen en bijkantoren (COM (2016) 198). De Commissie stelt voor grote multinationals te verplichten jaarlijks informatie over wereldwijde belastingbetalingen en enkele daaraan gerelateerde gegevens openbaar te maken, zodat hierover en over de desbetreffende fiscale regelgeving een publieke discussie gevoerd kan worden.<sup>21</sup> Over dit richtlijnvoorstel wordt momenteel onderhandeld.

Voor ondernemingen is ook Richtlijn (EU) 2015/849 van het Europees Parlement en van de Raad van 20 mei 2015 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering, tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 2005/60/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijn 2006/70/EG van de Commissie (de Vierde Anti-Witwasrichtlijn, PbEU 2015, L141) van belang, die lidstaten verplicht tot het instellen van een register met informatie over uiteindelijk belanghebbenden van juridische entiteiten en juridische constructies. Deze richtlijn wordt inmiddels alweer gewijzigd. Op 4 juli 2016 heeft de Europese Commissie een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn (EU) 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering en tot wijziging van Richtlijn 2009/101/EG gepubliceerd (COM(2016) 450). Het voorstel beoogt financiering van terrorisme beter tegen te gaan en de

<sup>20</sup> <http://www.eu2016.sk/en/press-releases/shareholders-rights-in-eu-companies-presidency-strikes-deal-with-parliament>.

<sup>21</sup> Kamerstuk 22 112, nr. 2140.



regelgeving in overeenstemming te brengen met internationale ontwikkelingen en normen, onder meer door de transparantie van financiële transacties en van juridische entiteiten en juridische constructies te vergroten.<sup>22</sup> Over dit richtlijnvoorstel wordt momenteel onderhandeld.

Op 8 december 2016 presenteert de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie-Van Manen) de herziene corporate governance code. In de herziene Code wordt meer nadruk gelegd op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Deze nadruk verlangt van het bestuur en de raad van commissarissen dat zij duurzaam handelen, aandacht hebben voor risico's en kansen en belangen van stakeholders meewegen. Ook cultuur speelt een belangrijke rol ten aanzien van het functioneren van de onderneming en de mate waarin zij bijdraagt aan de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>23</sup>

### *Maatschappelijke ontwikkelingen in de praktijk*

De internationalisering en globalisering van producten, diensten en bedrijven is voortgeschreden. Nederlandse bedrijven zijn wereldwijd actief, buitenlandse bedrijven zijn actief in Nederland. Steeds meer Nederlandse NV's zijn aan buitenlandse beurzen genoteerd en buitenlandse bedrijven gebruiken Nederlandse rechtsvormen. Buitenlandse beleggers vormen volgens VEUO en VNO-NCW inmiddels vrijwel 90% van het aandeelhouderbestand van Nederlandse beursvennootschappen.

Mede als gevolg van de regelgeving zijn ondernemingen, met name beursvennootschappen, steeds transparanter geworden: in het bestuursverslag wordt meer aandacht besteed aan de risico's voor de onderneming, de bezoldiging van bestuurders, niet-financiële informatie, betalingen aan overheden. Digitalisering en de opkomst van sociale media hebben ertoe geleid dat informatie van ondernemingen steeds sneller een groot publiek bereikt. Andersom kunnen ervaringen, wensen en eisen van klanten eveneens sneller een groot publiek bereiken. Daarmee ontstaat voor ondernemingen een tegenwicht waarbij het in de ogen van het publiek niet adequaat inspelen op deze ervaringen, wensen en eisen een risicofactor is. Reputatie en risico's zijn vluchtiger geworden. Tegelijkertijd heeft de toegenomen transparantie niet per definitie geleid tot meer vertrouwen.

Er is meer aandacht voor duurzaamheid en langetermijndenken. Dit komt onder meer tot uitdrukking in de Cancun-beschikking van de Hoge Raad, in de zin dat het vennootschapsbelang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming (HR 4 april 2014, NJ 2014/286, ECLI:NL:HR:2014:797). Ook in Angelsaksische literatuur wordt gepleit voor een duurzaam kapitalisme, waar winst een bijproduct is van het eigenlijke doel en de waarden van de onderneming.<sup>24</sup> Gelet op de wereldwijde concurrentie en innovatie pleiten Fenwick, Hisatake en Vermeulen voor een corporate governance structuur die plat, open en inclusief is voor alle bij de onderneming betrokkenen.<sup>25</sup> Duurzaamheid speelt ook een rol bij de maatschappelijke discussie over beloningen van bestuurders. Dit houdt onder meer in dat het beloningsbeleid vooral gericht is op de lange

<sup>22</sup> Kamerstuk 22 112, nr. 2199.

<sup>23</sup> <http://www.commissiecorporategovernance.nl/>.

<sup>24</sup> Vgl. Mayer, *Firm commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press 2013.

<sup>25</sup> Vgl. Fenwick, Hisatake en Vermeulen, *Intelligent Cars Inc. – Governance Principles to Build a Disruptive Company*, 2016, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2823006](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2823006).

termijn en dat sprake is van evenwichtige verhoudingen, zowel intern als extern, waarbij ook het maatschappelijk draagvlak in de overweging wordt betrokken.

In de economie wordt steeds meer aandacht besteed aan het daadwerkelijke gedrag van mensen in plaats van de modellen gebaseerd op de rationele mens.<sup>26</sup> Dit kan ook gevolgen hebben voor de rechtseconomische theorie van scheiding van eigendom en zeggenschap (*separation of ownership and control*) en het probleem dat de bestuurder die met andermans geld het bedrijf bestuurt andere belangen kan nastreven dan de eigenaar (*agency problem*). Het risico wordt geschetst dat met een toename aan regulering, de nadruk teveel komt te liggen op toezicht en naleving en minder op het onderliggende gedrag en de waarden. In Nederland is de redelijkheid en billijkheid de wettelijke toetssteen voor het gedrag. Deze kan zich ontwikkelen in de tijd en afhankelijk van de omstandigheden.

## **5. Positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin**

In het kader van de consultatie van het ontwerpbesluit houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn is door diverse betrokkenen een aantal aandachtspunten naar voren gebracht die van belang zijn voor het verloop en de uitkomst van openbare overnamebiedingen. Dit betreft onder meer de wijze waarop na het uitbrengen van een openbaar bod «uitstoting» van, en verkoop door, minderheidsaandeelhouders in Nederlandse doelvennootschappen plaatsvindt en de positie van minderheidsaandeelhouders in algemene zin, zoals neergelegd in het Burgerlijk Wetboek. In de nota van toelichting bij dit Besluit van 9 maart 2012 (Stb. 2012, nr. 196) is vermeld dat dit separaat zal worden gezien in overleg met de Minister van Veiligheid en Justitie. Het position paper van Eumedion vormt een goede aanleiding om aan deze toezegging vervolg te geven.

Zoals blijkt uit het overzicht in bijlage I hebben aandeelhouders in NV's sinds 2005 meer rechten en bevoegdheden gekregen. Met betrekking tot beursvennootschappen is ook de totstandkoming en wijziging van de Code van invloed op de positie van aandeelhouders. Met de vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht is de positie van aandeelhouders in BV's eveneens verstevigd. De Hoge Raad heeft in zijn Cancun-beschikking (HR 4 april 2014, NJ 2014/286, ECLI:NL:HR:2014:797) richtinggevende uitspraken gedaan over de verhouding tussen de bestuurders en de aandeelhouders:

*«4.2.1: Bij de vervulling van hun taak dienen de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te richten (vgl. thans art. 2:239 lid 5 BW). Wat dat belang inhoudt, hangt af van de omstandigheden van het geval. Indien aan de vennootschap een onderneming is verbonden, wordt het vennootschapsbelang in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming. In geval van een joint venture-vennootschap wordt het belang van de vennootschap voorts bepaald door de aard en inhoud van de tussen de aandeelhouders overeengekomen samenwerking. De aard en inhoud van het samenwerkingsverband in een joint venture-vennootschap waarin de aandeelhouders een gelijkwaardig aandeel hebben, kunnen meebrengen dat (ook) het vennootschapsbelang is gebaat bij continuering van evenwichtige verhoudingen tussen de aandeelhouders; dit kan betekenen dat de verhoudingen tussen de*

<sup>26</sup> Vgl. Thaler, *Misbehaving, The making of Behavioral Economics*, Norton 2015.

