

Vergaderjaar 2005–2006

30 419

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

Nr. 3

MEMORIE VAN TOELICHTING

Algemeen

1. De richtlijn

Richtlijn nr. 2004/25/EG¹ van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (hierna: «richtlijn») bevat regels voor de procedure van en het toezicht op een openbaar overnamebod. Degene die overwegende zeggenschap verkrijgt in een beursvennootschap wordt op grond van de richtlijn verplicht tot het uitbrengen van een openbaar bod op de resterende uitstaande 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.

De richtlijn bevat ook voorschriften van vennootschapsrechtelijke aard. Zo worden beursvennootschappen verplicht om hun kapitaalstructuur en de inrichting van de vennootschappelijke verhoudingen en daarmee samenhangende verantwoordingsmechanismen («de corporate governance») jaarlijks openbaar te maken. Er wordt voorts rekening gehouden met de mogelijkheid dat na een openbaar bod een relatief klein percentage effecten in handen van minderheidsaandeelhouders achterblijft. De richtlijn bepaalt dat degene die een openbaar bod heeft uitgebracht bevoegd moet zijn tot uitkoop van dat resterende belang. Omgekeerd moeten minderheidsaandeelhouders de bieder kunnen verplichten om hun aandelen over te nemen.

Vanwege verschillen in de Europese Unie op het gebied van het vennootschapsrecht bepaalt de richtlijn dat de lidstaten zelf moeten beoordelen of zij bepaalde onderdelen van de richtlijn voorschrijven voor vennootschappen met statutaire zetel op hun grondgebied. Het gaat enerzijds om voorschriften die de mogelijkheid van het bestuur en de raad van commissarissen beperken om de doelvennootschap te beschermen tegen een openbaar bod. Anderzijds betreft het – in het geval van een openbaar bod – de doorbraak van bepaalde belemmeringen voor de overdracht van effecten en de uitoefening van stemrecht, de doorbraak van meervoudig stemrecht, alsmede de doorbraak van bijzondere rechten van aandeelhouders ten aanzien van de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen. In ieder geval moeten de lidstaten de op hun grondge-

¹ PbEU L 142, implementatiedatum 20 mei 2006.

bied gevestigde vennootschappen de keuze laten om de bedoelde richtlijnbevestigingen desgewenst uit eigen beweging toe te passen.

De richtlijn dient uiterlijk op 20 mei 2006 te zijn uitgevoerd in het nationale recht (artikel 21). Vijf jaar na het verstrijken van de implementatietermijn zal de Europese Commissie de ervaringen met de toepassing van de richtlijn onderzoeken en stelt zij, indien nodig, een herziening voor (artikel 20). Het onderhavig wetsvoorstel, dat mede namens de Ministers van Financiën, van Economische Zaken en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid wordt ingediend, voorziet in implementatie van de richtlijn door aanpassingen van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW) en de daarop gebaseerde lagere regelgeving. Sinds de inwerkingtreding van de Wet openbare biedingen op effecten en het Besluit houdende opneming in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten op 5 september 2001¹ zijn de voorschriften over het proces omtrent openbare biedingen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) en het Bte 1995 opgenomen. Bij de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel inzake de openbare biedingen is destijds aangegeven dat na de «één-op-één» overheveling van de biedingsregels uit de SER-Fusiecode naar de Wte 1995, bezien zou worden of de biedingsregels een inhoudelijke wijziging behoeven. Van belang bij deze zogenoemde «tweede fase van de wettelijke regeling van openbare biedingen» zijn de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt en de ervaring die de AFM heeft opgedaan met het toezicht op openbare biedingen. Doordat actualisering en modernisering van de biedingsregels onlosmakelijk verbonden is met de implementatie van de richtlijn, brengt het onderhavige wetsvoorstel ook wijzigingen in de Wte 1995 (en in de daarop gebaseerde lagere regelgeving) met zich die voortvloeien uit de «tweede fase». De voorgestelde in de Wte 1995 op te nemen bepalingen omtrent openbare biedingen zullen binnen afzienbare tijd worden ingebed in hoofdstuk 5.5 van het Deel Gedragstoezicht financiële markten van de voorgestelde Wet op het financieel toezicht (Wft).² De inbedding in de Wft kan worden gezien als het definitieve wettelijk kader voor openbare biedingen bod op effecten.

In dit wetsvoorstel wordt voorts – samengevat – geregeld dat degene die een openbaar bod heeft uitgebracht op de aandelen van een beursvennootschap en ten gevolge daarvan ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt in staat moet zijn bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap te benoemen en te ontslaan nadat zes maanden zijn verstreken nadat het openbaar bod is uitgebracht, tenzij een dergelijke gang van zaken in strijd zou zijn met de toepassing van de structuurregeling (artikel 2:158, 161, 161a en 162 BW). Voorts krijgen houders van certificaten van aandelen de mogelijkheid om onder alle omstandigheden en onbepaald stemvolmachten te vragen aan het administratiekantoor. Het huidige onderscheid tussen «gewone» omstandigheden – het administratiekantoor is verplicht om certificaathouders stemvolmachten te verlenen wanneer zij daarom vragen – en omstandigheden van een (dreigende) vijandige overname of een andere bedreiging van de zelfstandigheid of continuïteit van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming – het administratiekantoor mag stemvolmachten beperken, uitsluiten of herroepen – in artikel 2:118a BW wordt geschrapt. In paragraaf 5 wordt nader aandacht besteed aan de in dit wetsvoorstel opgenomen voorstellen die samenhangen met de thans bestaande mogelijkheden voor vennootschappen om zich te beschermen tegen overnames en de rol van de wetgever op dit terrein.

¹ Wet van 22 maart 2001 tot opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten (Stb. 181) en het Besluit van 3 juli 2001, houdende opneming in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten (Stb 316).

² Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 2.

2. Regels in de richtlijn met betrekking tot het openbaar overnamebod

In deze paragraaf wordt ingegaan op de bepalingen van de richtlijn die de procedure van het openbaar bod betreffen, alsmede het toezicht dat daarop plaatsvindt. Het betreft de artikelen 1–8, 13–14, 17–19 van de richtlijn.

De richtlijn is van toepassing op vennootschappen waarvan alle of een deel van de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in een van de lidstaten van de Europese Unie (artikel 1 lid 1 richtlijn). De richtlijn houdt een uitzondering in voor vennootschappen die tot doel hebben uit het publiek aangetrokken kapitaal collectief te beleggen volgens het beginsel van risicospreiding en waarvan deelnemingsrechten op verzoek van de houders direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald (artikel 1 lid 2 richtlijn). De richtlijn is voorts niet van toepassing op openbare biedingen op effecten die zijn uitgegeven door een centrale bank van een lidstaat (artikel 1 lid 3 richtlijn). De uitzondering betreffende beleggingsmaatschappijen wordt neergelegd in artikel 2:359a BW en artikel 6b, eerste lid, onderdeel a, Wte 1995. De uitzondering betreffende centrale banken kan voor het vervolg buiten beschouwing blijven aangezien de aandelen van De Nederlandsche Bank N.V. niet aan de beurs zijn genoteerd en derhalve een openbaar bod is uitgesloten. Ten slotte blijven de Nederlandse biedingsregels, hoewel de uit de richtlijn voortvloeiende bepalingen alleen van toepassing zijn op effecten waaraan stemrecht verbonden is, ook van toepassing op andere soorten effecten, zoals bijvoorbeeld obligaties die tot de handel van een gereglementeerde markt zijn toegelaten. In het Bob worden de voorschriften voor vrijwillige biedingen op dergelijke effecten verder uitgewerkt.

De richtlijn betreft waardepapieren waaraan stemrecht in een vennootschap is verbonden (artikel 2 lid 1 onderdeel e richtlijn). De richtlijn raakt op grond van het voorgaande in de Nederlandse verhoudingen «aandelen» (artikel 2:79 jo. 117 BW), uitgegeven door een naamloze vennootschap, en certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Het onderhavige wetsvoorstel wijzigt namelijk ook artikel 2:118a in de zin dat certificaathouders onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten kunnen vragen van het administratiekantoor.

De lidstaten moeten ervoor zorgdragen dat een openbaar bod op alle uitstaande effecten wordt uitgebracht door een natuurlijke persoon of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in overeenstemming met hem handelende personen, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap verkrijgt (artikel 5 lid 1 richtlijn). Een bod hoeft niet te worden uitgebracht indien het verwerven van deze zeggenschap het gevolg is van een eerder uitgebracht vrijwillig openbaar bod (artikel 5 lid 2 richtlijn). Ook geldt de verplichting om een openbaar bod uit te brengen niet voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan op het tijdstip van de inwerkingtreding van de nationale wetgeving tot uitvoering van de richtlijn (overweging 10). Het percentage dat bepaalt wanneer overwegende zeggenschap in een vennootschap wordt verkregen, wordt vastgesteld door de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft (artikel 5 lid 3 richtlijn).

De bieder moet een billijke prijs voor de effecten aanbieden. In beginsel is deze prijs gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder (dan wel door in onderling overleg met hem handelende personen) is betaald voor dezelfde effecten in de periode voorafgaand aan het bod. De desbetreffende periode moet door de lidstaten worden bepaald op niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden (artikel 5 lid 4 richtlijn). Dit artikel zal worden uitgevoerd bij algemene maatregel van bestuur op basis van artikel 6g, tweede lid, van de Wte 1995. Op grond van het laatstgenoemde

artikel kunnen nadere regels worden gesteld inzake het (verplicht) openbaar bod.

Het besluit om een bod uit te brengen moet onverwijld openbaar worden gemaakt (artikel 6 lid 1 richtlijn en artikel 8 richtlijn). De bieder dient een biedingsbericht op te stellen dat alle informatie bevat die nodig is om de aandeelhouders van de doelvennootschap in staat te stellen met kennis van zaken over het bod te beslissen (artikel 6 lid 2 richtlijn). De toezichthoudende autoriteit moet in kennis worden gesteld van het bod en het biedingsbericht goedkeuren (artikel 6 lid 1 en 2 en lid 5 richtlijn). Het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap en van de bieder moeten de vertegenwoordigers van hun werknemers of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, de werknemers zelf in kennis stellen zodra het bod openbaar is gemaakt (artikel 6 lid 1 richtlijn). De artikelen 6 en 8 van de richtlijn worden grotendeels uitgevoerd via bij en krachtens de artikelen 6f en 6g van de Wte 1995. De procedure betreffende de goedkeuring van het biedingsbericht wordt geregeld in de voorgestelde artikelen 6h en 6i van de Wte 1995.

In verband met de informatie en raadpleging van de vertegenwoordigers van de werknemers is artikel 14 van de richtlijn van belang. Dat geeft aan dat geen afbreuk wordt gedaan aan reeds bestaande nationale bepalingen ten aanzien van informatie en raadpleging en eventuele inspraak van werknemers van de biedende vennootschap en de doelvennootschap, in het bijzonder de bepalingen die zijn vastgesteld op grond van de richtlijnen 94/45/EG (van 22 september 1994 inzake de instelling van een Europese ondernemingsraad of van een procedure in ondernemingen of concerns met een communautaire dimensie ter informatie en raadpleging van de werknemers), 98/59/EG (van 20 juli 1998 betreffende de aanpassing van de wetgeving van de lidstaten inzake collectief ontslag), 2001/86/EG (van 8 oktober 2001 tot aanvulling van het statuut van de Europese vennootschap met betrekking tot de rol van de werknemers) en 2002/14/EG (van 11 maart 2002 tot vaststelling van een algemeen kader betreffende de informatie en raadpleging van de werknemers in de Europese Gemeenschap).

De lidstaten bepalen de termijn waarbinnen de houders van effecten kunnen aangeven of zij al dan niet ingaan op het openbaar bod. Op grond van artikel 7 richtlijn mag deze termijn in beginsel niet korter zijn dan twee weken en niet langer dan tien weken, gerekend vanaf de datum waarop het biedingsbericht openbaar wordt gemaakt. In het huidige artikel 9o van het Bte 1995 is bepaald dat de aanmeldingstermijn niet korter dan twintig dagen mag zijn indien het bod met instemming van de doelvennootschap wordt uitgebracht en niet korter dan dertig dagen indien het zonder zodanige instemming wordt uitgebracht. Artikel 9o van het Bte 1995 kent geen maximumtermijn. Een maximumtermijn wordt bij een op grond van het voorgestelde artikel 6g, tweede lid, onderdeel a, van de Wte 1995 op te stellen algemene maatregel van bestuur ingevoerd.

Met betrekking tot een openbaar bod moeten de lidstaten tevens voorschriften vaststellen die ten minste de volgende aspecten van het verloop van een bod regelen: het vervallen van een bod, de herziening van een bod, concurrerende biedingen, openbaarmaking van het resultaat van een bod en de onherroepelijkheid van een bod en de toegestane voorwaarden (artikel 13 richtlijn). Deze bepalingen worden evens bij algemene maatregel van bestuur op de grondslag van het voorgestelde artikel 6g, tweede lid, van de Wte 1995 geregeld.

Voor het toezicht op de verschillende aspecten van een openbaar bod moeten de lidstaten een toezichthoudende autoriteit of autoriteiten aanwijzen (artikel 4 richtlijn). Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen de procedure van het openbaar bod en vraagstukken van vennootschapsrecht. In Nederland is de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) aangewezen als de instantie die toezicht houdt op de procedure van een openbaar bod. Over vraagstukken van vennootschapsrechtelijke aard,

zoals het oordeel over het bestaan van overwegende zeggenschap, oordeelt de burgerlijke rechter.

De lidstaten moeten doeltreffende, evenredige en afschrikwekkende sancties bepalen in verband met de overtreding van de ter uitvoering van de richtlijn vastgestelde nationale bepalingen. Ook moeten maatregelen worden getroffen om de oplegging van die sancties te verzekeren. De lidstaten moeten de Europese Commissie van de desbetreffende bepalingen in kennis stellen (artikel 17 richtlijn). Sancties zijn aangewezen indien de voorschriften in verband met de procedure van het openbaar bod niet correct worden nageleefd. Dit wordt uitgevoerd met het bepaalde in artikel 28 (aanwijzingsbevoegdheid), artikel 48b (het kunnen opleggen van een last onder dwangsom), 48c (het kunnen opleggen van een bestuurlijke boete) en 6d van de Wte 1995 (het kunnen treffen van civielrechtelijke maatregelen in het geval de biedplicht wordt overtreden). De artikelen 18 en 19 van de richtlijn behoeven geen uitvoering in het nationale recht. Artikel 18 houdt in dat de Europese Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf wanneer zij uitvoeringsbepalingen vaststelt terzake van de inhoud van het biedingsbericht (artikel 6 lid 4 richtlijn). Artikel 19 bepaalt dat een contactcomité wordt ingesteld, met name ter vergemakkelijking van de (geharmoniseerde) toepassing van de richtlijn in de praktijk.