*aandeelhouders niet verder mogen veranderen dan in het licht van de omstandigheden geboden is.*

*4.2.2: Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken (vgl. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 (ASMI), HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 (VEB c.s./KLM) en HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4117, NJ 2007/610 (Versatel I)). Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad.*

*Zoals ook voortvloeit uit hetgeen hiervoor aan het slot van 4.2.1 is overwogen, kan de verplichting van bestuurders van een joint venture-vennootschap om jegens de aandeelhouders de nodige zorgvuldigheid te betrachten, een bijzondere zorgplicht meebrengen met betrekking tot de positie van een aandeelhouder wiens belang is verwaterd of (verder) dreigt te verwateren.»*

Zoals beschreven in paragraaf 3 kent het vennootschapsrecht waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders, in de wet en de Code. Voor alle bij de vennootschappelijke organisatie betrokkenen geldt de verplichting om zich jegens elkaar te gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. De Hoge Raad overwoog dat de in artikel 2:8 BW neergelegde regel onder meer meebrengt dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van deze zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval, waarbij onder meer in aanmerking mag worden genomen dat sprake is van minderheidsaandeelhouders en meerderheidsaandeelhouders (HR 12 juli 2013, NJ 2013/461, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145 (KLM)). Het bestuur en de raad van commissarissen hebben het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming als richtsnoer en zijn gebonden aan normen voor behoorlijke taakvervulling en voor het omgaan met tegenstrijdige belangen. Daarnaast hebben aandeelhouders die een bepaald deel van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen het recht om een rechterlijke machtiging te verzoeken tot bijeenroeping van een algemene vergadering, een onderwerp op de algemene vergadering te agenderen, en om een enquête te verzoeken. Voorts dient het bestuur de algemene vergadering inlichtingen te verschaffen en alle besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming ter goedkeuring voor te leggen. Aandeelhouders met een redelijk belang kunnen ook vernietiging van een besluit van een orgaan vorderen, bijvoorbeeld indien dat besluit in strijd is met de redelijkheid en billijkheid. Tegenover de bescherming van minderheidsaandeelhouders staat een faciliteit voor grootaandeelhouders: op grond van de artikelen 2:92a en 2:359c BW heeft de aandeelhouder die meer dan 95% van het geplaatst kapitaal verschaft, het recht om bij de Ondernemingskamer overdracht van de aandelen van de overige aandeelhouders te vorderen.

#### *De positie van aandeelhouders bij beursvennootschappen*

Voor zover het gaat om aandeelhouders die in aan een Nederlandse beurs genoteerde vennootschappen beleggen, worden deze beleggers beschermd door de Wft. Zo is een aandeelhouder, wanneer deze overwegende zeggenschap (30% of meer van de stemrechten in de algemene vergadering) in een beursvennootschap verkrijgt, op grond van

artikel 5:70 van de Wft verplicht om een openbaar bod uit te brengen op alle overige aandelen. Dit biedt beleggers met een minderheidsbelang de mogelijkheid om hun aandelen van de hand te doen. Het verplichte openbaar bod moet plaatsvinden tegen een billijke prijs.

Parallel met de uitbreiding van hun rechten en bevoegdheden zijn aandeelhouders in beursvennootschappen actiever geworden, niet alleen op de algemene vergadering maar ook daaraan voorafgaand. Dit wordt geïllustreerd door de stijging van de participatiegraad op de algemene vergadering van AEX- en AMX-vennootschappen van circa 50% in 2010 naar circa 70% in 2016.<sup>27</sup> Sinds 2010 komt het voor dat op de algemene vergadering stempunten worden verworpen, voorstellen voor de vergadering worden ingetrokken en voorstellen in gewijzigde vorm aan de aandeelhouders voorgelegd. Aandeelhouders maken ook gebruik van hun agenderingsrecht.<sup>28</sup>

De actievere opstelling van sommige aandeelhouders brengt met zich dat beursvennootschappen meer aandacht hebben voor hun aandeelhouders. Bij een uitbreiding van rechten voor aandeelhouders hoort ook een meer verantwoordelijkheden. Zowel vennootschappen als aandeelhouders worden nadrukkelijker aangesproken op hun langetermijnbetrokkenheid (vgl. het in paragraaf 4 genoemde richtlijnvoorstel bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid en de herziene corporate governance code).

Tegelijkertijd verschuift de invloed van aandeelhouders van de deelname en stemming tijdens de algemene vergadering naar de periode daaraan voorafgaande in de dialoog met de vennootschap. Deze ontwikkeling is geadresseerd in de Code van 2008. De Commissie vennootschapsrecht heeft gesignaleerd dat de fysieke algemene vergadering haar betekenis als overlegplatform goeddeels heeft verloren, doordat bij tal van beursvennootschappen veruit de meeste stemmen vóór de algemene vergadering op afstand zijn uitgebracht.<sup>29</sup>

In haar rapport over boekjaar 2014 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onderzoek laten verrichten naar beschermingsmaatregelen. Daarbij maakt de Monitoring Commissie een onderscheid tussen traditionele beschermingsmaatregelen (beschermingspreferente aandelen, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen, toepassing van het structuurregime) en andere maatregelen waar een beschermend effect van uit kan gaan, zoals bijzondere goedkeuringsrechten van commissarissen, *dual-class* aandelen en bijzondere stemrechtregelingen.<sup>30</sup>

Uit het onderzoek blijkt onder meer dat de trend van het afnemen van het aantal traditionele beschermingsmaatregelen sinds 2009 enigszins afvlakt. Ten aanzien van de overige beschermingsmaatregelen signaleert de Monitoring Commissie twee ontwikkelingen: de eerste ontwikkeling betreft de directe of indirecte vertegenwoordiging van grootaandeelhouders in de raden van commissarissen van vennootschappen. Dit komt met name, maar niet uitsluitend, voor bij vennootschappen met een notering aan Euronext Amsterdam. De tweede ontwikkeling betreft het gebruik van regelingen van meervoudig stemrecht voor (groot)aandeelhouders. Dit komt met name, maar niet uitsluitend, voor bij vennoot-

<sup>27</sup> Eumedion, evaluatie AVA seizoen 2011 en 2016.

<sup>28</sup> Eumedion, evaluatie AVA-seizoenen 2011–2016.

<sup>29</sup> Commissie vennootschapsrecht, Advies NV-recht, juli 2013, zie <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/brieven/2013/07/18/advies-nv-recht-15-juli-2013>.

<sup>30</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport monitoring boekjaar 2014, <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2766>, verwijzend naar onderzoek van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

schappen met een notering buiten Nederland. De Monitoring Commissie signaleert dat het gebruik van deze andersoortige vormen van bescherming niet zozeer gericht is op bescherming tegen vijandige bieders of tegen zittende aandeelhouders die controle over de vennootschap willen krijgen, maar op bescherming van de positie van bestaande (groot)aandeelhouders.<sup>31</sup>

#### *Position paper Eumedion*

Op 28 juni 2016 heeft belangenvereniging voor institutionele beleggers Eumedion haar *position paper* inzake de positie van minderheidsaandeelhouders in beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder gepubliceerd. Eumedion schetst twee ontwikkelingen die de aanleiding vormen voor het *position paper*.

In de eerste plaats meent Eumedion dat het steeds vaker voorkomt dat een openbaar bod dat wordt aanbevolen door het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap, zodanig wordt gestructureerd dat aandeelhouders in de praktijk geen andere mogelijkheid hebben dan hun aandelen aan te bieden aan de bieder. De doelvennootschap staat de bieder toe om ook andere juridische instrumenten dan de wettelijke uitkoopregeling – zoals een driehoeksfusie of verkoop van activa gevolgd door ontbinding van de vennootschap – te benutten om de volledige zeggenschap over de doelvennootschap te krijgen.

In de tweede plaats kiezen van origine buitenlandse vennootschappen steeds vaker Nederland als vestigingsplaats. Volgens Eumedion is één van de beweegredenen van deze keuze de mogelijkheid om de oprichter-groootaandeelhouder extra stemrechten toe te kennen of de toekenning van loyaliteitsstemrecht. Eumedion meent dat hiermee de groootaandeelhouder ten koste van de minderheidsaandeelhouder wordt bevoordeeld.

In het *position paper* doet Eumedion een aantal voorstellen voor *good practices* ter verbetering van de *checks and balances* bij beursvennootschappen met een controlerend aandeelhouder. Daarbij is één voorstel gericht aan de wetgever. Eumedion stelt voor om de controlerend aandeelhouder uit te sluiten van de besluitvorming over majeure transacties tussen de vennootschap en de controlerend aandeelhouder zoals gedefinieerd in artikel 2:107a BW. Eumedion pleit ervoor om dit voorstel op te nemen in het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid.

Tevens doet Eumedion een aantal voorstellen voor *good practices* in overnamesituaties. Eén voorstel is gericht tot de wetgever: in het geval een overname via de verkoop van activa plaatsvindt, zou de besluitvorming over dergelijke transacties een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen moeten vergen, wanneer minder dan de helft van het geplaatst kapitaal op de algemene vergadering is vertegenwoordigd.

VEUO en VNO-NCW stellen dat het belang van de vennootschap, hetgeen de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen omvat, een belangrijke waarborg vormt dat een in Nederland gevestigde onderneming een strategie kan voeren gericht op lange termijn waardecreatie. Zij verzoeken alle eventuele voorstellen te toetsen op dit beginsel. VEUO en VNO-NCW wijzen erop dat grotere aandeelhouders ook een grotere

<sup>31</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport monitoring boekjaar 2014, <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2766>, verwijzend naar onderzoek van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

verantwoordelijkheid jegens de vennootschap en andere bij de vennootschap betrokkenen hebben. Dit vormt een essentieel kenmerk van de positie en verantwoordelijkheid van een gecommiteerde grootaandeelhouder en daarmee ook waarborg voor de bescherming van de belangen van die minderheidsaandeelhouders, aldus VNO-NCW.

VEUO en VNO-NCW hebben geen aanwijzing dat het vertrouwen van buitenlandse (institutionele) beleggers in Nederlandse ondernemingen en het Nederlandse rechtssysteem tanende zou zijn. Zij wijzen op het risico van ongewenste neveneffecten als minderheidsaandeelhouders een beslissende stem zouden krijgen over de toekomst van de vennootschap, vanwege het opportunisme van (sommige) minderheidsaandeelhouders.

### *Appreciatie*

Gelet op de actievere opstelling van sommige aandeelhouders acht ik het voorstelbaar dat beursvennootschappen, wellicht meer dan voorheen, op zoek zijn naar stabiele aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de vennootschap verbinden. Een controlerend aandeelhouder is doorgaans voor de langere termijn betrokken bij de vennootschap. Familiebedrijven zijn hier bij uitstek het voorbeeld van. Doorgaans is een dergelijke langetermijnbetrokkenheid bevorderlijk voor de continuïteit van de onderneming.

Er kunnen echter ook risico's kleven aan concentratie van zeggenschap bij een grootaandeelhouder. Het risico dat een meerderheidsaandeelhouder zijn invloed in de vennootschap aanwendt ten koste van het belang van de vennootschap, inclusief belangen van minderheidsaandeelhouders, wordt mede door de hierboven beschreven normen tegengegaan. Voor bepaalde besluiten gelden bijvoorbeeld gekwalificeerde meerderheids- of quorumeisen, of een goedkeuringsrecht van een orgaan van de vennootschap. Dergelijke procedurevoorschriften bieden minderheidsaandeelhouders bescherming, ten koste van een verminderde slagvaardigheid van de vennootschap. Een besluit komt immers niet tot stand of wordt niet uitgevoerd indien niet aan de eisen wordt voldaan. Daarnaast gelden open normen, bijvoorbeeld redelijkheid en billijkheid, onbehoorlijke taakvervulling en wanbeleid. Deze normen spelen een rol bij de afweging die organen van de vennootschap maken bij hun handelen en besluitvorming, maar belemmeren deze niet op voorhand. Belanghebbenden kunnen naar de rechter om de invulling van deze norm in een concreet geval te toetsen.

Mede in het licht van bovenstaande, ligt het in de rede om terughoudend te zijn om nieuwe procedurevoorschriften te introduceren. Daar is pas aanleiding voor wanneer in bepaalde afgebakende omstandigheden het risico op machtsmisbruik door een controlerende aandeelhouder niet aanvaardbaar is.

Aandeelhouders wensen reële keuzevrijheid in het al dan niet aanmelden van hun aandelen tegen de geboden prijs. De bieder en de doelvennootschap wensen *deal* zekerheid. Beide zijn noodzakelijk voor een goed functionerende *market for corporate control*. Vanuit dit oogpunt zijn de regels inzake openbare biedingen strak gereguleerd.<sup>32</sup> In de praktijk komt het voor dat het bod gestand wordt gedaan bij aanmelding van 80%, twee derde of een volstreekte meerderheid van het geplaatste kapitaal, waarna

<sup>32</sup> Vgl. het Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (Stb. 2012, nr. 196) dat bijvoorbeeld de «*put up or shut up*» regeling heeft geïntroduceerd.

via een fusie of activa/passiva transactie het belang van de resterende aandeelhouders tot minder dan 5% wordt gereduceerd.<sup>33</sup>

Ook in andere landen worden minderheidsaandeelhouders bij openbare biedingen beschermd. Dit geschiedt onder meer via zogenoemde *appraisal rights* in de Verenigde Staten en het zogenoemde *scheme of arrangement* in het Verenigd Koninkrijk.

Indien de ontstane marktpraktijk in Nederland ertoe leidt dat een bieder en doelvennootschap via omwegen kunnen bewerkstelligen dat de resterende aandeelhouders uit de vennootschap treden, kan dit aanleiding zijn om bijvoorbeeld enerzijds de drempel voor uitstoting te verlagen en anderzijds de eisen aan de besluitvorming van bepaalde transacties binnen een jaar na gestanddoening van een openbaar bod te verhogen. Bezien kan worden of op deze wijze de in de praktijk en de jurisprudentie ontstane zorgvuldigheidsplichten voor bidders c.q. grootaandeelhouders na gestanddoening van een openbaar bod nader in de wet kan worden geconcretiseerd. Mede gelet op het internationale aandeelhoudersbestand van Nederlandse NV's lijkt het nuttig om oplossingen in buitenlandse stelsels te betrekken bij de vraag in hoeverre een heroriëntatie op rechten van minderheidsaandeelhouders bij openbare biedingen noodzakelijk is.