3. Gevolgen van implementatie van de richtlijn voor het biedingsproces

3.1. De introductie van het verplichte bod

Een belangrijk gevolg van de implementatie van de richtlijn is de introductie in de Nederlandse wet- en regelgeving van het *verplichte* openbare bod. Op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn dienen lidstaten er zorg voor te dragen dat een openbaar bod op alle uitstaande effecten wordt uitgebracht door een natuurlijke persoon of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap verkrijgt. Het kabinet heeft ervoor gekozen de bieddrempel op 30 procent van het stemrecht te leggen. Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 1, onderdeel r, Wte 1995. De ervaring in landen die reeds het verplichte bod kennen, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Spanje en Italië, leert dat verplichte biedingen zelden voorkomen. Een partij houdt doorgaans zijn belang (net) onder de biedgegrens of brengt een vrijwillig openbaar bod uit.

Vanaf het moment dat vaststaat dat een verplicht bod moet worden uitgebracht, dienen bepaalde procedureregels te worden gevolgd, die ook (nu reeds) gelden voor de zogenoemde *vrijwillige biedingen*. Zo dient het biedingsbericht, als voorwaarde voor internationale erkenning, door de toezichthoudende autoriteit te worden goedgekeurd (artikel 6 lid 1 en 2 en lid 5 richtlijn). Specifiek voor het verplichte bod geldt dat de bieder een billijke prijs voor de effecten dient aan te bieden. In beginsel is deze prijs gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder (dan wel door in onderling overleg met hem handelende personen) is betaald voor dezelfde effecten in de periode voorafgaand aan het bod. Dit zal worden geregeld in het Bob.

Handhaving van de biedplicht vindt plaats door de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam (hierna: ondernemingskamer) doordat deze op verzoek van de doelvennootschap of een (groep van) minderheidsaandeelhouder(s) een aantal maatregelen kan treffen. Voorbeelden daarvan zijn het gebod om een (verplicht) bod uit te brengen. Daarmee is voorzien in het in artikel 17 van de richtlijn opgenomen voorschrift dat de

lidstaten de sancties bepalen voor overtredingen van de overnameregels en dat zij alle maatregelen treffen die nodig zijn om de oplegging van die sancties te verzekeren. Aan de keuze voor de ondernemingskamer als handhavende instantie ligt een aantal redenen ten grondslag.

De ondernemingskamer beschikt over de benodigde specifieke expertise met betrekking tot openbare biedingen en besluit ook in andere procedures die op deze transacties betrekking hebben, zoals de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en het uitkoop- en uittreedrecht.

Ten tweede wordt van belang geacht dat degenen die het meest in hun belang worden getroffen – de minderheidsaandeelhouders en de doelvennootschap – zelf in rechte kunnen optreden, zonder afhankelijk te zijn van de toezichthoudende autoriteit. Een eigen toegang bij de rechter onderstreept hun eigen verantwoordelijkheid. Omdat deze direct belanghebbenden daarnaast het meeste zicht hebben op het feit of partijen onderling samenwerken – waardoor een biedplicht zou ontstaan – verkeert zij voorts in de beste positie om de biedplicht bij de ondernemingskamer af te dwingen. Zo zullen minderheidsaandeelhouders en doelvennootschap – bijvoorbeeld in de aandeelhoudersvergadering – snel zicht hebben of sprake is van het (feitelijk) in onderling overleg handelen van andere (groot)aandeelhouders of personen.

Een bijkomend voordeel van handhaving van de biedplicht door de ondernemingskamer, ten opzichte van bijvoorbeeld bestuurlijke handhaving door de AFM, is de mogelijkheid dat civielrechtelijke maatregelen, zoals bijvoorbeeld een schorsing van het stemrecht, kunnen worden opgelegd. Civielrechtelijke maatregelen kunnen in het geval van een overtreding van de biedplicht, in vergelijking met bestuursrechtelijke maatregelen, effectiever zijn. Civielrechtelijke maatregelen zijn vooral effectief voor een calculerende partij, die van oordeel is dat het voordeel van niet-naleving van de biedplicht veel groter is dan het nadeel van de op te leggen straf. Het onterechte profijt van de overtreder kan door een civielrechtelijke maatregel, zoals bijvoorbeeld de schorsing van het stemrecht gedurende de periode dat ten onrechte geen verplicht bod wordt uitgebracht, worden geneutraliseerd.

De meeste respondenten op de consultatie van een voorontwerp van onderhavig wetsvoorstel steunen de keuze voor de ondernemingskamer. Wel vroeg de Raad van State aandacht te schenken aan een mogelijke rol voor de AFM bij de handhaving van de biedplicht, bijvoorbeeld door ook de AFM de bevoegdheid te geven om een verzoekschrift bij de ondernemingskamer in te dienen. Het kabinet heeft er bewust voor gekozen deze mogelijkheid achterwege te laten omdat, zoals hierboven is opgemerkt, het toezicht op de naleving van het biedplicht het beste kan worden afgedwongen door de betrokken doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan. Deze partijen verkeren in de positie dat zij het dichtst bij de bij de vennootschap betrokken personen staan. Omdat de doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan voorts het meeste belang hebben bij naleving van de biedplicht, kan verwacht worden dat zij van hun bevoegdheden gebruik zullen maken. Het toekennen van een rol voor de AFM zal in dit kader naar verwachting geen toegevoegde waarde opleveren, maar veeleer het risico vergroten dat betrokken bij de doelvennootschap nalaten hun eigen verantwoordelijkheid te nemen (het risico op het zogenoemde «free-rider» gedrag).

3.2. Aankondigen en uitbrengen van een openbaar bod

Het biedingsproces zal in de regel aanvangen door een uitnodiging van de (potentiële) bieder aan de doelvennootschap om te overleggen over een (mogelijk) openbaar bod. De slagingskans van een openbaar bod neemt toe, wanneer de bieder de steun heeft van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap. Indien de bieder en de doel-

vennootschap voorwaardelijke overeenstemming hebben bereikt over een uit te brengen openbaar bod, dient het bod door middel van een openbare mededeling te worden aangekondigd. Dit zal in het Bob worden geregeld. Van voorwaardelijke overeenstemming is bijvoorbeeld sprake indien bieder en doelvennootschap overeenstemming hebben bereikt, terwijl op dat moment nog advies van de ondernemingsraad of ondernemingsraden (en bij gebreke aan een ondernemingsraad, de werknemers) en werknemersorganisaties moet worden gevraagd. Omdat sprake is van voorwaardelijke overeenstemming kan het advies van de ondernemingsraad of -raden en werknemersverenigingen op grond van respectievelijk de Wet op de Ondernemingsraden (artikel 25, tweede lid) en het SER-besluit Fusiegedragsregels 2000 (artikel 4, zesde lid) nog van wezenlijke invloed zijn op het bod en de modaliteiten daarvan.

De in de richtlijn gebruikte terminologie «openbaar maken» van een bod, «uitbrengen van een bod» en «aankondigen van een bod» wordt in de richtlijn niet consequent toegepast. Bij implementatie van de richtlijn in de Nederlandse regelgeving is voor een meer consequent begrippenkader gekozen. Voor het eerste moment van het – door middel van een openbare mededeling – openbaarmaken van een bod, wordt daarom steeds het begrip «aankondigen van een bod» gebruikt. Zoals hierboven is beschreven is dat moment bij vrijwillige biedingen het moment waarop voorwaardelijke overeenstemming bestaat tussen de bieder en een doelvennootschap. Met deze regeling loopt Nederland internationaal in de pas: ook in het buitenland, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje, heeft pas een openbare mededeling te worden gedaan bij het bereiken van overeenstemming over het bod. Tevens wordt hierdoor benadrukt dat voorafgaand overleg tussen bieder en doelvennootschap de kern is van het biedingsproces in Nederland. Daarnaast zullen in het het Bob regels worden opgenomen die zien op de situatie indien geen voorwaardelijke overeenstemming bestaat – of geen overleg vooraf met de doelvennootschap heeft plaatsgevonden – en een bieder voornemens is een bod aan te kondigen. De aankondiging van een verplicht bod op een doelvennootschap met zetel in Nederland is ten slotte geregeld in het voorgestelde artikel 6a, eerste lid, van de Wte 1995. Met de zinsnede «het uitbrengen van een bod» wordt in de Nederlandse regelgeving steeds bedoeld op het uitbrengen van een (goedgekeurd) biedingsbericht waarmee aan de houders van de effecten, waarop een bod wordt gedaan, het aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 BW (of de uitnodiging daartoe) wordt gedaan. In het voorgestelde artikel 6j van de Wte 1995 is geregeld dat de termijn voor het uitbrengen van een bod is gekoppeld aan het moment van goedkeuring van het biedingsbericht.

Van belang is ten slotte de verhouding tussen openbare mededelingen die gedaan dienen te worden in het kader van het biedingsproces en de voorschriften omtrent het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie, zoals deze voortvloeien uit artikel 47 van de Wte 1995. Deze laatstgenoemde, algemene bepaling geldt ook in het biedingsproces onverkort, in beginsel inclusief de mogelijkheden die in het derde lid en vierde lid van artikel 47 van de Wte 1995 worden geboden om de onverwijld de publicatie van koersgevoelige informatie uit te stellen. Bij algemene maatregel van bestuur zal evenwel worden bepaald dat in bepaalde situaties onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie niet kan worden uitgesteld. Gedacht kan daarbij worden aan de verplichting om een openbaar bod aan te kondigen. Voorts is in het voorgestelde tweede lid van artikel 6f van de Wte 1995 bepaald dat artikel 47 van overeenkomstige toepassing zal zijn op bieders die niet rechtstreeks onder het toepassingsbereik van dat artikel vallen, bijvoorbeeld omdat de bieder een vennootschap is waarvan geen effecten zijn toegelaten tot de handel op

een gereguleerde markt in Nederland, voorzover het informatie betreft die verband houdt met het openbaar bod.

3.3. De toezichthouder

Voor het toezicht op de verschillende aspecten van een openbaar bod moeten de lidstaten een toezichthoudende autoriteit of autoriteiten aanwijzen (artikel 4 richtlijn). Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen de procedure van het openbaar bod en vraagstukken van vennootschapsrecht. In Nederland wordt ingevolge het Overdrachtsbesluit Wet toezicht effectenverkeer 1995 de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) aangewezen als de instantie die toezicht houdt op de procedure van een openbaar bod. Tegen de besluiten van de AFM op het terrein van openbare biedingen is direct beroep mogelijk bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb). Er hoeft niet eerst een bezwaarschrift bij de AFM te worden ingediend.

Goedkeuring van het biedingsbericht is van belang in verband met het uit de richtlijn voortvloeiende systeem van het Europese paspoort voor biedingsberichten. Dit betekent dat wanneer de effecten van een Nederlandse doelvennootschap toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt in meerdere lidstaten, de bidder – in beginsel – kan volstaan met één, door de AFM, goedgekeurd biedingsbericht. De toezichthouders van de lidstaten waar de effecten ook tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, dienen dit biedingsbericht dan te erkennen.

4. Vennootschapsrechtelijke aspecten in de richtlijn ten aanzien van een openbaar overnamebod

In deze paragraaf worden de artikelen 9–12, 15–16 van de richtlijn behandeld.

Artikel 10 van de richtlijn heeft tot gevolg dat alle vennootschappen die onder de reikwijdte van de richtlijn vallen verplicht zijn om in hun jaarverslag informatie te verschaffen over hun vennootschappelijke structuur. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om de kapitaalstructuur van de vennootschap (met vermelding van de verschillende soorten aandelen), eventuele beperkingen van de overdracht van aandelen, de aanwezigheid van houders van effecten met bijzondere zeggenschapsrechten en een beschrijving van die rechten, de regels voor de benoeming en de vervanging van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan en de regels voor de wijziging van de statuten van de vennootschap (artikel 10 lid 1, onderdeel a tot en met k richtlijn). De bedoelde informatie moet worden bekendgemaakt via het jaarverslag van de vennootschap (artikel 10 lid 2 richtlijn). Een potentiële bidder kan zich op deze wijze oriënteren op de vennootschappelijke structuur van en zeggenschapsverhoudingen in de vennootschap.

Artikel 10 lid 3 van de richtlijn bepaalt dat het leidinggevend of het bestuursorgaan van de vennootschap voorts een toelichtend verslag in verband met de verstrekte informatie moet voorleggen aan de jaarlijkse algemene vergadering. Dit verslag moet de vergadering in staat stellen om op basis van voldoende informatie en gedachten te wisselen met het bestuur over de (potentiële) zeggenschapsverhoudingen in de vennootschap. De richtlijn laat de lidstaten vrij in de wijze waarop dit verslag van het bestuur aan de aandeelhouders wordt gepresenteerd. Voorgesteld wordt te bepalen dat deze toelichting van het bestuur onderdeel wordt van het jaarverslag. Door opname van het verslag van het bestuur in het jaarverslag is tevens verzekerd dat de toelichting jaarlijks aan de algemene vergadering toekomt en aldaar kan worden behandeld (artikel 2:101–102 BW). De uitvoering van artikel 10 van de richtlijn geschiedt door wijziging van artikel 2:392 BW alsmede bij algemene maatregel van

bestuur op basis van artikel 2:391 lid 4 BW. Op grond van artikel 2:391 BW kunnen nadere regels worden bepaald voor de inhoud van het jaarverslag.

Artikel 12 van de richtlijn geeft uitwerking aan overweging 21. De lidstaten kunnen zelf bepalen of zij de vennootschappen met statutaire zetel op hun grondgebied verplichten tot toepassing van het bepaalde in de artikelen 9 lid 2 en lid 3 en/of artikel 11, waarop hierna verder wordt ingegaan.

Wanneer een lidstaat niet verplicht tot de toepassing van één of beide artikelen, moet het in ieder geval voor de vennootschappen die hun statutaire zetel in die lidstaat hebben mogelijk zijn om de desbetreffende artikelen uit eigen beweging toe te passen. Nederland kiest ervoor om van de facultatieve regeling in artikel 12 gebruik te maken. Dit is uitgewerkt in artikel 359b BW.

Op grond van het voorgaande moet een beursvennootschap zelf beslissen of artikel 9 van de richtlijn wordt toegepast. Artikel 9 (lid 2 jo. lid 6) van de richtlijn heeft als uitgangspunt dat het bestuur en de raad van commissarissen – in het geval van een openbaar bod op de effecten van de vennootschap – geen handelingen mogen verrichten die het slagen van het bod kan frustreren. De richtlijn noemt als voorbeeld de uitgifte van aandelen die voor de bieder een blijvende belemmering kan vormen om zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen. Dergelijke handelingen zijn slechts toegestaan wanneer daarvoor goedkeuring wordt verleend door de algemene vergadering. Wel is het toegestaan dat het bestuur en de raad van commissarissen onderzoeken of een alternatief openbaar bod kan worden uitgebracht.

De machtiging is vereist vanaf het tijdstip waarop het bestuur of de raad van commissarissen van de doelvennootschap inlichtingen over het bod ontvangen in de zin van artikel 6 lid 1 van de richtlijn, dat wil zeggen de eerste openbare mededeling omtrent een openbaar bod of een daaraan voorafgaande kennisgeving.