In het in paragraaf 4 genoemde richtlijnvoorstel bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid worden de rechten van aandeelhouders en bevoegdheden van de algemene vergadering uitgebreid en wordt een regeling voorgesteld die ziet op transacties met betrokken partijen (lees: de controlerend aandeelhouder). Het richtlijnvoorstel bevindt zich in de eindfase van de informele triloog. Bij de implementatie van de richtlijn zal worden gezien of en zo ja, op welke wijze, gebruik zal worden gemaakt van de lidstaatopties die de richtlijn biedt. Daarbij moeten de nieuwe rechten, verplichtingen en bevoegdheden van de verschillende (leden van) organen in samenhang met de reeds bestaande rechten, verplichtingen en bevoegdheden worden gezien in het licht van de hierboven geschetste ontwikkelingen.

De implementatie van de richtlijn kan leiden tot een heroriëntatie inzake de verhoudingen tussen aandeelhouders onderling en tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering. Afhankelijk van uitkomsten van de onderhandelingen kan behoefte bestaan aan een verdere uitwerking van deze heroriëntatie. Tot op zekere hoogte kan het hierna in paragraaf 8 genoemde traject tot modernisering van het NV-recht parallel lopen met c.q. complementair zijn aan de implementatie van de richtlijn.

## **6. Evaluatie artikel 2:135 lid 7 BW**

Op 1 januari 2014 is de Wet van 11 december 2013 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers (Stb. 2013, nr. 563) in werking getreden. De wet geeft de raad van commissarissen de bevoegdheid om excessieve bonussen van bestuurders aan te passen en terug te vorderen. Dat geldt voor bonussen die achteraf gezien zijn toegekend op basis van onjuiste informatie («claw back») en voor bonussen waarvan uitkering wegens onredelijkheid en onbillijkheid niet kan worden gerechtvaardigd. Tevens bevat de wet een regeling voor het «afromen» van door bestuurders gemaakte koerswinst

<sup>33</sup> Zie Eumedion position paper en ook De Brauw en Noome, «Vijf jaar pre-wired asset sale bij openbare biedingen», Tijdschrift voor de Ondernemingsrecht Praktijk 2015/7.

bij overnamebiedingen, fusies en belangrijke besluiten voor de wijzigingen van de identiteit of het karakter van de beursvennootschap in artikel 2:135 lid 7 BW.

Indien de aandelen van een naamloze vennootschap aan een beurs (in de Europese Economische Ruimte) zijn genoteerd, dan is de vennootschap verplicht om de eventuele koerswinst die een bestuurder op de aandelen die hij als bezoldiging heeft verkregen als gevolg van een openbaar bod, een juridische fusie of een belangrijk bestuursbesluit in de zin van artikel 2:107a BW, te verrekenen met de nog te ontvangen bezoldiging, wanneer de bestuurder zijn aandelen verkoopt of wanneer de bestuurder vertrekt. De berekening van de eventuele koerswinst vindt plaats aan de hand van drie peildata: 1) Vier weken voor de aankondiging van het openbaar bod; 2) Vier weken na de beëindiging van het openbaar bod; en 3) De dag dat de bestuurder zijn aandelen verkoopt of dat zijn benoeming eindigt. Indien de koers van de aandelen op de dag van verkoop of vertrek (peilmoment 3) hoger is dan de koers op peilmoment 1, wordt de eventuele koerswinst tussen het tweede en het eerste peilmoment verrekend met de bezoldiging. Dezelfde methodiek geldt voor een besluit tot juridische fusie en een artikel 2:107a BW-besluit.

Deze afroomregeling komt op 1 juli 2017 te vervallen. Bij de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel heeft mijn ambtsvoorganger toegezegd deze regeling te evalueren. De evaluatie is in opdracht van het WODC uitgevoerd door onderzoekers van het ZIFO Instituut van de VU Amsterdam. Op 27 oktober 2016 is het rapport «Inventarisatie werking van de regeling tot afroaming koerswinst op aandelen (artikel 2:135 lid 7 BW)» opgeleverd<sup>34</sup>. Het onderzoek heeft plaatsgevonden naar beursvennootschappen die op Euronext Amsterdam zijn genoteerd.

Het onderzoek strekt zich uit over de periode 1 januari 2014 tot en met 31 maart 2016. In die periode heeft zich bij zestien vennootschappen een overnamesituatie, juridische fusie of artikel 107a-besluit (in het onderzoek een *major corporate event* genoemd) voorgedaan. Bij elf van de zestien vennootschappen was er sprake van koerswinst tussen het eerste en het tweede peilmoment. Bij tien van de elf vennootschappen was er sprake van bezoldiging in de vorm van aandelen, opties of certificaten. Deze vennootschappen zijn onderzocht. Met vijf functionarissen van de tien vennootschappen is een interview gehouden. Tevens zijn interviews gehouden met beleggersorganisaties VEB en Eumedion.

De afroomregeling is pas van toepassing als de aandelen met winst zijn verkocht ten opzichte van de koers vóór de overnamesituatie, of als er koerswinst is bij het vertrek van de bestuurder. Van de vijf geïnterviewde vennootschappen is in vier gevallen de afroomregeling toegepast. In één geval niet, omdat de bestuurders de aandelen tevoren hadden verkocht. Eén vennootschap heeft volstaan met de mededeling dat de regeling is toegepast. Van de overige vier vennootschappen hebben de onderzoekers niet kunnen vaststellen of de regeling is toegepast.

Uit het onderzoek kan volgens de onderzoekers niet worden geconcludeerd dat de regeling effectief is. Wel laten de interviews zien dat de effectiviteit van de regeling twijfelachtig is. De onderzoekers signaleren verschillende neveneffecten, waaronder de negatieve impact die de regeling heeft op de werkrelatie tussen bestuur en raad van commissarissen, de tijd en kosten die gemoeid zijn met de advisering vanwege het complexe karakter van de afroomregeling en de doorbreking van het in lijn zijn van de belangen van de bestuurder met die van aandeelhouders.

<sup>34</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).



De onderzoekers wijzen op tal van aandachtspunten ten aanzien van de afroomregeling. De belangrijkste zijn de volgende:

- Het zal juridisch-technisch zeer moeilijk zijn om tot een preciezer afgebakende regeling te komen die ook van toepassing is op alle vormen van beloningsinstrumenten die aan de waardeontwikkeling van het aandeel van de vennootschap zijn gekoppeld, zoals *phantom shares*, *cash settled options* en *stock appreciation rights*;
- De in de wet neergelegde peildata komen de onderzoekers enigszins arbitrair voor, omdat de koersstijging al voorafgaande aan de eerste peildatum kan hebben plaatsgevonden.
- Indien commissarissen ook aandelen als beloning ontvangen, rijst de vraag of de afroomregeling ook op hen van toepassing zou moeten zijn en wie op naleving van de afroomplicht zou moeten toezien;
- In veel gevallen en afhankelijk van de situatie komt men aan de door de regeling voorziene verantwoording over de toepassing van de afroomregeling, pas na verloop van een langere termijn, of in het geheel niet toe.

Zonder de afroomregeling valt volgens de onderzoekers de bescherming van de vennootschap tegen prikkels die de besluitvorming bij *major corporate events* oneigenlijk kunnen beïnvloeden, niet weg.

De raad van commissarissen heeft in dergelijke situaties een belangrijke rol: de raad van commissarissen ziet erop toe dat de besluitvorming zorgvuldig en transparant verloopt. Veelal wordt – in meer of mindere mate – de regie over het besluitvormingsproces overgenomen door de raad van commissarissen (of zijn voorzitter) en wordt een speciaal *steering committee* gevormd. Die «nauwe en tijdige» betrokkenheid van de raad van commissarissen wordt in geval van een openbaar bod bovendien voorgeschreven door bepaling II.1.10 van de Code. Bovendien zijn er algemene regels inzake het handelen in het belang van de vennootschap, tegenstrijdig belang en belangenverstrengeling en de transparantieverplichtingen in geval van openbare biedingen.

Indien gekozen zou worden voor een specifieke wettelijke regeling voor het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke beïnvloeding, zou volgens de onderzoekers kunnen worden gedacht aan een meer discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen. Een dergelijke regeling zou beter passen bij de bestaande wettelijke regelingen die de raad van commissarissen de *bevoegdheid* geven om – kort gezegd – de hoogte van een bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid aan te passen, of de bonus terug te vorderen indien de uitkering heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie.

#### *Appreciatie*

Uit het ZIFO-onderzoek blijkt dat de afroomregeling in ten minste de helft van de casus is toegepast. De onderzoekers concluderen dat het twijfelachtig is of de regeling effectief is, en wijzen op een aantal neveneffecten. Ook wijzen zij op de complexiteit van de regeling, hetgeen geïllustreerd wordt door de vele suggesties voor verbetering terwijl de onderzoekers het tegelijkertijd vrijwel onmogelijk achten om een sluitende regeling te treffen.

Het kabinet onderschrijft het doel van de afroomregeling: het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming. Het kabinet deelt de conclusies van de onderzoekers dat de afroomregeling in zijn huidige vorm te complex is. Het kabinet is voornemens om op korte termijn een effectievere regeling voor te bereiden. Denkbaar is om de raad van commissarissen een aanvullende bevoegdheid toe te kennen inzake de aanpassing van de bezoldiging in het kader van belangrijke besluiten

zoals overnames. Het kabinet streeft ernaar om in het eerste kwartaal van 2017 een wetsvoorstel ter consultatie aan te bieden en uw Kamer hierover te informeren. Het kabinet zal de herziene Code, met name met betrekking tot de rol van de raad van commissarissen in overnamesituaties en de beloning in aandelen, betrekken bij de afwegingen.

Voor de toepassing van regels inzake de bevoegdheidsverdeling in Nederlandse vennootschappen zou niet relevant moeten zijn op welke beurs de aandelen zijn genoteerd. Indien het gaat om Nederlandse NV's, gelden de bevoegdheidsverdeling en verdeling van rechten en plichten voor de bij de vennootschap betrokkenen zoals deze in het BW zijn vormgegeven.

## **7. Evaluatie Wet bestuur en toezicht en Wet aanpassing enquête-recht**

Op 1 januari 2013 zijn de Wet van 6 juni 2011 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen (Stb. 2011, nr. 275) en de Wet van 27 september 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter verduidelijking van de artikelen 297a en 297b (Stb. 2012, nr. 440) in werking getreden. Daarmee is het monistisch bestuursmodel voor NV's en BV's geïntroduceerd en zijn de regelingen inzake tegenstrijdig belang en aansprakelijkheid gewijzigd. Tevens is de combinatie van het aantal bestuursfuncties en commissariaten in NV's, BV's en niet-commerciële stichtingen beperkt en is een regeling geïntroduceerd voor een streefcijfer voor een evenwichtige verdeling van mannen en vrouwen in raden van bestuur en commissarissen. Deze laatste regeling is per 1 januari 2016 vervallen. Inmiddels ligt een wetsvoorstel in de Kamer tot Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het voortzetten van het streefcijfer voor een evenwichtige verdeling van de zetels van het bestuur en de raad van commissarissen van grote naamloze en besloten vennootschappen (Kamerstuk 34 435, nrs. 1–3).

Bij de parlementaire behandeling van de Wet bestuur en toezicht heeft mijn ambtsvoorganger toegezegd de wet na drie jaar te evalueren. De evaluatie is dit najaar aangevangen en zal naar verwachting medio 2017 worden afgerond. De evaluatie heeft onder meer betrekking op het monistisch bestuursmodel, het belang van de vennootschap als richtsnoer voor bestuurders en tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen, de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, de beperking van het aantal bestuursfuncties en commissariaten en de evenwichtige verdeling van de zetels over mannen en vrouwen. Doel van de evaluatie is om na te gaan of de doelstellingen van de wet zijn bereikt en of de wet werkt zoals beoogd.

In uw Kamer zijn twee wetsvoorstellen in behandeling, die aan de Wet bestuur en toezicht raken. Het gaat om de Wet bestuur en toezicht rechtspersonen (Kamerstuk 34 491, nrs. 1–3) en het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het voortzetten van het streefcijfer voor een evenwichtige verdeling van de zetels van het bestuur en de raad van commissarissen van grote naamloze en besloten vennootschappen (Kamerstuk 34 435, nrs. 1–3). In de Wet bestuur en toezicht rechtspersonen worden de bij de Wet bestuur en toezicht geïntroduceerde regels inzake het monistisch bestuursmodel, tegenstrijdig belang en aansprakelijkheid bij de NV en BV tevens toegepast op verenigingen, coöperaties, onderlinge waarborgmaatschappijen en stichtingen. Het wetsvoorstel tot voortzetting van het streefcijfer beoogt de per 1 januari 2016 vervallen regeling voort te zetten. De

wetsvoorstellen bevatten op deze onderdelen geen grote wijzigingen ten opzichte van de Wet bestuur en toezicht. De gezichtspunten die naar voren komen bij de parlementaire behandeling van beide wetsvoorstellen kunnen, voor zover noodzakelijk, worden betrokken bij de evaluatie.

Voorts is van belang dat de herziene Code bepalingen bevat met betrekking tot het monistisch bestuursmodel.<sup>35</sup> Ook deze herziene Code kan worden betrokken bij de evaluatie.

#### *Evaluatie Wet aanpassing enquêterecht*

Op 1 januari 2013 is de Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête (Stb. 2012, nr. 274) in werking getreden. De regels voor de toegang tot de enquêteprocedure zijn gewijzigd. Daarbij is onderscheid gemaakt tussen grote en kleinere vennootschappen en heeft de rechtspersoon zelf ook het recht gekregen om een enquête te verzoeken. Tevens zijn de regels voor de enquêteprocedure aangepast, zoals de betrokkenheid van een raadsheer-commissaris.

De Wet aanpassing enquêterecht bevat een evaluatiebepaling. De onderdelen van de wet zullen in 2017 worden geëvalueerd. Daarbij zullen ontwikkelingen in de praktijk die van invloed zijn op de toegang tot het enquêterecht worden betrokken. De resultaten van het onderzoek worden in de tweede helft van 2017 verwacht.

### **8. Modernisering NV-recht inclusief dematerialisatie aandelen aan toonder**

Tijdens de parlementaire behandeling van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht heeft mijn ambtsvoorganger toegezegd om aan te vangen met de modernisering van het NV-recht (Memorie van Antwoord, Kamerstuk 31 058, C, p. 9). Aanleiding voor de modernisering is de wijziging van bepalingen in het BV-recht die voorheen grotendeels gelijkloidend waren aan de bepalingen in het NV-recht. Er zijn circa 4100 NV's, waarvan circa 100 structuur-NV's en 70 beleggings-NV's (bron: KvK). De NV-rechtsvorm wordt gebruikt door allerlei ondernemingen: beursvennootschappen, financiële instellingen, nutsbedrijven, beroepsbeoefenaren en culturele instellingen. In de praktijk zijn er open en besloten NV's. Er zijn circa 150 beurs-NV's, waarvan circa 100 aan Euronext Amsterdam genoteerd (vgl. Bootsma, Hijink en In 't Veld, Multiple corporate citizenship, Ondernemingsrecht 2015/120).