Het tijdstip waarop in Nederland openbaarmaking van een niet-vijandig bod plaatsvindt ligt thans eerder dan het moment waarop tussen de bieder en de doelvennootschap definitief overeenstemming is bereikt. De verplichting om een openbare mededeling te doen ontstaat op het moment dat de verwachting gerechtvaardigd is dat tussen de bieder en de doelvennootschap overeenstemming kan worden bereikt over het bod. Zoals in paragraaf 3.2 is aangegeven, zal dit moment worden verschoven naar het moment dat voorwaardelijke overeenstemming is bereikt over het bod.

Artikel 9 lid 3 van de richtlijn bepaalt dat ook besluiten die voorafgaand aan de openbaarmaking van de voorbereiding van het openbaar bod zijn genomen en die nog niet geheel zijn uitgevoerd, de goedkeuring of bekrachtiging door de algemene vergadering behoeven, tenzij het besluit past in de normale uitoefening van de onderneming en de uitvoering het bod niet zou kunnen dwarsbomen.

De lidstaten kunnen voorschriften vaststellen die het mogelijk maken om op korte termijn een algemene vergadering bijeen te roepen die kan beslissen over de voorafgaande machtiging, bekrachtiging of goedkeuring in de zin van artikel 9 lid 2 en 3 (artikel 9 lid 4 van de richtlijn). De vergadering mag niet eerder dan twee weken na de kennisgeving ervan plaatsvinden. Naar Nederlands recht hebben het bestuur en de raad van commissarissen reeds de bevoegdheid om een algemene vergadering op een termijn van twee weken bijeen te roepen op grond van de artikelen 2:109 en 115 BW. Voorts is het in Nederland mogelijk wettige besluiten te nemen in een algemene vergadering die binnen de termijn van 15 dagen plaatsvindt, onder de voorwaarde dat de besluiten worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd. De Raad van State wees er op dat deze laatste mogelijkheid niet aansluit bij de tekst van de richtlijn. Daarmee is rekening gehouden in artikel 2:359b lid 1, onderdeel a, b en lid 2 BW.

Op grond van artikel 9 lid 5 van de richtlijn moet de doelvennootschap een document opstellen en openbaar maken waarin het een met redenen omkleed standpunt geeft over het bod en de gevolgen van de uitvoering daarvan voor alle belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid. Dit wordt uitgevoerd krachtens de algemene maatregel van bestuur op grond van het voorgestelde artikel 6g, tweede lid van de Wte 1995.

Terwijl artikel 9 van de richtlijn het voor het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap onmogelijk maakt om – vanaf het tijdstip waarop de voorbereiding van een openbaar bod is openbaar gemaakt – (nieuwe) barrières op te werpen tegen het bod, betreft artikel 11 van de richtlijn de doorbraak van bepaalde bestaande statutaire en contractuele regelingen die het slagen van een openbaar bod kunnen belemmeren. Wanneer een beursvennootschap kiest voor de toepassing van artikel 11 van de richtlijn geldt het volgende. Artikel 11 lid 2 van de richtlijn houdt in dat beperkingen van de overdracht van effecten, neergelegd in de statuten van de doelvennootschap, niet gelden jegens de bieder tijdens de periode voor de aanvaarding van het bod. Hetzelfde geldt voor beperkingen van de overdracht die zijn neergelegd in een overeenkomst tussen de vennootschap en haar aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling. Voor beperkingen via zo'n overeenkomst bepaalt artikel 11 lid 2, alinea 2, voorts dat deze regeling slechts geldt ten aanzien van overeenkomsten die na de inwerkingtreding van de richtlijn, 20 mei 2006, zijn gesloten. De omstandigheid dat beperkingen in de overdracht van effecten niet gelden jegens de bieder heeft tot gevolg dat het de houders van effecten van de doelvennootschap vrijstaat hun effecten over te dragen aan de bieder, ook wanneer de statuten of een overeenkomst het tegendeel inhouden. Zij zijn – in dit specifieke geval – gerechtigd tot overdracht.

Artikel 11 lid 3 houdt een vergelijkbare regeling in ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht in de algemene vergadering die overeenkomstig artikel 9 van de richtlijn besluit over eventueel te nemen nieuwe beschermingsmaatregelen. In de statuten of in een overeenkomst vastgelegde beperkingen van de uitoefening van het stemrecht zijn buiten werking gesteld tijdens de desbetreffende algemene vergadering. Voorts is bepaald dat aan effecten met een meervoudig stemrecht in beginsel slechts één stem is verbonden tijdens diezelfde algemene vergadering. Een en ander heeft tot gevolg dat de zittende aandeelhouders vrij zijn in de uitoefening van hun stemrecht wanneer wordt beslist over het treffen van nieuwe beschermingsmaatregelen in het geval van een openbaar bod. Een beperking van het stemrecht tot bijvoorbeeld maximaal 10% van het geplaatste kapitaal geldt niet. Er wordt tevens voorkomen dat een meervoudig stemrecht van een bepaalde aandeelhouder de besluitvorming van die algemene vergadering kan bepalen. In beginsel kan voor alle aandelen slechts één stem worden uitgebracht.

Op grond van de richtlijn is telkens sprake van effecten met een meervoudig stemrecht wanneer aandelen behoren tot een onderscheiden, afzonderlijke soort, waaraan meer dan één stem is verbonden (artikel 2 lid 1 onderdeel g richtlijn). Op grond van deze definitie is van een meervoudig stemrecht bijvoorbeeld sprake wanneer aandelen A en B zijn uitgegeven en de aandelen B recht geven op tweemaal zoveel stemmen als de aandelen A, waarvoor slechts één stem kan worden uitgebracht. Er is geen sprake van een meervoudig stemrecht wanneer aan aandelen van *dezelfde* soort een verschillend stemrecht is verbonden. Een voorbeeld hiervan is het geval dat aan de aandelen A één stem is verbonden vanaf het tijdstip van verwerving, maar dit stemrecht op grond van de statuten wordt verdubbeld vanaf het moment dat een aandeelhouder zijn aandelen A twee jaar lang houdt. De verdubbeling van het stemrecht is een beloning voor de lange termijn belegger. Met de definitie van meervoudig stemrecht zoals in de richtlijn bepaald, is beoogd de bestaande Franse

regeling van dubbel stemrecht (Art. L225–122, L225–123 en L225–124 Code de commerce) ongemoeid te laten. Overwogen is een vergelijkbare regeling in Nederland te introduceren. De commissie vennootschapsrecht heeft echter geadviseerd daarvan voorlopig af te zien.¹ Naar het oordeel van de commissie is nader onderzoek naar de ervaringen in Frankrijk, alsmede naar de behoefte aan een dergelijke regeling in Nederland, gewenst. Vooralsnog is afgezien van een nieuwe regeling betreffend meervoudig stemrecht.

Artikel 11 lid 4 betreft het geval dat eenieder ten gevolge van het openbaar bod in het bezit komt van ten minste 75% van het stemgerechtigde kapitaal. Tijdens de eerste algemene vergadering die plaatsvindt na de sluiting van het bod en die bijeen wordt geroepen door de bidder, gelden de in de statuten van de doelvennootschap bepaalde buitengewone rechten van aandeelhouders ten aanzien van een besluit tot de benoeming of het ontslag van leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan niet en is aan de effecten met een meervoudig stemrecht in beginsel slechts één stem verbonden ten aanzien van dat besluit. Het artikellid bepaalt voorts dat de al eerder genoemde beperkingen van de overdracht van effecten aan de bidder en de beperking van de uitoefening van het stemrecht in verband met de besluitvorming over nieuwe beschermingsmaatregelen, niet gelden.

In elk geval waarin artikel 11 lid 2, 3 of 4 wordt toegepast en daardoor bijzondere rechten niet kunnen worden uitgeoefend, moet aan de houders van de desbetreffende rechten een billijke vergoeding worden voldaan. De lidstaten moeten de voorwaarden voor de vaststelling van de vergoeding en de details betreffende de betaling vaststellen (artikel 11 lid 5 richtlijn). In sommige lidstaten komen regelingen voor op grond waarvan de uitoefening van het stemrecht van aandeelhouders kan worden beperkt, indien de beperking wordt gecompenseerd met specifieke geldelijke voordelen. Met die mogelijkheid wordt rekening gehouden in artikel 11 lid 6 van de richtlijn. In een dergelijk geval zijn de leden 3 en 4 van artikel 11 niet van toepassing. De Nederlandse regelgeving kent een dergelijke voorziening niet, zodat uitvoering van artikel 11 lid 6 niet nodig is.

Artikel 11 is niet van toepassing op aandelen in een doelvennootschap die bijzondere rechten verschaffen aan een lidstaat (zogenaamde «golden shares»), mits deze bijzondere rechten verenigbaar zijn met het EU-Verdrag. Hetzelfde geldt voor speciale rechten uit hoofde van nationale bepalingen die verenigbaar zijn met het EU-Verdrag en op coöperaties (artikel 11 lid 7 richtlijn). Nederland heeft momenteel nog «golden shares» in de vorm van prioriteitsaandelen in een tweetal beursgenoteerde vennootschappen (KPN en TPG). Zoals reeds eerder is aangegeven, is de lijn van het kabinet dat publieke belangen bij voorkeur moeten worden zeker gesteld door vastlegging in wet- en regelgeving en dat aandeelhouderschap hiervoor onvoldoende houvast biedt (Kamerstukken II 2002/03, 28 165, nr. 7). Ten aanzien van het bijzonder aandeel dat de Staat houdt in KPN is op 7 december jl aangegeven dat de Staat dit zo spoedig mogelijk, en in ieder geval voor het einde van 2005, zal opgeven. Artikel 11 lid 7 van de richtlijn behoeft geen uitvoering in wetgeving.

Wanneer een vennootschap uit eigen beweging overgaat tot toepassing van artikel 9 en/of artikel 11 (als de lidstaat daartoe niet verplicht), dan wil terugkomen op een eerder genomen besluit tot toepassing van die artikelen, dan moet het desbetreffende besluit worden genomen door de algemene vergadering overeenkomstig de regels voor besluitvorming over een statutenwijziging. Het besluit moet voorts ter kennis worden gebracht van de toezichthoudende autoriteit van de lidstaat, alsmede alle toezichthoudende autoriteiten van lidstaten waar effecten van de vennootschap zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of waar een dergelijke toelating is aangevraagd (artikel 12 lid 2 richtlijn). De lidstaten moeten ervoor zorgen dat de bepalingen die van toepassing

¹ Ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

zijn op een vennootschap onverwijld openbaar worden gemaakt (artikel 12 lid 4 richtlijn). In samenhang met het bepaalde in artikel 10 van de richtlijn wordt op deze wijze bewerkstelligd dat de (effecten)markt op de hoogte wordt gesteld van de omstandigheid of een vennootschap een onbeschermd karakter (artikel 9 en/of 11 van de richtlijn wordt toegepast) of een beschermd karakter (artikel 9 en/of 11 van de richtlijn wordt niet toegepast) heeft. Hierdoor is duidelijk of de vennootschappelijke structuur van de doelvennootschap een overname door het uitbrengen van een openbaar bod al dan niet relatief eenvoudig maakt. De markt kan desgewenst gevolgen verbinden aan de keuze van de vennootschap voor een onbeschermd of beschermd karakter. Dit kan aan de praktijk worden overgelaten.

Het bepaalde in artikel 12 lid 3 en 5 van de richtlijn ziet op het geval dat een vennootschap met een beschermd karakter een bod uitbrengt op de effecten van een doelvennootschap met een niet beschermd karakter. Elke lidstaat kan bepalen dat een doelvennootschap met statutaire zetel in die lidstaat is vrijgesteld van de toepassing van de artikelen 9 (lid 2 en lid 3) en/of artikel 11 als een openbaar bod wordt uitgebracht door een vennootschap die dezelfde artikelen niet toepast (dat wil zeggen een vennootschap met een beschermd karakter). Hetzelfde kan worden bepaald ten aanzien van eenieder die een dochtermaatschappij is van een vennootschap die de desbetreffende artikelen niet toepast. Indien een lidstaat bepaalt dat een doelvennootschap zich onder de genoemde omstandigheden mag beroepen op een vrijstelling, is voor dat beroep voorts vereist dat daartoe goedkeuring is verleend door de algemene vergadering. De goedkeuring mag niet eerder zijn verleend dan 18 maanden voordat het bod openbaar is gemaakt. Deze mogelijkheid is uitgewerkt in artikel 2:359b lid 4 BW.

Artikel 15 van de richtlijn regelt het zogenoemde uitstotingsrecht. Deieder die effecten bezit die ten minste 90% van het kapitaal met stemrechten en 90% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigen, kan de resterende minderheidsaandeelhouders dwingen om hun aandelen aan hem over te dragen (lid 2, onderdeel a). De lidstaten mogen ook een hogere drempel voor het uitstotingsrecht bepalen, tot een maximum van 95% van het kapitaal en 95% van de stemrechten. Als alternatief kan het uitstotingsrecht afhankelijk worden gesteld van de voorwaarde dat deieder na aanvaarding van het bod effecten heeft verworven of contractueel heeft toegezegd effecten te verwerven die ten minste 90% van het stemgerechtigde kapitaal en 90% van de stemrechten die deel uitmaken van het bod vertegenwoordigen (lid 2, onderdeel b). De minderheidsaandeelhouder heeft recht op een billijke prijs voor zijn aandelen (lid 5). De regeling is tot op zekere hoogte te vergelijken met de in Nederland reeds bestaande uitkoopregeling (artikel 2:92a BW). De regeling in de richtlijn is echter meer toegespitst op het geval van uitstoting van een minderheidsaandeelhouder na een openbaar bod. Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 359d.

Artikel 16 van de richtlijn regelt het verkooprecht van een minderheidsaandeelhouder die – nadat een openbaar bod heeft plaatsgevonden en hij daarop niet is ingegaan – alsnog tot overdracht van zijn effecten aan deieder wil overgaan. Deze regeling is bedoeld als het complement van het uitstotingsrecht.

De bepalingen van de richtlijn met een vennootschapsrechtelijke karakter worden zoveel mogelijk uitgevoerd in een nieuwe afdeling 3 in titel 8 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Afdeling 3 betreft dan de bijzondere bepalingen voor het geval een openbaar bod wordt uitgebracht op de vennootschap.

5. Overnames en beschermingsmaatregelen

5.1. Het wetsvoorstel uit 1997

Hoewel bij een openbaar overnamebod vele partijen een rol spelen, zijn de belangrijkste rollen weggelegd voor de bieder en de doelvennootschap. Indien de bieder en doelvennootschap overeenstemming bereiken over het bod, wordt gesproken van een *vriendelijk* bod. In het tegenovergestelde geval wordt gesproken van een *vijandig* bod. Bij een vijandig bod komt het nogal eens voor dat het bestuur van de doelvennootschap beschermingsmaatregelen treft om de bieder tot nader overleg te dwingen ten einde een hogere prijs of werkgelegenheidsgaranties af te dwingen dan wel om een door een derde uit te brengen alternatief bod uit te lokken.