In 2013 heeft de Commissie vennootschapsrecht desgevraagd geadviseerd om eerst af te wachten hoe de wijzigingen voortvloeiend uit de vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht en de Wet bestuur en toezicht in de praktijk worden verwerkt. Daarna kan naar de opvatting van de Commissie vennootschapsrecht beter worden beoordeeld of, en zo ja, aan welke wijzigingen in het NV-recht behoefte bestaat. Wel ziet de Commissie een aantal verbeterpunten van technische aard, die samenhangen met de vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht. De Commissie adviseert om op korte termijn op technische onderdelen consistentie van wetgeving te bewerkstelligen. Daarnaast geeft de Commissie in overweging om nader overleg te voeren met deskundigen uit de praktijk over enkele meer algemene onderwerpen, zoals de verhouding tussen het BW en de Wft.

---

<sup>35</sup> <http://www.commissiecorporategovernance.nl/>.

De Commissie onderscheidt een aantal motieven voor oprichting van een NV of voor omzetting van een andere rechtspersoon in een NV: het (willen) zijn of worden van beursvennootschap, het zijn of worden van financiële onderneming in de zin van de Wft, behoefte aan aandelen aan toonder, het hebben van een relatief groot aantal aandeelhouders, behoefte aan een herkenbare – door dwingend recht gedomineerde – structuur en inrichting en het «cachet» dat aan de NV kleeft, mede vanwege het minimumkapitaalvereiste van € 45.000 en andere kapitaalbeschermingsvereisten.

De Commissie meent dat de modernisering van het NV-recht een kritische doordinking van de motieven voor oprichting van of omzetting in een NV vergt. De Commissie heeft een lijst met technische verbeterpunten in het NV-recht opgesteld, waarvan zij uit oogpunt van consistentie van wetgeving adviseert om deze in overeenstemming te brengen met het BV-recht. Het gaat bijvoorbeeld om het schrappen van het verplichte maatschappelijk kapitaal en van de euro als verplichte valuta, de behandeling van certificaathouders, het stemrecht bij pandrecht en vruchtgebruik, het verbinden van de vennootschap voor de kosten van oprichting, het vereenvoudigen van de besluitvorming buiten vergadering en het mogen vergaderen buiten Nederland.<sup>36</sup>

In de literatuur wordt onder meer gepleit voor de mogelijkheid tot uitgifte van stem- en winstrechtloze aandelen en verkorting van de oproepingstermijn voor de algemene vergadering (zie Themanummer Ondernemingsrecht 2014/2). Raaijmakers en Van der Sangen (Beleggersbescherming tussen Wft en NV-recht, Ondernemingsrecht 2015/112) wijzen op de samenloop tussen het enquêterecht en de bestuurdersaansprakelijkheid en het Wft-regime. Bootsma, Hijink en In 't Veld (Multiple corporate citizenship, Ondernemingsrecht 2015/120) menen dat maatregelen die zien op de aantrekkelijkheid van het Nederlandse beleggingsklimaat van toepassing moeten zijn op beursvennootschappen die aan een Nederlandse beurs genoteerd zijn, ongeacht of de statutaire zetel in Nederland is gevestigd.

#### *Appreciatie*

Het NV-recht heeft verdere modernisering. In de eerste plaats dient ook het NV-recht waar mogelijk te worden vereenvoudigd en flexibeler gemaakt. Het vertrekpunt hiervoor is het aantal technische aanpassingen dat de Commissie vennootschapsrecht heeft geadviseerd. Tevens kan worden gezien of in hoeverre er behoefte is aan een wijziging van de rechten van certificaathouders, aan stem- en winstrechtloze aandelen en een verkorting van de oproepingstermijn. Daarbij kan, mede in het licht van de komende richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid, een heroriëntatie plaatsvinden in de rechten en verplichtingen van aandeelhouders onderling en in de bevoegdheden en verantwoordelijkheden van organen jegens de vennootschap en jegens de bij de vennootschap betrokkenen, zoals ook geschetst in paragraaf 5. Daarbij is het voor de inrichting van de vennootschap niet relevant aan welke beurs de vennootschap is genoteerd. Voor transparantievereisten en regels inzake openbare biedingen ligt dit anders.

Met betrekking tot de verhouding tussen de Wft en het BW is van belang dat de Wft bestuursrechtelijke regels voor beleggersbescherming bevat, die worden gehandhaafd door de AFM, terwijl Boek 2 BW regels voor de inrichting van rechtspersonen geeft en in rechten en verplichtingen

<sup>36</sup> Commissie vennootschapsrecht, Advies inzake modernisering van het NV-recht, <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/brieven/2013/07/18/advies-nv-recht-15-juli-2013>.

voorziet van aandeelhouders, bestuurders en commissarissen en de bijbehorende organen, die civielrechtelijk worden gehandhaafd. Deze verschillende wijzen van handhaving corresponderen met de verschillende doeleinden van de wetgeving.

Op dit moment wordt een verkenning uitgevoerd door de Minister van Financiën naar de wijze waarop de regelgeving voor de financiële markten toegankelijker en toekomstbestendiger kan worden gemaakt (Kamerstuk 34 208, nr. 13). Op basis van de uitkomsten van de verkenning zal worden besloten over een eventuele herziening van de Wft. Daarbij zal de aandacht primair gericht zijn op de inrichting en vormgeving van de financiële regelgeving. De inrichting van het financieel toezicht zelf staat echter niet ter discussie. Bovendien zal terughoudend worden omgegaan met beleidsmatige aanpassingen. Bij de verkenning kan ook de verhouding van de Wft tot het burgerlijk recht, waaronder aspecten van ondernemingsrecht, aan de orde komen.

#### *Aandelen aan toonder*

In 2011 is een beperkte dematerialisatie van toonderaandelen voor NV's tot stand gekomen (Wet van 28 oktober tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer, Stb. 2010, nr. 771). Dit houdt in dat aandelen van NV's uitsluitend in de vorm van een tegoed op een effectenrekening – dus volledig giraal – worden beheerd door een intermediair zoals een bank of beleggingsonderneming of een centraal instituut (Euroclear). NV's mogen aandelen aan toonder uitsluitend uitgeven in de vorm van een verzamelbewijs (*global note*). De intermediairs en Euroclear registreren vervolgens de door hen aan individuele aandeelhouders uitgegeven girale aandelen op een bijlage bij het verzamelbewijs. De aandeelhouders zijn identificeerbaar via hun effectenrekening. Voor beurs-NV's is deze materialisatie verplicht; houders van toonderaandelen in niet-beurs NV's kunnen deze aandelen vrijwillig in bewaring geven en laten registreren.

Inmiddels hebben meer dan 25 landen (waaronder België, Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Luxemburg) ook maatregelen getroffen om houders van aandelen aan toonder te identificeren, bijvoorbeeld door dit type aandelen af te schaffen.

Op 3 oktober 2016 is er een stakeholdersbijeenkomst gehouden over de identificatie van houders van aandelen aan toonder bij niet-beurs NV's. Aanwezig waren onder meer vertegenwoordigers van ondernemerszijde, de advocatuur, het notariaat, NGO's, een intermediair en Euroclear. Uit deze bijeenkomst kwam naar voren dat er op dit moment geen aanwijzingen zijn dat er op grote schaal misbruik wordt gemaakt van toonderaandelen bij niet-beursvennootschappen, maar dat dit in de toekomst kan veranderen. Twee beleidsopties zijn besproken: het afschaffen van alle aandelen aan toonder en het invoeren van maatregelen die informatie over de identiteit van de aandeelhouder beter toegankelijk maken. Daarbij werd ervoor gepleit om bij de maatregelen te kiezen voor de minst ingrijpende en de meest praktisch toepasbare maatregelen voor bestaande NV's. Tevens werd gewezen op het belang van een goede overgangsregeling voor deze NV's.

#### *Appreciatie*

Met betrekking tot aandelen aan toonder geldt dat het anoniem blijven van aandeelhouders kan leiden tot misbruik, belastingontduiking en witwassen. Het kabinet acht het daarom onwenselijk dat aandeelhouders in Nederland hun identiteit geheim kunnen houden door middel van toonderaandelen in niet-beurs NV's. Dit is in lijn met de aanbevelingen

van het *Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes* en van de *Financial Action Task Force* aan Nederland.<sup>37</sup>

Mede naar aanleiding van de stakeholdersbijeenkomst is het resultaat waarop het kabinet zich richt dat toonderaandelen die nu nog thuis kunnen worden bewaard, beperkt worden gedematerialiseerd. Dit resultaat kan eenvoudig worden bereikt door in de eerste plaats inbewaargeving aan intermediairs en het centraal instituut verplicht te stellen. Zijn de toonderaandelen in bewaring gegeven, dan vallen zij vervolgens vanzelf onder het nu al bestaande systeem van beperkte dematerialisatie. In de tweede plaats dient de levering van aandelen aan toonder in het BW gewijzigd te worden zodat uitsluitend giraal kan worden geleverd. In de derde plaats dient te worden bepaald dat de rechten van houders van toonderaandelen worden opgeschort zolang inbewaargeving en registratie niet hebben plaatsgevonden.

Ik ben voornemens om samen met mijn ambtgenoot van Financiën begin 2017 een voorontwerp langs deze lijnen op internet te plaatsen voor consultatie.

### **9. Modernisering recht inzake personenvennootschappen**

Na de intrekking van de wetsvoorstellen vaststelling en invoering van titel 7.13 (vennootschap) van het Burgerlijk Wetboek (Kamerstuk 28 746, D) is een werkgroep uit eigen initiatief bijeen gekomen om de huidige wettelijke regeling uit 1838 te moderniseren. De werkgroep onder voorzitterschap van prof. mr. M. van Olfen is samengesteld uit juristen en fiscalisten uit praktijk, wetenschap en bedrijfsleven. De werkgroep acht de huidige regeling niet gemakkelijk toegankelijk en sterk verouderd. Het rapport bevat een aanzet voor een nieuwe wettelijke regeling voor de personenvennootschappen (maatschap, vennootschap onder firma en commanditaire vennootschap), waarbij aanbevelingen zijn opgenomen voor het oplossen van knelpunten en lacunes in het huidige recht. Op 26 september 2016 heeft de werkgroep haar rapport «Modernisering personenvennootschappen» aan mij aangeboden. U treft het rapport als bijlage bij deze brief aan<sup>38</sup>.

De werkgroep heeft zich door de volgende uitgangspunten laten leiden:

1. Eén wettelijke regeling in Boek 7 BW;
2. Een spoorboekje met regelend recht als uitgangspunt;
3. Elimineren van niet-effectieve regels en vermindering van (administratieve) lasten;
4. Een gebalanceerde bescherming van crediteuren;
5. Beperken van de rechtsonzekerheid;
6. Aansluiten bij ontwikkelingen in andere landen. Faciliteren van de behoeften van de nationale en internationale praktijk;
7. Handhaven van de mogelijkheid van fiscale transparantie voor de inkomsten- en vennootschapsbelasting. Gevolgen voor de overdrachtsbelasting.

De werkgroep handhaaft het onderscheid tussen de maatschap als vennootschap voor de uitoefening van een beroep en de vennootschap onder firma en de commanditaire vennootschap voor de uitoefening van een bedrijf. In het verlengde daarvan handhaaft de werkgroep het onderscheid tussen de aansprakelijkheid voor gelijke delen in de maatschap en de hoofdelijke aansprakelijkheid in de vennootschap onder

<sup>37</sup> OECD – Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes (2011), «Peer review report Combined Phase 1 + Phase 2: The Netherlands» en FATF (2014), «Mutual Evaluation of the Netherlands, 2nd Follow up report».

<sup>38</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).

firma en de commanditaire vennootschap. De werkgroep introduceert een bijzondere regeling voor de aansprakelijkheid voor beroepsbeoefenaren in de maatschap; zij worden niet aansprakelijk gehouden voor beroepsfouten die door andere vennoten in de maatschap zijn gemaakt. Ook voor maatschappen komt te gelden dat iedere vennoot bevoegd is de vennootschap te vertegenwoordigen.

De werkgroep schrapt het huidige verbod om de naam van de commanditaire vennoot te voeren en het verbod voor de commanditaire vennoot om daden van beheer te verrichten. De commanditaire vennoot mag de CV vertegenwoordigen indien hem daartoe een volmacht is verleend. Verricht de commanditaire vennoot bestuurshandelingen en gaat de commanditaire vennootschap failliet, dan is de commanditaire vennoot hoofdelijk aansprakelijk jegens de boedel.

De werkgroep maakt voorts een onderscheid tussen openbare en stille vennootschappen. De openbare vennootschap verkrijgt rechtspersoonlijkheid na inschrijving in het handelsregister. De rechtspersoonlijkheid impliceert een afgescheiden vermogen. De werkgroep kent stille vennootschappen geen afgescheiden vermogen toe. Na inschrijving gaat het vennootschappelijk vermogen onder algemene titel over op de rechtspersoon. Betreft het vermogen aandelen op naam of registergoederen, dan is voor de levering van die goederen notariële tussenkomst vereist.

De rechtspersoonlijkheid vergemakkelijkt ook het toe- en uittreden van vennoten. Uittreding leiden in beginsel niet tot ontbinding van de vennootschap. Volgens de werkgroep is een toegetreden vennoot slechts verbonden voor prestaties waartoe de vennootschap zich vóór het toetreden van deze vennoot contractueel heeft verbonden, maar die eerst na diens toetreden opeisbaar worden (bv. verschuldigde huur of energiekosten).

De werkgroep voorziet in een regeling voor omzetting van een openbare vennootschap in een BV, NV, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij en omgekeerd, en in een regeling voor fusie en splitsing van openbare vennootschappen. Daarnaast voorziet de werkgroep in regels voor ontbinding en vereffening. De werkgroep introduceert daarbij de mogelijkheid tot voortzetting van de onderneming van de vennootschap door één van de gewezen vennoten.

Voor de fiscaliteit handhaaft de werkgroep de fiscale transparantie van vennootschappen. Met betrekking tot de gevolgen van het toekennen van rechtspersoonlijkheid voor de toepassing van de overdrachtsbelasting stelt de werkgroep wijzigingen voor in lijn met de wijzigingen in de Invoeringswet titel 7.13 (Kamerstuk 31 065, nr. A).

### *Appreciatie*

Eind 2011 zijn de wetsvoorstellen inzake de vaststelling en de invoering van titel 7.13 BW ingetrokken. Mijn ambtsvoorganger heeft dat besluit destijds toegelicht. In beide wetsvoorstellen kwam de primaire doelstelling van het ondernemingsrecht – het faciliteren van ondernemers – onvoldoende tot zijn recht. De wetsvoorstellen genoten bovendien onvoldoende steun van het bedrijfsleven.

Ik deel de mening van de werkgroep dat het recht inzake personenvennootschappen modernisering behoeft. Het feit dat een breed samengestelde werkgroep op eigen initiatief enkele jaren werkt aan een aanzet voor een nieuwe regeling, illustreert de in de praktijk gevoelde urgentie om tot een moderne regeling voor personenvennootschappen te komen.