Over de wenselijkheid van mogelijkheden om een vennootschap te beschermen zijn in het verleden in en buiten de Tweede Kamer vele discussies gevoerd. Een belangrijk ijkpunt in deze discussie is het in 1997 ingediende wetsvoorstel tot Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap.¹ Dit wetsvoorstel had tot doel een voorziening te treffen voor die gevallen waarin de aandeelhouder met een overwegend kapitaalbelang in de aandeelhoudersvergadering wordt beperkt in de uitoefening van zeggenschap door de aanwezigheid van beschermingsmaatregelen. Uitgangspunt daarbij was de situatie waarin de aandeelhouder en het leidinggevend orgaan geen overeenstemming zouden hebben bereikt over het besturen van de vennootschap. Op grond van het wetsvoorstel uit 1997 zou de houder van aandelen of certificaten van aandelen van een vennootschap met een open karakter de ondernemingskamer kunnen verzoeken om maatregelen te treffen waardoor de kapitaalverschaffer in staat wordt gesteld zeggenschap uit te oefenen in de vennootschap, in overeenstemming met zijn kapitaalbelang. Als voorwaarde voor toewijzing van het verzoek was bepaald dat de kapitaalverschaffer gedurende een jaar ten minste 70% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap zou moeten hebben vertegenwoordigd. De rechter diende het verzoek toe te wijzen, tenzij de vennootschap aannemelijk zou maken dat de voornemens van de verzoeker wezenlijk in strijd zouden zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming of dat er grond zou zijn te verwachten dat de verzoeker zou handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid die op grond van artikel 2:8 BW in de onderlinge verhouding voorop staat.

In de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel is destijds vanzelfsprekend aandacht besteed aan de redenen die ten grondslag lagen aan de keuze van het kabinet om, door tussenkomst van de ondernemingskamer, doorbreking van beschermingsmaatregelen mogelijk te maken. In dat verband is opgemerkt dat het Nederlandse vennootschapsrecht een uitgewerkt stelsel van bepalingen kent over de inrichting van de vennootschap en van de toedeling van bevoegdheden aan de organen, waarbij een evenwichtige toedeling van bevoegdheden aan het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering centraal staat. Omdat de wet ruimte geeft aan vennootschappen om de verdeling van taken en bevoegdheden op eigen wijze, al dan niet neergelegd in de statuten, in te vullen, kan die verdeling tot het gevolg leiden dat de bevoegdheden van de algemene vergadering worden beperkt ten gunste van het bestuur, de raad van commissarissen of de houders van aandelen met bijzondere zeggenschapsrechten. Hoewel in het algemeen geen bezwaar bestaat tegen een dergelijke verschuiving van bevoegdheden – dergelijke regelingen kunnen wenselijk zijn om een zorgvuldige en verantwoorde besluitvorming in de vennootschap te bevorderen – komt de beperking van de bevoegdheden van de algemene vergadering in een ander licht te staan wanneer zich een belangrijke wijziging van het aandeelhouderschap voor-

¹ Kamerstukken II 1997/98, 25 732, nrs. 1–3.

doet. Een overmaat aan beschermingsconstructies kan in dat geval de dynamiek op de kapitaalmarkt en overnamemarkt belemmeren, namelijk wanneer ondernemingen de invloed van (bestuurs-)onvriendelijke overnemers langdurig kunnen weren. Bovendien, zo werd in de toelichting opgemerkt, is het ongewenst dat de ondernemingsleiding een belangrijk gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering langdurig kan negeren.

Het wetsvoorstel heeft destijds verschillende, uiteenlopende reacties opgeroepen. Sommigen vonden dat het wetsvoorstel te ver gaat met het doorbreken van beschermingsconstructies tegen een vijandig bod. Ook is wel opgemerkt dat de tussenkomst van de rechter in vergelijkbare gevallen in andere Europese landen achterwege blijft. Nederland zou daarmee uit de pas lopen.

De parlementaire behandeling van het wetsvoorstel uit 1997 heeft, mede ten gevolge van de uiteenlopende reacties, lange tijd stil gelegen. Het kabinet heeft in augustus 2002 aangegeven dat het wetsvoorstel zou worden heroverwogen, waarbij de totstandkoming van de richtlijn voor het openbaar overnamebod een rol zou spelen. Door (leden van) de Tweede Kamer is daarnaast, onder meer bij de behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (hierna: het wetsvoorstel structuurregeling)¹, aangedrongen op een meer samenhangende aanpak van het kabinet ten aanzien van het fenomeen beschermingsconstructies. Ook daarbij is gewezen op de band die die aanpak moet hebben met de toen nog niet vastgestelde richtlijn betreffende het openbaar overnamebod. Deze richtlijn is thans vastgesteld en wordt met het wetsvoorstel geïmplementeerd. Daarmee is naar het oordeel van het kabinet ook het moment aangebroken voor een samenhangende aanpak van beschermingsmaatregelen.

5.2. Ontwikkelingen op het gebied van «corporate governance»

Alvorens specifiek aandacht te schenken aan de wijze waarop het kabinet voornemens is de geïntegreerde aanpak van beschermingsmaatregelen vorm te geven, verdient een aantal algemene ontwikkelingen op het terrein van corporate governance in de periode tussen 1997 en eind 2005, kort de aandacht. Zo heeft het, hierboven reeds genoemde, wetsvoorstel structuurregeling kracht van wet gekregen en is de wet op 1 oktober 2004 in werking getreden.² Als gevolg van deze wetswijziging is de corporate governance structuur van vennootschappen versterkt, onder meer door de introductie van het recht voor de algemene vergadering om bepaalde bestuursbesluiten goed te keuren (artikel 2:107a BW) en het agenderingsrecht voor individuele aandeelhouders (artikel 2:114a BW). Tevens introduceerde deze wetswijziging het recht op een stemvolmacht voor de houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten die beursgenoteerd zijn (artikel 2:118a BW). Artikel 2:118a BW maakt onderscheid tussen «dagelijkse» gebeurtenissen («vredestijd») en de in het tweede lid van artikel 2:118a BW opgenomen gevallen waarin de vennootschap op de een of andere manier onder druk staat («oorlogstijd»). Wanneer sprake is van «vredestijd», hebben certificaathouders recht op een stemvolmacht van de aandeelhouder van de vennootschap (veelal een administratiekantoor). In dat geval bepaalt de certificaathouder de uitoefening van het stemrecht. Wanneer echter sprake is van «oorlogstijd», kan de stemvolmacht aan de certificaathouders worden onthouden en kunnen reeds verleende stemvolmachten worden ingetrokken. Tijdens de parlementaire behandeling is de vraag gesteld of het onderscheid tussen «vredestijd» en «oorlogstijd» wenselijk is. Hierdoor kan, zo werd opgemerkt, de certificaathouder mogelijk stemrecht worden ontzegd op een moment dat hij juist stemrecht zou willen uitoefenen om zich uit te spreken over belangrijke veranderingen in het beleid van de vennoot-

¹ Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 1–3.

² Stb. 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004 (Stb. 2004, 405).

schap waaraan hij kapitaal verschaft. Om die reden is gediscussieerd over de vraag of de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW gehandhaafd zouden moeten worden. Destijds is de schrapping van de genoemde artikelleden prematuur geacht, mede omdat het niet wenselijk leek vooruit te lopen op de aangekondigde meer samenhangende bezinning op beschermingsconstructies en andere beschermingsmaatregelen.

Naast deze wijzigingen in de wetgeving is in december 2003 de Nederlandse corporate governance code verschenen en van een wettelijke basis voorzien.¹ De code heeft als doel bij te dragen aan het herstel van vertrouwen van het publiek in een eerlijke, integere en transparante gang van zaken binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en het versterken van de onderlinge «checks and balances». In de code zijn daartoe zogenoemde «best practices» en principes opgenomen, onder meer over de wijze waarop het bestuur van de vennootschap en de toezichthouders op het bestuur verantwoording afleggen aan aandeelhouders. Beursgenoteerde vennootschappen dienen in hun jaarverslag een paragraaf op te nemen over de naleving van de Nederlandse corporate governance code. De code bevat ten slotte een aantal aanbevelingen aan de wetgever. Zo merkt de opsteller van de code, de Commissie corporate governance, op dat, wil de algemene vergadering van aandeelhouders een volwaardige rol kunnen spelen in het systeem van «checks and balances» in de vennootschap, het vraagstuk van de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies ter hand moet worden genomen. In de Nederlandse corporate governance code wordt opgemerkt dat certificering van aandelen niet moet worden gebruikt als beschermingsmaatregel (principe IV.2). In hetzelfde principe is bepaald dat het bestuur van het administratiekantoor aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden en onbepaald stemvolmachten verstrekt. De aldus gevolmachtigde certificaathouders kunnen het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen.

Nadien heeft de Commissie corporate governance de wetgever aanbevolen om de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW te schrappen (aanbeveling nr. 11).

5.3. Voorgestelde aanpassingen in de regelgeving op het gebied van beschermingsmaatregelen

Hiervoor is opgemerkt dat de lidstaten in beginsel zelf moeten beoordelen op welke wijze zij de onderdelen van de richtlijn die zien op de mogelijkheden van doelvennootschappen om zich te beschermen en de doorbraak van bepaalde belemmeringen voor de overdracht van effecten en de uitoefening van stemrecht regelen. De belangrijkste bepalingen dienaangaande zijn te vinden in de artikelen 9, 11 en 12 van de richtlijn.

Artikel 9 van de richtlijn heeft als uitgangspunt dat het bestuur en de raad van commissarissen – in het geval van een openbaar bod op de effecten van de vennootschap – geen handelingen mogen verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren, tenzij daarvoor goedkeuring wordt verleend door de algemene vergadering. Wel is het toegestaan dat het bestuur en de raad van commissarissen onderzoeken of een alternatief openbaar bod kan worden uitgebracht. Artikel 11 van de richtlijn betreft vervolgens de doorbraak van bepaalde bestaande statutaire en contractuele regelingen die het slagen van een openbaar bod kunnen belemmeren. Ten slotte bepaalt artikel 12 van de richtlijn, waarin overweging 21 van de richtlijn wordt uitgewerkt, dat de lidstaten zelf kunnen bepalen of zij de vennootschappen met statutaire zetel op hun grondgebied verplichten tot toepassing van de artikelen 9 lid 2 en lid 3 en/of artikel 11. Wanneer een lidstaat vennootschappen niet verplicht tot de toepassing van één of beide artikelen, moet het in ieder geval voor de vennootschappen die hun statutaire zetel in die lidstaat hebben mogelijk zijn om de desbetreffende artikelen uit eigen beweging toe te passen.

¹ Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 2004, 747).

Het kabinet kiest ervoor om – in beginsel – van de facultatieve regeling van artikel 12 van de richtlijn gebruik te maken. De uitvoering van artikel 12 in samenhang met de artikelen 9 en 11 als optie voor de vennootschappen, heeft tot gevolg dat Nederlandse vennootschappen in beginsel zelf bepalen of zij kiezen voor een onbeschermd of een beschermd vennootschappelijk karakter. Omdat die keuze door vennootschappen, op grond van artikel 12 van de richtlijn, openbaar dient te worden gemaakt, wordt de kapitaalmarkt in staat gesteld om al dan niet gevolgen te verbinden aan de keuze voor een bepaalde vennootschappelijke structuur. Weliswaar is de verwachting dat enkele lidstaten uiteindelijk de toepassing van artikel 9 van de richtlijn verplicht zullen voorschrijven, omdat de desbetreffende regeling reeds onderdeel is van het desbetreffende nationale recht, maar een enkele uitzondering daargelaten ligt het niet voor de hand dat lidstaten kiezen voor de verplichte toepassing van artikel 11. Door de keuze voor het flexibele systeem in Nederland zullen Nederlandse vennootschappen in beginsel geen nadelige gevolgen voor hun concurrentiepositie ondervinden. Omdat de toepassing artikel 9 en/of 11 niet verplicht wordt voorgeschreven wordt voorts voorkomen dat de statuten van vele betrokken vennootschappen zouden moeten worden aangepast, hetgeen nieuwe administratieve lasten zou veroorzaken.

De keuzevrijheid kan naar het oordeel van het kabinet echter niet onbeperkt zijn. Daarbij geldt onverkort de, hierboven in deze toelichting al aangehaalde, overweging dat het onwenselijk wordt geacht wanneer de ondernemingsleiding een belangrijk gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering langdurig negeert of zou kunnen negeren. Met het oog op een dynamische kapitaalmarkt en een concurrerende economie wordt het onwenselijk geacht dat een overname die het economisch belang van de doelvennootschap dient, achterwege blijft vanwege bepaalde juridische beschermingsmaatregelen. Het in stelling brengen van beschermingsconstructies tegen een vijandige overname kan verhinderen dat aandeelhouders met een aanzienlijk aandelenpakket daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen op het beleid, met als gevolg dat deze aandeelhouder, indien hij het niet eens is met het door het bestuur van de vennootschap gevoerde beleid, slechts de mogelijkheid rest om zijn aandelen te verkopen. Ook kunnen potentiële beleggers die een actieve rol binnen de vennootschap willen vervullen, worden afgeschrikt. Dit kan uiteindelijk schadelijke gevolgen hebben voor het investeringsklimaat in Nederland.

Wanneer wordt gekeken naar de mogelijkheden die (het bestuur van) een doelvennootschap heeft om zich te beschermen tegen openbare overnames die naar haar mening onwenselijk zijn, wordt in de literatuur wel gesproken over beschermingsconstructies (die in werking worden gesteld bij een vijandige overname) en overige beschermingsmiddelen (dat wil zeggen aspecten van de normale inrichting van de vennootschap die in geval van een vijandige overname mede invloed kunnen hebben op de mogelijkheid van de overnemer om in zijn streven te slagen). Er wordt ook wel onderscheiden tussen tijdelijke en permanente bescherming. Een voorbeeld van een beschermingsmiddel met een permanent karakter was het certificeren van aandelen waarbij aan de certificaathouder het recht op een stemvolmacht steeds werd onthouden. Dit is met de invoering van artikel 2:118a BW niet meer mogelijk. Wel kan op grond van de huidige regeling een stemvolmacht worden geweigerd in «oorlogstijd». Wanneer daarop beroep wordt gedaan is sprake van certificering als beschermingsconstructie.

De bezwaren daartegen richten zich niet tegen het gebruik van certificering als instrument om een zorgvuldige en verantwoorde besluitvorming in de vennootschap te bevorderen en deze niet afhankelijk te laten zijn van toevallige meerderheden in de algemene vergadering. Van «toevallige» meerderheden in de algemene vergadering zal, indien werkelijk belang-

rijke veranderingen in het beleid van de vennootschap op de agenda staan, echter geen sprake zijn. Het gaat ook om het onder bijzondere omstandigheden plots onthouden van een stemvolmacht. Certificering fungeert daardoor in dergelijke situaties als een beschermingsconstructie. Overheidsingrijpen op dit terrein is nodig omdat de praktijk laat zien dat – ondanks dat het aantal beursgenoteerde vennootschappen dat certificering van aandelen toepast de afgelopen jaren is terug gelopen – de (kapitaal)markt zelf onvoldoende in staat is deze vorm van certificering terug te dringen. Dit geldt te meer omdat aan het gebruik van certificering als beschermingsconstructie negatieve uitstralingseffecten zijn verbonden voor de Nederlandse kapitaalmarkt.

Van belang is ten slotte dat wanneer een kapitaalverschaffer zeggenschap heeft in «oorlogstijd», ook een grotere betrokkenheid mag worden verwacht bij de besluitvorming die in een dergelijke belangrijke periode wordt voorbereid. De laatste tijd zijn vooral de grotere institutionele beleggers meer actief geworden in de algemene vergadering van beursvennootschappen, hetgeen prijzenswaardig is. Wij menen dat van de kapitaalverschaffers verwacht mag worden dat zij de hen toekomende rechten op een aansprekende en verantwoordelijke manier zullen gebruiken. Zij zullen het daadwerkelijk afleggen van verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen kunnen afdwingen. Indien van kapitaalverschaffers verwacht en verlangd wordt dat zij daadwerkelijk werk maken van de aan hen toegekende rol in het systeem van de «checks and balances» bij beursgenoteerde vennootschappen, dan dienen zij over de mogelijkheden daartoe te beschikken, tevens indien sprake is van beslissingen in het kader van overnames. Dit wordt ook door de Commissie corporate governance aanbevolen (aanbeveling 14).

De hierboven beschreven overwegingen hebben ertoe geleid dat in dit wetsvoorstel een tweetal voorstellen voor aanpassing van de regelgeving op het gebied van beschermingsmaatregelen is opgenomen die niet als zodanig uit de richtlijn voortvloeien. De reden om deze voorstellen desalniettemin toch in dit wetsvoorstel op te nemen hangt samen met, de hierboven reeds beschreven, wenselijkheid van een meer samenhangende bezinning op beschermingsmaatregelen in het licht van de richtlijn. Concreet wordt, ten eerste, voorgesteld om houders van certificaten van aandelen het recht te geven om onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten te verlangen van het administratiekantoor. Om dat te bewerkstelligen wordt voorgesteld de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW te laten vervallen. Aangezien deze leden van artikel 2:118a van meet af aan ter discussie hebben gestaan, ligt niet voor de hand dat de praktijk door de wijziging van het artikel wordt verrast. Het voorstel sluit aan bij de eerder genoemde elfde aanbeveling aan de wetgever van de Commissie corporate governance. Het voorstel sluit ook aan bij de aanbevelingen van de (Annotations to the) OECD Principles of Corporate Governance (2004) waarin wordt aanbevolen dat: «Holders of depository receipts should be provided with the same ultimate rights and practical opportunities to participate in corporate governance as are accorded to holders of the underlying shares. Where the direct holders of shares may use proxies, the depository, trust office or equivalent body should therefore issue proxies on a timely basis to depository receipt holders. The depository receipt holders should be able to issue binding voting instructions with respect to the shares, which the depository or trust office holds on their behalf.» (p. 43). De OECD Principles maken geen onderscheid tussen «oorlogstijd» en «vredestijd» als het gaat om het recht van de certificaathouder om in staat te worden gesteld deel te nemen aan de corporate governance van de vennootschap. Voor een verdere bespreking van het artikel wordt verwezen naar de artikelsgewijze toelichting op artikel 2:118a BW.

Het tweede voorstel betreft de introductie van artikel 2:359c BW dat, kort gezegd, voorziet in de mogelijkheid voor degene die een openbaar bod heeft uitgebracht op de aandelen van een beursvennootschap en ten gevolge daarvan ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, om bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap te benoemen en te ontslaan. Als voorwaarden gelden daarbij dat zes maanden zijn verstreken na het uitbrengen van een openbaar bod en geen strijd ontstaat met de toepassing van de structuurregeling (artikel 2:158, 161, 161a en 162 BW). De bepaling sluit nauw aan bij het stramien voor een doorbraakregeling voor beschermingsmaatregelen dat volgt uit artikel 11 lid 4 van de richtlijn en vennootschappen uit eigen beweging kunnen toe passen. Belangrijke verschillen zijn echter dat toepassing van artikel 2:395c BW ertoe kan leiden dat beschermingsmaatregelen kunnen worden doorbroken tegen de zin in van (het bestuur en de raad van commissarissen van) de doelvennootschap en dat tussen het uitbrengen van het bod en de doorbraak een termijn van tenminste zes maanden ligt. Hierdoor wordt enerzijds bereikt dat de ondernemingsleiding een belangrijke, gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering niet langdurig kan negeren, terwijl door het inbouwen van de periode van zes maanden anderzijds voldoende mogelijkheden worden ingebouwd voor bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap om de bieder tot nader overleg te dwingen of om een alternatief bod uit te lokken. De omstandigheid dat een bieder door het uitbrengen van een openbaar bod 75% van het kapitaal verwerft, rechtvaardigt dat hij in staat wordt gesteld om bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap te vervangen. Gedurende de termijn van zes maanden kunnen de bieder en bestuurders en commissarissen van de vennootschap in overleg treden over het openbaar bod en over de situatie die ten gevolge van het openbare bod zal kunnen ontstaan. De bieder zal de aandeelhouders van de doelvennootschap moeten bewegen hun aandelen aan hem aan te bieden. In de praktijk is het daarvoor van groot belang de steun van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap te hebben. Dat risico zal de bieder niet willen lopen. Hij heeft derhalve een prikkel om serieus overleg te voeren met de doelvennootschap. De doelvennootschap heeft in de periode van zes maanden de tijd om het bod te overwegen, met de bieder te onderhandelen en zich te bezinnen op de te volgen strategie of de te nemen maatregelen. In het bijzonder kan daarbij ook gedacht worden aan het uitlokken van een ander openbaar bod door een derde (bevriende) partij.

Met dit voorstel wordt een goede balans gevonden tussen enerzijds de lengte van de termijn waarin de ondernemingsleiding in relatieve rust haar positie ten opzichte van de bieder en diens plannen kan bepalen, overeenstemming kan bereiken met de bieder of eventueel op zoek kan gaan naar alternatieve biedingen, en anderzijds de lengte van de termijn waarin de bieder in onzekerheid verkeert of de overname kans van slagen heeft en door deze onzekerheid mogelijk op voorhand wordt afgeschrikt om een openbaar bod uit te brengen welke in het economische belang van de doelvennootschap zou kunnen zijn. Vanwege de wens om langdurige onzekerheid voor beleggers te voorkomen is gekozen voor een andere aanpak dan in het wetsvoorstel uit 1997. Dat wetsvoorstel ging uit van een rechterlijke toets door de ondernemingskamer. Voor een verdere bespreking van dit artikel wordt verwezen naar de artikelsgewijze toelichting op het voorgestelde artikel 2:359c BW. Aldaar wordt tevens aandacht besteed aan het voornemen om, in samenhang met de indiening van dit wetsvoorstel, het wetsvoorstel uit 1997 in te trekken.

5.4. Bespreking commentaar op de voorstellen inzake beschermingsmaatregelen

Een voorontwerp van het onderhavige wetsvoorstel, dat ter consultatie

openbaar is gemaakt en dat zowel een aanpassing van artikel 2:118a omvatte als de introductie van artikel 2:359c BW, heeft verdeelde reacties opgeleverd. Een algemeen punt van kritiek op beide voorstellen betrof het onverplichte karakter in relatie tot de richtlijn en de mogelijkheid dat hierdoor vertraging wordt opgelopen in het parlementaire traject. De mogelijkheid van vertraging kan niet worden ontkend. Zoals eerder is opgemerkt, hecht het kabinet echter aan de toegezegde meer samenhangende aanpak op het terrein van de beschermingsmaatregelen en samenhang van die aanpak met de implementatie van de richtlijn. Om die reden is ervoor gekozen om in dit wetsvoorstel de implementatie van de overnamerichtlijn met de aanpak van beschermingsmaatregelen.

Voorts werden met betrekking tot beide voorstellen door onder meer VNO NCW, VEUO en de Commissie vennootschapsrecht opmerkingen gemaakt over de te verwachten gevolgen voor de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen. Voorkomen zou moeten worden dat Nederlandse ondernemingen een gemakkelijke prooi worden voor een vijandige overname door buitenlandse ondernemingen die zich zelf beschermen tegen een overname, hetzij op directe hetzij op indirecte wijze, zoals in de vorm van piramideconstructies, bestaande marktstructuren of zogenaamde poison pills. Met betrekking tot deze opmerkingen merken wij het volgende op.

De regering meent dat het ten behoeve van een goed functioneren van een vennootschap noodzakelijk is dat de zij voldoende vermogen kan genereren voor haar ondernemingsactiviteiten. De corporate governance van een vennootschap kan een factor van betekenis vormen voor beleggingsbeslissingen van kapitaalverschaffers. Wanneer deze kapitaalverschaffers bijvoorbeeld slechts certificaten van aandelen kunnen verkrijgen die hen geen invloed geven op de besluitvorming in de algemene vergadering in «oorlogstijd», dan zal hen dat van de investering in de vennootschap kunnen weerhouden. Deze kapitaalverschaffers zullen in beginsel bereid zijn meer te betalen voor aandelen die hen de keuze bieden tussen het uitoefenen van hun stemrecht in de algemene vergadering of te «stemmen met de voeten», dan voor certificaten die hen geen keuze laten dan te verkopen. De kosten voor het aantrekken van kapitaal van een vennootschap kunnen daarmee dalen en de «checks and balances» worden versterkt. Hetgeen hierboven wordt opgemerkt omtrent de betekenis van de corporate governance van een vennootschap voor beleggingsbeslissingen van kapitaalverschaffers geldt ook ten aanzien van het voorgestelde artikel 2:395c BW. Het artikel helpt bij het voorkomen van een slechte naam voor het Nederlandse samenstel van regels betreffende het openbaar bod, die is – of zal – ontstaan indien bestuurders en commissarissen zich langere tijd kunnen verschansen tegen eenieder. Ook hierdoor zullen de kosten voor het aantrekken van kapitaal van een vennootschap dalen en de «checks and balances» worden versterkt. En hoewel erkend moet worden dat de aanpassing van artikel 2:118a en het voorgestelde artikel 2:395c BW ertoe leiden dat Nederlandse ondernemingen zich minder kunnen beschermen tegen onwelgevallige kapitaalverschaffers dan nu het geval is, ziet het kabinet daarin onvoldoende reden om de voorgestelde aanpassingen niet door te voeren. Omdat door de voorstellen, naar de verwachting van het kabinet, de Nederlandse kapitaalmarkt over het algemeen beter zal functioneren, worden al met al geen concurrentienadelen gevreesd.

Met betrekking tot de voorgestelde aanpassingen in artikel 2:118a BW is door een aantal marktpartijen (waaronder VNO NCW, VEUO, FNV en de Commissie vennootschapsrecht) betoogd dat de bestaande regeling aan vennootschappen waarvan aandelen zijn gecertificeerd en die geconfronteerd worden met een vijandig bod, terecht een mogelijkheid biedt om het vennootschappelijk belang te beschermen tegen een onevenredig nastreven van het eigen belang door certificaathouders. Het kabinet

onderschrijft dit niet. Indien van de kapitaalverschaffer verlangd wordt dat zij daadwerkelijk werk maken van de aan hen toegekende rol in het systeem van de «checks and balances» bij beursgenoteerde vennootschappen, dan dienen aan hen ook de mogelijkheden daartoe ter beschikking te staan. Het ligt niet in de rede om daarbij een uitzondering te maken voor de situatie waarin sprake is van «oorlogstijd». Om deze reden deelt het kabinet evenmin het, door VNO NCW en VEVO aangevoerde argument ter verdediging van het gebruik van certificering als beschermingsmaatregel in oorlogstijd, inhoudende dat dergelijk gebruik niet berust op een besluit van het bestuur of de raad van commissarissen van de doelvennootschap, maar van het onafhankelijke bestuur van het administratiekantoor. Immers ook in dat geval ontbreekt het kapitaalverschaffers nog steeds aan de mogelijkheid om verantwoording van het bestuur of de raad van commissarissen af te dwingen. Van de kapitaalverschaffers mag verwacht mag worden dat zij de hen toekomende rechten op een aansprekende en verantwoordelijke manier zullen gebruiken. Mochten andere betrokkenen bij de beursgenoteerde vennootschap zich niet in dat gebruik kunnen vinden, dan staan voor hen andere middelen open. Het preventief uitsluiten van de mogelijkheid voor kapitaalverschaffers om te stemmen via volmacht omdat zij mogelijk hun eigen belang onevenredig zouden nastreven, is echter een middel dat te ver gaat.

Door verschillende marktpartijen werd voorts opgemerkt dat het niet wenselijk zou zijn dat ondernemingen – kort na de invoering van artikel 2:118a BW – het middel van de certificering wordt ontnomen. Anderzijds werd door andere marktpartijen (SCGOP en VEB) opgemerkt dat certificering van aandelen als beschermingsmaatregel moet worden afgeschaft omdat kapitaalverschaffers daardoor – ook in vreedstijd – geen effectieve rol kunnen spelen in de aandeelhoudersvergadering; zij kunnen worden overstemd door het administratiekantoor. Het kabinet heeft geen aanleiding gezien de voorgestelde aanpassingen in artikel 2:118a BW te wijzigen. Zoals eerder is opgemerkt, beoogt de aanpassing van dat artikel het gebruik van certificering als beschermingsconstructie tegen te gaan, maar wordt niet beoogd dat certificering niet langer kan worden gebruikt om een zorgvuldige en verantwoorde besluitvorming in de vennootschap te bevorderen en deze niet afhankelijk te laten zijn van toevallige meerderheden in de algemene vergadering. Hierdoor is naar de mening van het kabinet geen sprake van «ontnemen van het middel van certificering» in algemene zin.

Ten slotte kan, wat betreft de opmerking van VNO NCW dat de voorgestelde aanpassing van artikel 2:118a BW haaks staat op de Nederlandse corporate governance code, omdat deze toelaat dat gemotiveerd van de code wordt afgeweken, het volgende worden opgemerkt. Vennootschappen kunnen er thans nog voor kiezen om de wettelijke regeling van artikel 2:118a lid 2–4 BW toe te passen, in afwijking van de codebepaling. Wanneer de codebepaling wordt gevolgd, moet het administratiekantoor onder alle omstandigheden en onbeperkt een stemvolmacht verstrekken aan, daarom verzoekende, certificaathouders. Het is, in het kader van goed functionerende checks and balances, van belang dat de uitvoerende macht (het bestuur) kan worden gecontroleerd door commissarissen en aandeelhouders. In het kader van certificering van aandelen berust de aandeelhoudersmacht om het bestuur formeel te controleren in beginsel bij het administratiekantoor. Door toepassing van de code (dat onder andere nader is omschreven in codebepaling IV.2.8) is het voor de certificaathouder mogelijk om in alle situaties gebruik te maken van het stemrecht. De relatie tussen het verschaffen van het eigen vermogen en het uitoefenen van zeggenschap over het aan dit vermogen gekoppelde stemrecht komt daarmee terug in balans. Verschaffers van het eigen vermogen kunnen (indien nodig) corrigerend optreden. Dit gaat verder dan de reeds bestaande wettelijke plicht voor administratiekantoren tot het in «vreedstijd» verstrekken van volmachten (2:118a BW). Het admini-

stratiekantoor oefent het stemrecht uit verbonden aan die aandelen waarvoor geen stemvolmachten zijn verzocht. Hierdoor wordt certificering primair een middel ter voorkoming van absentisme in plaats van een beschermingsmaatregel.