VNO-NCW en VEVO hebben laten weten de voorstellen van de werkgroep te ondersteunen en te hopen dat de herziening van de wettelijke regeling binnen afzienbare tijd tot aanpassing van de wetgeving zal leiden.

Het rapport van de werkgroep sluit goed aan bij het beleid van het kabinet om het ondernemingsklimaat in Nederland te verbeteren en de (internationale) handelspositie van Nederland te versterken. De door de werkgroep gehanteerde uitgangspunten sluiten bovendien aan bij de uitgangspunten voor de vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht (Kamerstuk 31 058, nr. 3). Dit past ook bij een rechtsvorm die voor uiteenlopende ondernemingen wordt gebruikt, zoals de agrarische sector, vrije beroepsbeoefenaren, de bouw en financiële dienstverlening. Zoals in paragraaf 2 vermeld, zijn er circa 218.000 personenvennootschappen in het handelsregister ingeschreven. Een nieuwe regeling moet voor de bestaande gebruikers geen onnodige rompslomp met zich brengen, maar nieuwe mogelijkheden scheppen om de juridische infrastructuur beter te laten aansluiten op de behoeften van de onderneming, ook in internationaal verband. Het rapport biedt daartoe een goede basis. De fundamentele keuze van de werkgroep om de bestaande soorten personenvennootschappen te handhaven en rechtspersoonlijkheid te verkrijgen na inschrijving in het Handelsregister, onderschrijf ik.

Ik ben voornemens om samen met de Staatssecretaris van Financiën te werken aan een voorontwerp van een wettelijke regeling. Deze wordt via internet ter consultatie voorgelegd.

## **10. Uitbreiding van de mogelijkheden tot herstructurering**

De behoefte van ondernemers aan een specifieke rechtsvorm kan in de loop van de tijd wijzigen. Een ondernemer begint als eenmanszaak, richt een BV op, gaat samenwerken met andere ondernemers in een VOF, treedt uit de VOF en fuseert met de BV van een andere ondernemer. Ook grotere bedrijven hebben regelmatig behoefte aan herstructurering. In het kader van het programma herijking faillissementsrecht wordt in dat verband gewerkt aan de Wet Continuïteit Ondernemingen I (Kamerstuk 34 218, nrs. 1–3). Dit wetsvoorstel is erop gericht onnodige faillissementen te voorkomen door de mogelijkheden voor herstructurering van schulden te versterken. Voor de gevallen waarin een faillietverklaring niet meer is af te wenden, wordt binnen het programma voorzien in maatregelen die een doorstart van rendabele bedrijfsonderdelen uit faillissement moeten vergroten in de Wet Continuïteit Ondernemingen II (<https://www.internetconsultatie.nl/wco2>) en de Wet Continuïteit Ondernemingen III (in ambtelijke voorbereiding).

Het BW biedt ondernemingen de mogelijkheid tot omzetting, fusie en splitsing van rechtspersonen. De regels voor fusie, inclusief grensoverschrijdende juridische fusie, en splitsing zijn afkomstig uit EU-richtlijnen.<sup>39</sup> In 2012 heeft de Europese Commissie in haar Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance (COM 2012, 740) aangekondigd te bezien of wetgeving voor grensoverschrijdende omzetting en splitsing nodig is en of de wetgeving inzake grensoverschrijdende fusie aanpassing behoeft. Niet duidelijk is of, en zo ja, wanneer de Europese Commissie zal overgaan tot het doen van richtlijnvoorstellen ter zake.

<sup>39</sup> Zesde Richtlijn van de Raad van 17 december 1982 betreffende splitsingen van naamloze vennootschappen (82/891/EEG), Richtlijn 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van 26 oktober 2005 betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen, Richtlijn 2011/35/EU van het Europees Parlement en de Raad van 5 april 2011 betreffende fusies van naamloze vennootschappen.



Het Hof van Justitie EU heeft een aantal uitspraken gedaan inzake grensoverschrijdende omzettingen. Het Hof van Justitie van de EG heeft in 2008 (16 december 2008, C-210/06, *Cartesio*) beslist dat grensoverschrijdende omzetting van een rechtspersoon naar het recht van een andere lidstaat – binnen de Europese Unie moet kunnen plaatsvinden, onder de voorwaarde dat de lidstaat van inreis daarvoor openstaat, tenzij een dwingende reden van algemeen belang daaraan in de weg staat. In 2012 (12 juli 2012, C-378/10, *Vale*) heeft het Hof geoordeeld dat lidstaten die binnenlandse omzettingen toestaan, deze mogelijkheid ook moeten bieden aan vennootschappen die onder het recht van een andere lidstaat vallen.

In 2009 is in Nederland de eerste grensoverschrijdende omzetting in de Staatscourant aangekondigd. Sinds 2012 gaat het om circa 30 aankondigingen van grensoverschrijdende omzettingen per jaar.<sup>40</sup>

Op nationaal niveau heeft, zoals aan uw Kamer toegezegd door mijn ambtsvoorganger tijdens het algemeen overleg civielrechtelijke onderwerpen op 3 juli 2013 (Kamerstuk 33 695, nr. 2) in 2014 een internetconsultatie plaatsgevonden over een voorontwerp grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen.<sup>41</sup> Het voorontwerp is gebaseerd op een advies van de Commissie vennootschapsrecht.<sup>42</sup> Tevens is in het voorontwerp van de gelegenheid gebruik gemaakt om de bestaande bepalingen inzake nationale omzetting van rechtspersonen bijeen te brengen in een nieuwe titel 7A van Boek 2 BW. In totaal zijn 19 reacties op de consultatie gepubliceerd, afkomstig uit het bedrijfsleven, de advocatuur, het notariaat en de wetenschap. Uit de reacties blijkt dat een nationale regeling voor grensoverschrijdende omzetting in een behoefte voorziet, zolang er op EU-niveau geen wetgeving is vastgesteld.

Het eerdergenoemde rapport van de werkgroep personenvennootschappen voorziet in een regeling voor omzetting, fusie en splitsing van de maatschap, vennootschap onder firma en commanditaire vennootschap. Dit rapport is aanleiding om de voorgestelde regeling voor nationale omzetting in titel 7A tegen het licht te houden en om te bezien of het wenselijk is daar ook een regeling voor de omzetting van personenvennootschappen in andere rechtspersonen en vice versa te introduceren.

Ik ben voornemens om een of meer expertbijeenkomsten te houden over de ontwikkelingen in de praktijk inzake nationale en grensoverschrijdende omzetting van rechtspersonen. Daarbij kan tevens worden bezien of er aanleiding is om met een nationale regeling voor grensoverschrijdende splitsing te komen. Afhankelijk van de uitkomsten van deze expertbijeenkomsten kan de indiening van een wetsvoorstel omzetting van rechtspersonen worden overwogen.

---

<sup>40</sup> Rensen en Bakker, Grensoverschrijdende omzetting in de praktijk, WPNR 2016(7116).

<sup>41</sup> [https://www.internetconsultatie.nl/grensoverschrijdende\\_omzetting](https://www.internetconsultatie.nl/grensoverschrijdende_omzetting).

<sup>42</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/brieven/2012/02/12/advies-commissie-vennootschapsrecht-over-grensoverschrijdende-omzetting>.

## **11. Slot**

Met deze brief beoog ik de modernisering van het ondernemingsrecht voort te zetten. Daarmee wordt het ondernemersklimaat in Nederland bevorderd, wordt de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen versterkt en wordt toegevoegde waarde gecreëerd voor Nederland voor de langere termijn.

De Minister van Veiligheid en Justitie,  
G.A. van der Steur