Met betrekking tot het voorgestelde artikel 2:395c BW werd door een aantal marktpartijen (waaronder VNO NCW en VEUO) opgemerkt dat een wettelijke regeling overbodig is omdat de jurisprudentie van de Hoge Raad reeds grenzen stelt aan de inzetbaarheid van beschermingsmaatregelen. Indien al een wettelijke regeling zou worden getroffen dan zou een dergelijke regeling een redelijk en inhoudelijk overleg tussen de bieder en de doelvennootschap moet bevorderen in het belang van de vennootschap (inclusief minderheidsaandeelhouders en werknemers). Omdat dit uit de voorgestelde regeling niet voortvloeit, zou een eventuele wettelijke regeling moeten aansluiten bij de bestaande jurisprudentie, geen vaste termijn moeten inhouden voor het te voeren overleg en moeten voorzien in een rechterlijke toetsing. Door voorstanders van de voorgestelde regeling (SCGOP en VEB) werd daarentegen opgemerkt dat door de voorgestelde bepaling de praktijk zekerheid wordt geboden over de mate en de mogelijkheden van bescherming – hetgeen essentieel is voor de ontwikkeling van de markt voor «corporate control» – omdat duidelijk is dat de bescherming tegen een openbaar bod tijdelijk is. Zoals moge blijken uit hetgeen eerder is opgemerkt zijn wij van mening dat het de voorkeur verdient om een duidelijke termijn in de wet op te nemen. Het voorgestelde artikel 2:359c BW voorziet daarin. De uit dit artikel voortvloeiende mogelijkheid voor de bieder tot benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen van zijn keuze in geval van een openbaar bod, kan niet uit de bestaande jurisprudentie worden afgeleid. Een wettelijke regeling is derhalve de aangewezen weg om het gewenste resultaat te bereiken. Dat het voorgestelde artikel voorts voorziet in de mogelijkheid van redelijk en inhoudelijk overleg tussen de bieder en de doelvennootschap, maar ook tussen de doelvennootschap en andere betrokkenen, en dat de bieder daar ook belang bij zal hebben, is reeds beschreven in paragraaf 5.3.

Voor een bespreking van een aantal meer technische opmerkingen van marktpartijen op artikel 2:395c BW wordt ten slotte verwezen naar de artikelsgewijze toelichting op dat artikel.

6. Administratieve lasten

De uitvoering van de richtlijn leidt onvermijdelijk tot enige administratieve lasten. Met het wetsvoorstel worden echter uitsluitend informatieverplichtingen opgelegd die voortvloeien uit de richtlijn. De informatieverplichtingen op grond van de richtlijn rusten hetzij op degene die een openbaar bod uitbrengt, hetzij op de doelvennootschap.

Waar de verplichtingen zijn opgelegd aan de bieder, zijn de administratieve lasten voor het totale bedrijfsleven beperkt. Slechts de bieder dient aan de verplichtingen te voldoen.

De richtlijn verplicht degene die overwegende zeggenschap verwerft in een beursvennootschap tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle resterende uitstaande aandelen, het zogenoemde verplichte bod. De ervaring in landen die reeds het verplichte bod kennen, leert dat verplichte biedingen zelden voorkomen. Het is gebruikelijk dat een partij zijn belang net onder de biedgrens houdt of een vrijwillig openbaar bod uitbrengt. Het is derhalve niet de verwachting dat de biedplicht tot een hoger aantal openbare biedingen leidt en tot extra administratieve lasten. Het aantal vrijwillige openbare biedingen dat overeenkomstig de reeds bestaande regels op jaarbasis plaatsvindt is overigens ook niet groot: ongeveer 15 per jaar.

De richtlijn bevat de volgende informatieverplichtingen. Een bieder dient in verband met het uitbrengen van een openbaar bod het desbetreffende

bod openbaar te maken door middel van het uitbrengen van een biedingsbericht en hij dient voorts een toezichhoudende autoriteit van het bod in kennis te stellen (artikel 6 lid 1 en artikel 8 van de richtlijn). Deze informatieverplichtingen zijn reeds opgenomen in de huidige overnameregeling (artikel 9b, 9i en 9v van het Bte 1995). Er zijn dus geen extra administratieve lasten.

Voor zover informatieverplichtingen rusten op de doelvennootschap, zijn de administratieve lasten beperkt tot de vennootschappen naar Nederlands recht waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de Europese Economische Ruimte, samengevat de Nederlandse beursvennootschappen. Daarvan zijn er ongeveer 190. Voor die beursvennootschappen geldt de verplichting (artikel 10 richtlijn) om de vennootschappelijke structuur openbaar te maken via het jaarverslag. Het jaarverslag moet de door de richtlijn bepaalde informatie verschaffen. Artikel 10 wordt uitgevoerd bij algemene maatregel van bestuur. Of de informatieverplichting van artikel 10 voor een specifieke beursvennootschap leidt tot hogere administratieve lasten dan tot op heden, kan in zijn algemeenheid niet worden aangegeven. Dat hangt er vanaf of de vennootschap reeds uit eigen beweging vergelijkbare informatie verstrekt. Ook zal informatie terzake de voorschriften voor benoeming of ontslag van bestuurders en commissarissen en de wijziging van de statuten reeds onderdeel zijn van de statuten. Voorts is relevant of de vennootschap partij is bij bijvoorbeeld een overeenkomst met een «change of control» bepaling of een overeenkomst met een clause betreffende beëindiging van het dienstverband met een bestuurder of werknemer naar aanleiding van een openbaar bod. Dergelijke overeenkomsten moeten in het jaarverslag worden gemeld. Zijn dergelijke overeenkomsten er niet, dan kan melding achterwege blijven. De verwachting is dat bedoelde 190 beursvennootschappen de gevraagde informatie relatief eenvoudig kunnen verzamelen en verwoorden in het jaarverslag. Daarmee zal naar schatting enkele mandagen per jaar gemoeid zijn.

Het gaat voorts om artikel 12 lid 4 van de richtlijn, op grond waarvan de eventuele toepassing van de artikelen 9 en/of 11 onverwijld door de beursvennootschap openbaar moet worden gemaakt. Deze verplichting leidt niet tot nieuwe lasten. De toepassing van de genoemde artikelen moet in de statuten van de vennootschap tot uitdrukking komen. Kiest de beursvennootschap niet voor toepassing, dan kunnen de statuten ongewijzigd blijven. De oprichting en elke statutenwijziging van een NV moet reeds op grond van het huidige recht op korte termijn openbaar worden gemaakt via het handelsregister (artikel 2:69 en 126 BW jo. artikel 9 van de Handelsregisterwet 1996). Artikel 12 lid 4 behoeft dan ook geen implementatie.

De toepassing van artikel 9 en/of 11 dient tevens ter kennis te worden gebracht van een toezichhoudende autoriteit (artikel 12 lid 2, alinea 2 van de richtlijn). Hiervoor is een enkele mededeling aan de AFM voldoende.

ARTIKELN

ARTIKEL I

Wet toezicht effectenverkeer 1995

Onderdeel A

Artikel 1

Onderdeel o bevat een nieuwe definitie van openbaar bod. In vergelijking met de bestaande definitie is het element van besloten kring vervallen. Dit criterium is namelijk ook niet opgenomen in artikel 2, eerste lid, onderdeel a, van de richtlijn.

In het voorgestelde nieuwe onderdeel r wordt «overwegende zeggen-

schap» gedefinieerd. Op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn ontstaat de biedplicht wanneer de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen. De richtlijn bevat geen definitie van het begrip zeggenschap. Artikel 5, eerste lid, van de richtlijn bepaalt, kort gezegd, dat het gaat om in het bezit krijgen van effecten welke rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen. Ingevolge artikel 5, derde lid, van de richtlijn wordt het bedoelde percentage en de methode voor de berekening ervan, door de lidstaten vastgesteld.

Het kabinet heeft in zijn «Nota modernisering ondernemingsrecht» (kamerstukken II 2003/04, 29 752, nr. 2) aangegeven de bieddrempel op 35 procent van de stemrechten dan wel het geplaatste kapitaal te leggen. De commissie vennootschapsrecht adviseert een lager percentage, namelijk 30. De commissie voert daarbij aan dat een groot aantal vennootschappen in de statuten heeft opgenomen dat bepaalde besluiten (bijvoorbeeld over statutenwijziging) slechts kunnen worden genomen met een meerderheid van ten minste tweederde van de stemmen, al dan niet gekoppeld aan een quorumeis. Indien één partij een derde van de stemmen vertegenwoordigt, kan deze de besluitvorming in de vennootschap normaliter blokkeren. De commissie wees er voorts op dat een aantal belangrijke EU-lidstaten de biedgebrens bij 30 procent hebben gelegd, namelijk Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Italië. De argumentatie van de commissie overtuigt. Wij stellen derhalve voor om de biedgebrens op 30 procent van de stemrechten te leggen. Dit percentage sluit ook aan bij de wensen van het bedrijfsleven, de vakbeweging, de beleggers en de toezichthoudende autoriteit. De Vereniging VNO-NCW, de VEUO, de FNV, de VEB en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) hebben, in reactie op de Nota modernisering ondernemingsrecht, gepleit voor een lager percentage dan 35. Het staat de vennootschappen vrij om in de statuten minderheidsaandeelhouders verdergaande bescherming te bieden tegen mogelijk machtsmisbruik door grootaandeelhouders. Te denken valt aan een lagere gebrens van de biedplicht. Een statutaire biedgebrens, die lager ligt dan de wettelijke gebrens, kan slechts gelden wanneer de aandeelhouder die overwegende zeggenschap heeft verworven, met een dergelijke statutaire regel heeft ingestemd. Dit volgt uit artikel 2:81 BW. Indien de algemene vergadering bijvoorbeeld zou besluiten om in statuten een biedgebrens op te nemen bij verkrijging van 20 procent van de stemrechten, dan ontstaat er voor de partij die 25 procent van de stemrechten verkrijgt slechts een biedplicht, indien hij met dit besluit heeft ingestemd.

Op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn dient het percentage van 30 te worden gerelateerd aan de stemrechten. Ook andere Europese landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en België koppelen het begrip zeggenschap aan stemrechten. Aangezien in dit wetsvoorstel ook wordt geregeld dat houders van certificaten van aandelen, welke met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, hun administratiekantoor onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten kunnen vragen (aanpassing van artikel 2:118a BW), en zij derhalve het stemrecht kunnen uitoefenen, valt de verkrijging van ten minste 30 procent van de certificaten van aandelen ook onder de biedplicht. Deze «grootcertificaathouder» is dan weliswaar op grond van artikel 2:118a BW niet verplicht om stemvolmachten te vragen, maar *kan* dat wel doen.

Potentieel stemrecht in de vorm van call opties of converteerbare obligaties tellen niet als stemrecht in de zin van dit onderdeel. Bedoelde stemrechten ontstaan namelijk pas werkelijk als uitoefening van de opties of omzetting van de obligaties heeft plaatsgevonden.

In het voorgestelde nieuwe onderdeel s wordt omschreven wanneer sprake is van «personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld».

Om te voorkomen dat de biedplicht eenvoudig kan worden ontweken, dient op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn te worden bepaald dat voor het vaststellen van overwegende zeggenschap ook rekening wordt gehouden met derden die met de desbetreffende aandeel- of certificaathouder in onderling overleg handelen. Onderdeel s geldt ter uitvoering van artikel 2, eerste lid, onderdeel d, van de richtlijn. Er dient sprake te zijn van een van een overeenkomst op basis waarvan wordt samengewerkt met een of meer andere personen met als doel het verkrijgen van overwegende zeggenschap dan wel het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod. Aan het element overeenkomst op basis waarvan wordt samengewerkt worden weinig eisen gesteld. Het kan gaan om zowel een uitdrukkelijke als een stilzwijgende overeenkomst, een overeenkomst die mondeling is gesloten of op schrift is gesteld. Samenwerking in de zin van dit onderdeel kan duurzaam maar ook incidenteel zijn. Of de samenwerking kwalificeert als handelen in onderling overleg in de zin van dit artikel zal echter afhangen van het *doel* van de samenwerking. Het sluiten van een stemovereenkomst of het (standaard) houden van een voorvergadering kunnen worden aangemerkt als handelen in onderling overleg, mits deze samenwerking als doel heeft het verkrijgen van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap of het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar te dwarsbomen ten grondslag ligt. Doorgaans zal dit doel ontbreken indien deze samenwerking betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang of het houden van bijvoorbeeld een voorvergadering plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap en de informatievertrekking daaromtrent door die vennootschap.

Voor het element «doel» is de subjectieve intentie die de betrokkenen bij de samenwerking op basis van de overeenkomst niet van doorslaggevend belang. Het gaat er om de doelstelling van de samenwerking naar objectieve maatstaven te bezien. Het element «doel» brengt voorts mee dat niet vereist is dat de samenwerking al *werkelijk* tot (verdere) verkrijging van overwegende zeggenschap heeft geleid, dan wel heeft geresulteerd in het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod. Met andere woorden: de samenwerking hoeft nog niet tot effect te hebben geleid. Of er sprake is van in onderling overleg handelende personen zal veelal afhangen van de concrete omstandigheden van het geval. De enkele omstandigheid dat twee van elkaar onafhankelijke vennootschappen samen meer dan 30% houden van de stemrechten in een vennootschap in een vergadering van aandeelhouders hetzelfde stemgedrag vertonen, betekent nog niet dat zij als «onderling overleg handelende personen» kunnen worden aangemerkt. Hier zijn bijkomende omstandigheden voor nodig. Dit wordt anders als de samenwerkende houders van aandelen en/of certificaten niet onafhankelijk van elkaar zijn, bijvoorbeeld twee groepsmaatschappen. Zo is in artikel 2, tweede lid, van de richtlijn bijvoorbeeld bepaald dat personen over wie een andere persoon de zeggenschap heeft in de zin van artikel 87 van richtlijn nr. 2001/34/EG van het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moeten worden gepubliceerd (PbEU L184), de zogenoemde gecontroleerde onderneming of dochtermaatschappij, worden beschouwd als met die andere persoon en met elkaar in onderling overleg handelende personen.

Bedoeld artikel 2, tweede lid, van de richtlijn is in de onderdelen 1 tot en met 4 van onderdeel s geïmplementeerd. De eerste categorie van personen (onderdeel 1) die worden geacht in onderling overleg te handelen betreffen de rechtspersonen en vennootschappen die met elkaar deel uitmaken van een groep. Door in het kader van deze bepaling de definitie van het begrip «groep» uit artikel 2:24b BW over te nemen, wordt aangesloten bij de in het jaarrekeningrecht gehanteerde criteria voor de

consolidatieplicht die geldt voor een moedervenootschap met betrekking tot andere rechtspersonen en vennootschappen in de groep. Artikel 2:24b BW omschrijft een groep als een economische eenheid waarin rechtspersonen en vennootschappen organisatorisch zijn verbonden. Het vereiste van een organisatorische verbondenheid veronderstelt dat sprake is van centrale leiding die ook door meerdere vennootschappen of rechtspersonen gezamenlijk kan worden uitgeoefend (kamerstukken II 1987/88, 19 813, nr. 5). De tweede categorie personen (onderdeel 2) betreffen rechtspersonen of vennootschappen en hun dochtermaatschappijen. Het begrip «dochtermaatschappij» verwijst op grond van artikel 1, onderdeel h, van de Wte 1995 naar de definitie van het begrip in artikel 2:24a BW. Het gaat hier om een dochtermaatschappij die een vennootschap als moeder heeft. De dochtermaatschappij kan echter ook een natuurlijk persoon als moeder hebben, zoals ook artikel 87 van richtlijn nr. 2001/34/EG stelt waarnaar in artikel 2, tweede lid, van de richtlijn wordt verwezen. Dit wordt geregeld in onderdeel 3 door te verwijzen naar de definitie van dochtermaatschappij in artikel 1, eerste lid, onderdeel d van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (Wmz 1996). Onderdeel 4 is afgeleid van artikel 87, eerste lid, onderdeel b, van de richtlijn nr. 2001/34/EG.

Bij algemene maatregel van bestuur kunnen deze vier onderdelen worden aangevuld met andere categorieën van personen ten aanzien waarvan wordt geacht dat de personen uit eenzelfde categorie in onderlinge overeenstemming handelen¹. In het voorgestelde tweede lid is een grondslag voor de algemene maatregel van bestuur opgenomen.

In het voorgestelde eerste lid, onderdeel t, wordt het begrip «doelvennootschap» gedefinieerd. De definitie geldt ter vervanging van artikel 1, onderdeel j, van het Bte 1995, dat zal worden geschrapt, en dient ter implementatie van artikel 1, onderdeel b, van de richtlijn. In het voorgestelde onderdeel wordt een vennootschap als doelvennootschap aangemerkt, indien er op de effecten die door de vennootschap zijn uitgegeven een openbaar bod als bedoeld in artikel 6a of 6e is «aangekondigd». Het pas kwalificeren van een vennootschap als doelvennootschap wanneer er openbaar bod op de effecten is «uitgebracht», zoals in artikel 1, onderdeel b, van de richtlijn is vervat, zou onwenselijk zijn. Het zou dan namelijk in een tamelijk vergevorderd stadium pas mogelijk zijn om vast te stellen welke toezichthoudende autoriteit als bevoegde autoriteit gezien kan worden, aangezien artikel 4 van de richtlijn de «doelvennootschap» daarvoor als uitgangspunt neemt. Daardoor zouden onder meer problemen kunnen optreden bij de vraag welke autoriteit bevoegd het biedingsbericht goed te keuren, omdat de goedkeuring van het biedingsbericht vooraf gaat aan het uitbrengen van het bod.

In het voorgestelde eerste lid, onderdeel u, wordt het begrip «aanmeldingstermijn» gedefinieerd. Aangesloten is bij de definitie van hetzelfde begrip in artikel 1, onderdeel l, Bte 1995. Dit begrip zal uit het Bte 1995 worden geschrapt.

Onderdeel B

Artikel 6a

In het eerste lid van dit artikel wordt de zogeheten biedplicht geïntroduceerd. Het eerste lid geldt ter implementatie van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn. Op grond van die bepaling dient een persoon die overwegende zeggenschap verwerft in een beursgenoteerde vennootschap te worden verplicht een openbaar bod uit te brengen. Aangezien het gaat om «verkrijging», geldt de biedplicht niet voor personen die overwegende zeggenschap hebben op het tijdstip van inwerkingtreding van de in dit artikel geregelde verplicht-bodregeling. Dit blijkt ook uit overweging 10 van de richtlijn, waarin uitdrukkelijk is gesteld dat het verplichte bod niet

¹ In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

geldt voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan op het tijdstip van inwerkingtreding van de nationale wetgeving tot uitvoering van de richtlijn. Het gevaar van benadeling van de minderheidsaandeelhouders kan zich weliswaar ook voordoen bij bestaande controlerende belangen, maar aandeelhouders kunnen weten dat zij op het moment dat zij aandelen van een dergelijke vennootschap kopen, te maken krijgen met een aandeelhouder die overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft. Transparantie over de bestaande aandeelhoudersstructuur is dan wel van belang. Dit is geregeld in artikel 10 van de richtlijn en zal worden geïmplementeerd in de op basis van artikel 2:391, vierde lid, BW, vast te stellen algemene maatregel van bestuur. Ook het vergroten van het aandelenbelang door een persoon die reeds overwegende zeggenschap heeft over de vennootschap, leidt niet tot een biedplicht.

Volgens de tekst van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn bestaat er een biedplicht indien overwegende zeggenschap wordt verkregen «ten gevolge van *eigen* verkrijging» van effecten. Uit deze zinsnede zou kunnen worden afgeleid dat er geen biedplicht ontstaat bij verkrijging van zeggenschap door andere omstandigheden, die niet kwalificeren als «eigen verkrijging van effecten», zoals inkoop van aandelen. Aangezien de regeling echter strekt tot de bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen machtsmisbruik door een aandeelhouder die overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft verworven, valt niet in te zien waarom zeggenschapsverkrijging via bijvoorbeeld inkoop van aandelen zou moeten worden vrijgesteld van de biedplicht¹. Een partij zou om tactische redenen een belang kunnen nemen van 29,9 procent van de stemrechten van de vennootschap en vervolgens kunnen wachten op een besluit van het bestuur om aandelen in te kopen. De partij met een 29,9%-belang zou op deze manier boven de bieddrempel kunnen komen, zonder de plicht te hebben een openbaar bod uit te brengen. Hij kan dan ongestoord zijn belang verder uitbreiden en de minderheidsaandeelhouders in een beknelde positie brengen. De zinsnede «ten gevolge van eigen verkrijging» uit artikel 5, eerste lid, van de richtlijn is derhalve niet overgenomen in onderhavig wetsvoorstel. Op grond van artikel 3, tweede lid, onder b, van de richtlijn mogen lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen dan die welke bij de richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist.

Uit artikel 5, eerste lid, van de richtlijn volgt dat het bod moet worden gedaan aan alle houders van effecten waaraan stemrechten zijn verbonden. Het is daardoor niet geoorloofd is om territoriale restricties in het bod op te nemen, bijvoorbeeld dat het bod niet gericht is tot effectenhouders die in Canada, Australië, Japan of de Verenigde Staten woonachtig zijn. De effectenhouders dienen gelijkwaardig te worden behandeld. Men zie ook het algemene beginsel van artikel 3, eerste lid, onderdeel a van de richtlijn. Wel kan in het biedingsbericht worden opgenomen dat de bieder zich niet actief zal richten tot de markten buiten de Europese Economische Ruimte (EER). Effectenhouders buiten de EER zullen dan niet actief worden benaderd, aangezien de bieder anders gedwongen wordt biedingsregels na te leven die vaak onevenredig belastend zijn, terwijl slechts een relatief klein aantal effectenhouders in de desbetreffende landen woonachtig is.

De biedplicht houdt, kort gezegd, in dat de persoon die, al dan niet handelend in onderling overleg met andere personen, overwegende zeggenschap heeft verworven in een beursgenoteerde vennootschap met zetel in Nederland, verplicht is een openbaar bod uit te brengen op alle overige aandelen en met medewerking van de doelvennootschap uitgegeven certificaten. Het bod dient onverwijld na afloop van de periode waarin de gratieregeling van artikel 6c van toepassing is, in beginsel dertig dagen, te worden aangekondigd. Zonodig kan op grond van artikel 6d, eerste lid, onderdeel a, aan de ondernemingskamer een verzoek worden gedaan een

¹ In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

gebod tot het uitbrengen van het openbaar bod op te leggen aan degene die overwegende zeggenschap heeft verworven. Nadat de aankondiging van het verplicht uit te brengen openbaar bod is gedaan, geldt dezelfde procedure als die geldt voor een vrijwillig openbaar bod. Zo kan de bieder, ingevolge artikel 6e, zijn verplichte bod pas uitbrengen nadat hij een goedgekeurd biedingsbericht algemeen verkrijgbaar heeft gesteld. In de op grond van artikel 6g, tweede lid, op te stellen algemene maatregel van bestuur zal worden bepaald dat een aanvraag van goedkeuring van het biedingsbericht binnen vier weken na de aankondiging van het bod bij de AFM moet worden ingediend.

Het voorgestelde tweede lid sluit toepassing van artikel 29 Wte 1995 betreffende de inlichtingenbevoegdheid van de AFM uit. De AFM heeft niet de bevoegdheid te beslissen of er in een concreet geval sprake is van «overwegende zeggenschap», waardoor een biedplicht ontstaat. Dat oordeel is aan de ondernemingskamer. Hierdoor bestaat ook geen noodzaak om de AFM de bevoegdheid te verlenen inlichtingen bij betrokkenen in te winnen ten aanzien van de vraag of een partij verplicht is een openbaar bod uit te brengen. Indien is komen vast te staan dat een partij verplicht is een openbaar bod uit te brengen en deze partij het verplichte openbare bod heeft aangekondigd, dan vangt de biedingsprocedure aan en heeft de AFM, net als nu bij vrijwillige biedingen reeds het geval is, wel de bevoegdheid om inlichtingen in te winnen bij betrokkenen.

Artikel 6b

Dit artikel bevat een aantal vrijstellingen inzake het verplichte bod. In bepaalde gevallen is een verplicht bod onnodig of onredelijk. Ingevolge artikel 4, vijfde lid, van de richtlijn zijn uitzonderingen op de krachtens de richtlijn ingevoerde verplicht-bodregeling geoorloofd, mits dit geen afbreuk doet aan de algemene beginselen van de richtlijn, zoals genoemd in artikel 3 van de richtlijn. Eén van de beginselen is dat in het geval een persoon overwegende zeggenschap over de vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten dienen te worden beschermd. Nationale uitzonderingen op de biedplicht dienen de bescherming van de minderheidsaandeelhouders dus niet illusoir te maken. Bovendien bevat artikel 4, tweede lid, onderdeel e, van de richtlijn de zinsnede «eventuele afwijkingen van de biedplicht», waaruit eveneens kan worden afgeleid dat uitzonderingen zijn toegestaan. De respondenten op het consultatiedocument «Invoering verplicht openbaar bod in Nederland»¹ uit 2002 gaven aan voorstander te zijn van een aantal uitzonderingen.

Het voorgestelde onderdeel a van het eerste lid geeft uitvoering aan artikel 1, tweede lid, van de richtlijn. Artikel 1, tweede lid, van de richtlijn bepaalt dat de richtlijn niet van toepassing is op, kort gezegd, beleggingsmaatschappijen die niet van het closed-end type zijn, dus open-end zijn. De definitie van beleggingsmaatschappij die niet van het closed-end type is, zoals opgenomen in het voorgestelde tweede lid, komt overeen met artikel 1, eerste lid, onderdeel g, van de richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de harmonisatie van de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van de richtlijn nr. 2001/34/EC (PbEU L 390) (de zogenoemde Transparantierichtlijn). Een partij die overwegende zeggenschap verkrijgt in een zogenoemde open-end beleggingsmaatschappij wordt als gevolg van dit artikel uitgezonderd van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod. Aandeelhouders van dergelijke beleggingsmaatschappijen hebben altijd de mogelijkheid om hun aandelen tegen intrinsieke waarde door de vennootschap te laten inkopen, waardoor een reële uitstapmogelijkheid is gewaarborgd. De zogenoemde closed-end beleggings-

¹ Terug te vinden op www.minfin.nl.

maatschappijen dienen op grond van de richtlijn wel onder de werking van de in dit wetsvoorstel opgenomen biedplicht te worden gebracht. Met het voorgestelde onderdeel b van het eerste lid wordt uitvoering gegeven aan artikel 5, tweede lid, van de richtlijn. Artikel 5, tweede lid, van de richtlijn bepaalt dat de biedplicht niet langer van toepassing is wanneer overwegende zeggenschap is verkregen als gevolg van een vrijwillig openbaar bod dat tot alle aandeelhouders was gericht en op al hun aandelen betrekking had. In een dergelijke situatie hebben alle aandeelhouders reeds de mogelijkheid gehad hun aandelen aan te bieden en «uit te stappen».

Het voorgestelde onderdeel c van het eerste lid ziet op de situatie dat overwegende zeggenschap wordt verkregen door een rechtspersoon die aandelen houdt ter afwering van een (vijandige) overname, zoals een «stichting continuïteit» die op het moment dat een (vijandig) openbaar bod wordt aangekondigd of uitgebracht haar optie uitoefent ter verkrijging van (beschermingspreferente) aandelen. Uit de consultatie over de invoering van het verplichte bod bleek behoefte aan een uitzondering op de biedplicht voor deze situatie. Uit recent onderzoek blijkt dat ongeveer driekwart van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de statuten de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen heeft opgenomen. De beschermingspreferente aandelen worden in overnamesituaties in de regel aan een «bevriende rechtspersoon» uitgegeven om een gelijk speelveld te creëren in de onderhandelingen tussen bieder en doelvennootschap, ten einde de doelvennootschap tijd te geven haar positie ten opzichte van de bieder te bepalen, eventuele alternatieven te zoeken, een hogere overnameprijs te bedingen of werkgelegenheidsgaranties af te dwingen. De bevriende rechtspersoon zal statutair gehouden moeten zijn te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen en kan dientengevolge niet louter handelen in het belang van zichzelf. De uitzondering van onderdeel c beperkt zich tot de situatie waarin er sprake is van een «dreiging» van een overname. Het dient namelijk te gaan om een rechtspersoon die de (preferente) aandelen «gaat houden» nadat een openbaar bod is aangekondigd. Het uitgeven van aandelen aan een rechtspersoon op het moment dat geen sprake is van enige overnamedreiging valt derhalve niet onder de uitzondering en kan er in het uiterste geval zelfs toe leiden dat de rechtspersoon waaraan de aandelen worden uitgegeven biedplichtig wordt.

Daarnaast zijn er aan de uitzondering van onderdeel c van het eerste lid nog twee vereisten verbonden. Het betreft allereerst het vereiste dat de rechtspersoon onafhankelijk dient te zijn van de doelvennootschap. Dit vereiste is afgeleid van punt 2, onder a tot en met c, van Bijlage X van het Fondsenreglement. Het tweede vereiste is dat binnen twee jaar na de uitgifte de aandelen dienen te worden ingekocht of ingetrokken door de doelvennootschap. Vanzelfsprekend zal een inkoop of intrekking van aandelen dienen te geschieden met inachtneming van de daaraan gestelde wettelijke vereisten (artikelen 98 tot en met 100 van Boek 2 BW). Het voorgestelde onderdeel d van het eerste lid zondert de stichting administratiekantoor uit van het verplichte openbaar bod. Een administratiekantoor kan overwegende zeggenschap verkrijgen op het moment dat van een vennootschap certificaten van aandelen tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en de aandelen worden overgedragen aan een stichting administratiekantoor ten titel van beheer. Daarnaast kan worden gedacht aan de situatie waarbij een bestaand administratiekantoor aandelen op naam verkrijgt van aandeelhouders die hun belang in de vorm van toondercertificaten ter beurse willen verhandelen. Een administratiekantoor beschikt echter niet over de middelen om een openbaar bod te kunnen financieren. Op grond van artikel 3:259 BW berusten alle economische rechten, zoals het dividend, bij de certificaathouders. Het gevaar van benadeling van de minderheidsaandeelhouders –

certificaathouders in dit geval – is klein. Op grond van artikel 2:118a BW (nieuw) hebben certificaathouders onder alle omstandigheden het recht op een stemvolmacht van de aandeelhouder – het administratiekantoor – als zij daarom vragen. Vrijwel alle respondenten op het consultatiedocument inzake de invoering van het verplichte bod gaven aan voorstander te zijn van het voornemen om het administratiekantoor vrij te stellen van de biedplicht.

Het voorgestelde onderdeel e van het eerste lid bevat een uitzondering voor een herstructurering binnen een groep. In het geval dat bijvoorbeeld de moeder haar beursgenoteerde dochtermaatschappij overdraagt aan een tussenholding, zou op die tussenholding een biedplicht rusten. Door de opname van een vrijstelling worden dergelijke reorganisaties niet onnodig belemmerd. De vrijstelling leidt niet tot een verhoogd gevaar van machtsmisbruik (de zeggenschap blijft immers binnen de groep) en is in lijn met de overnameregelgeving in Duitsland, Frankrijk en Italië.

Op grond van de formulering van onderdeel f van het eerste lid is een persoon die overwegende zeggenschap verkrijgt over een vennootschap uitgezonderd van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod, wanneer aan deze vennootschap surseance van betaling is verleend of in staat van faillissement is verklaard.

Het voorgestelde onderdeel g van het eerste lid ziet op de situatie waarbij reeds overwegende zeggenschap bestaat in een vennootschap en het aandelenpakket dat tot deze overwegende zeggenschap leidt vererft. Door de overgang van een belang dat zeggenschap verschaft aan een familielid zullen de overige aandeelhouders niet in een (meer) bekelde positie kunnen komen. Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk kennen ook een dergelijke uitzondering.

Het voorgestelde eerste lid, onderdeel h, bevat een uitzondering voor de situatie dat verschillende personen gelijktijdig, dat wil zeggen op dezelfde dag, overwegende zeggenschap verkrijgen. Gelijktijdige verkrijging van overwegende zeggenschap kan zich onder meer voordoen indien verschillende personen op hetzelfde moment ondershands een pakket verkrijgen dat overwegende zeggenschap biedt over de vennootschap, bij uitgifte van aandelen, bij fusie of splitsing en indien aandeelhouders met elkaar in overeenstemming gaan handelen of één van de leden van de samenwerkende groep zijn belang vergroot. Het is niet nodig om de wettelijke plicht tot het uitbrengen van een bod op alle personen te leggen. In navolging van de regeling in Duitsland en Italië rust de biedplicht op de aandeel- of certificaathouder met het grootste belang, dat wil zeggen op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen. In het (uitzonderlijke) geval dat twee of meer personen gelijktijdig overwegende zeggenschap verkrijgen en het aantal stemrechten dat daaraan verbonden is ook gelijk mocht zijn, is de uitzondering van onderdeel i niet van toepassing.

Het voorgestelde onderdeel i van het eerste lid ziet op de situatie van initiële toelating tot de handel van een minderheidspakket van aandelen op gereguleerde markt. Een belegger die dergelijke aandelen koopt kan via het prospectus weten dat hij te maken krijgt met een partij die de overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft. Op grond van artikel 6a, eerste lid, ontstaat de biedplicht op het moment dat een partij overwegende zeggenschap «verkiijgt». Gesteld zou kunnen worden dat een partij die overwegende zeggenschap «behoudt» op het moment dat effecten worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt niet valt onder de verplichting van artikel 6a, eerste lid. Op advies van de commissie vennootschapsrecht is de uitzondering echter expliciet opgenomen, ten einde elke twijfel weg te nemen.

Onderdeel j van het eerste lid bevat de uitzondering van de biedplicht voor de bewaarnemer van aandelen, voor zover de bewaarder de stemrechten niet naar eigen goeddunken kan uitoefenen. VNO-NCW, VEUO en de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) hebben tijdens de consultatie van een voorontwerp van onderhavig wetsvoorstel op deze uitzonde-

ring aangedrongen. Het in bewaring geven van aandelen leidt tot verkrijging van eigendom door de bewaarnemer die daardoor jegens de vennootschap bevoegd wordt om het stemrecht uit te oefenen. De bewaarnemer kan hierdoor onder de biedplicht vallen. Er bestaat in deze situatie echter geen gevaar van machtsmisbruik door de bewaarnemer, wanneer hij het stemrecht niet naar eigen goeddunken kan uitoefenen: voor de uitoefening van het stemrecht heeft hij immers een instructie nodig van de personen die de aandelen bij hem in bewaring hebben gegeven. Indien de bewaarnemer wel naar eigen inzicht het stemrecht kan uitoefenen, valt hij onder de verplichting van artikel 6a Wte 1995. Bewaarnemers hebben, voorzover zij het stemrecht niet naar eigen goeddunken kunnen uitoefenen, ook niet de plicht om zeggenschapsmeldingen te doen.

Onderdeel k van het voorgestelde eerste lid ziet op de uitzondering voor een persoon die overwegende zeggenschap verkrijgt door een huwelijk of geregistreerd partnerschap aan te gaan met een persoon die reeds overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft. De resterende aandeelhouders hebben immers al op een eerder moment een uitstapmogelijkheid geboden gekregen, namelijk op het moment dat de andere aandeelhouder of certificaathouder overwegende zeggenschap verwierf, of konden zij kennis hebben van het feit dat de vennootschap een aandeelhouder met overwegende zeggenschap kende op het moment van aankoop van de aandelen.

Het tweede lid biedt de mogelijkheid op bij algemene maatregel van bestuur nadere regels te stellen voor rechtspersonen als bedoeld in het eerste lid, onderdeel c. Deze regels zullen met name betrekking kunnen hebben op de onafhankelijkheid van de desbetreffende rechtspersonen.

Artikel 6c

Het kan voorkomen dat een persoon overwegende zeggenschap over de doelvennootschap verkrijgt zonder zelf te handelen. Ook kan het gebeuren dat overwegende zeggenschap «per ongeluk» wordt verworven, bijvoorbeeld door ondoordachte of geautomatiseerde aankopen. Artikel 4, vijfde lid, van de richtlijn biedt de ruimte voor een zogenoemde gratieregeling, mits een dergelijke regeling geen afbreuk doet aan de strekking van de biedplicht, zoals vermeld in artikel 3, eerste lid, van de richtlijn en er geen oneigenlijke markten in de effecten van de doelvennootschap ontstaan. Een gratieregeling houdt in dat de persoon die overwegende zeggenschap verkrijgt gedurende een bepaalde periode in staat wordt gesteld zijn belang af te bouwen tot onder de bieddrempel, zonder dat hij wordt verplicht een openbaar bod uit te brengen. Een gratieregeling biedt uitkomst in gevallen dat de persoon die zeggenschap verkrijgt bijvoorbeeld niet genoeg financiële middelen heeft om een bod uit te brengen op alle resterende aandelen. Een gratieregeling bestaat ook in andere EU-lidstaten, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en Italië. Het voorgestelde eerste lid van artikel 6c bepaalt dat de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod vervalt, indien binnen dertig dagen na de openbare mededeling over de verkrijging van overwegende zeggenschap de overwegende zeggenschap niet langer wordt gehouden, mits de persoon die de overwegende zeggenschap houdt in deze periode zijn stemrechten niet heeft uitgeoefend. Heeft hij in deze periode zijn stemrechten toch uitgeoefend, bijvoorbeeld om veranderingen in de structuur van de vennootschap aan te brengen, dan is hij alsnog verplicht om een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen. Niet relevant is de oorzaak van de overschrijding van de bieddrempel. Beroep op de clause is te allen tijde mogelijk, en niet slechts bij vergissing, zoals in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. Het zal in de praktijk namelijk moeilijk zijn vast te stellen of de overschrijding «per ongeluk» dan wel opzettelijk heeft plaatsgevonden. Voorts is de omvang van de overschrijding niet van belang en evenmin op welke wijze het belang tot onder de bieddrempel wordt terug-

gebracht (bijvoorbeeld door de verkoop van aandelen, de uitgifte van aandelen door de doelvennootschap of het verbreken van een samenwerking met een andere aandeelhouder).

Wel wordt de gratieregeling aan een bepaalde termijn gekoppeld om de markt duidelijkheid te verschaffen of er wel of niet een openbaar bod zal worden uitgebracht op de doelvennootschap. Het opnemen van een termijn van dertig dagen komt tegemoet aan het algemene beginsel, genoemd in artikel 3, eerste lid, onderdeel d, van de richtlijn. Dit algemene beginsel stelt dat er geen oneigenlijke markten mogen ontstaan in effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap, waardoor de prijzen van de effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markten zou worden verstoord. Met een termijn van dertig dagen bevindt de Nederlandse regeling zich tussen de regeling in het Verenigd Koninkrijk (wordt geen termijn genoemd), Italië (daar mag een persoon die maximaal drie procentpunt boven de bieddrempel zit, zijn belang binnen twaalf maanden afbouwen), Frankrijk (daar mag een persoon die maximaal drie procentpunt boven de bieddrempel zit, zijn belang binnen zes maanden afbouwen) en in Duitsland (een overschrijding van de bieddrempel per vergissing moet «onverwijld» worden afgebouwd). Voorts wordt met deze termijn een evenwicht gevonden tussen de gerechtvaardigde belangen van de aandeelhouders en certificaathouders om snel duidelijkheid te krijgen over het wel of niet uitbrengen van een openbaar bod en de belangen van een partij om enige tijd te hebben haar belang af te bouwen.

Het voorgestelde tweede lid is tot stand gekomen naar aanleiding van het advies van de Raad van State en opmerkingen van enkele marktpartijen die ertoe strekten een mogelijkheid te creëren om onder omstandigheden de termijn van dertig dagen te verlengen. Aan de ondernemingskamer is de bevoegdheid toegekend om op verzoek de termijn van dertig dagen met maximaal zestig dagen te verlengen. In lijn met de artikelen 6a en 6c, eerste volzin, is het voor de mogelijkheid om de ondernemingskamer te verzoeken de gratieregeling te verlengen niet relevant wat de oorzaak is van de overschrijding van de bieddrempel. De ondernemingskamer dient bij zijn beslissing uiteraard alle betrokken belangen te laten meewegen. Naast de belangen van de vennootschap die overwegende zeggenschap heeft verkregen, betreft het de belangen van de (andere) aandeelhouders én de belangen van de vennootschap waarin zeggenschap wordt gehouden (potentiële doelvennootschap).

Het voorgestelde derde lid bepaalt dat de ondernemingskamer op verzoek van de doelvennootschap of een belanghebbende van deze doelvennootschap in het belang van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming een partij kan vrijstellen van de biedplicht, mits de verzoekers aannemelijk hebben gemaakt dat de vennootschap in ernstige financiële moeilijkheden verkeert, welke een bedreiging vormen voor de continuïteit van de vennootschap. Een dergelijke toestand van de vennootschap ligt vòòr het tijdstip waarop de vennootschap in staat van faillissement is verklaard of waaraan surseance van betaling is verleend, opdat de vennootschap, onder meer in het belang van behoud van werkgelegenheid, nog kan worden «gered». Op grond van het voorgestelde artikel 6b, onderdeel f, behoeft geen verplicht openbaar bod te worden uitgebracht wanneer de vennootschap surseance van betaling is verleend of in staat van faillissement is verklaard. Als belanghebbende worden in ieder geval worden aangemerkt de doelvennootschap en de aandeelhouders en de certificaathouders van de vennootschap.

Het voorgestelde vierde lid ziet op de in artikel 6b, onderdeel h, geregelde situatie waarin twee of meer natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen gelijktijdig overwegende zeggenschap hebben verworven. Als degene waarop ingevolge artikel 6b, onderdeel h, de bied-

plicht rust onder gebruikmaking van het eerste lid zijn overwegende zeggenschap verliest, is deze persoon ingevolge artikel 6a, eerste lid, niet langer gehouden tot het uitbrengen van een openbaar bod. Als gevolg daarvan herleeft de biedplicht voor degene die in eerste instantie op grond van bedoeld onderdeel h van die plicht was uitgezonderd. Er zijn namelijk geen goede redenen de uitzondering van de biedplicht voor een persoon die overwegende zeggenschap heeft te continueren, indien de omstandigheid die de uitzondering van de biedplicht rechtvaardigde (de gelijktijdige verkrijging van overwegende zeggenschap door een ander persoon die over meer stemrechten kon beschikken) niet meer bestaat. De herleving van de biedplicht betekent ook dat de desbetreffende persoon overeenkomstig artikel 6c, eerste en tweede lid, een mogelijkheid dient te hebben om na de herleving zijn belang terug te brengen. Het voorgestelde vierde lid strekt daartoe.

Artikel 6d

Artikel 17 van de richtlijn bepaalt dat de lidstaten de sancties bepalen voor overtredingen van de overnameregels en dat zij alle maatregelen treffen die nodig zijn om de oplegging van die sancties te verzekeren. De aldus vastgestelde sancties moeten doeltreffend, evenredig en afschrikwekkend zijn, aldus artikel 17 van de richtlijn. Op grond artikel 6d moet de burgerlijke rechter in voorkomende gevallen beoordelen of een (rechts)persoon overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft verworven en er een openbaar bod dient te volgen. De burgerlijke rechter kan bijvoorbeeld beoordelen of personen zodanig samenwerken dat daardoor overwegende zeggenschap bestaat.

In artikel 6d is een procedure opgenomen die de rechter in staat stelt civielrechtelijke sancties, zoals schorsing van het stemrecht, te treffen in het geval de partij die overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft verkregen zich niet houdt aan de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod. Het voorgestelde eerste lid bepaalt welke personen en instellingen de ondernemingskamer kunnen verzoeken civielrechtelijke sancties te treffen tegen degene die de zeggenschap over de vennootschap heeft verworven. Ten eerste zijn dat de kapitaalverschaffers van de doelvennootschap. Zij worden immers rechtstreeks in hun belang getroffen. Daaronder valt ook een rechtspersoon als bedoeld in artikel 3:305a BW. Ten tweede kan de doelvennootschap de ondernemingskamer verzoeken civielrechtelijke sancties te treffen. De belangen van de doelvennootschap en haar betrokkenen (met name de minderheidsaandeelhouders) kunnen worden geschaad wanneer degene die overwegende zeggenschap verkrijgt de biedplicht overtreedt. De doelvennootschap kan worden geconfronteerd met een ongewenste belager die overwegende zeggenschap houdt, maar geen openbaar bod wil uitbrengen.

Het voorgestelde eerste lid regelt ook welke maatregelen de ondernemingskamer kan treffen. De eerste maatregel die de ondernemingskamer kan treffen is het veroordelen van degene die overwegende zeggenschap heeft verworven tot het uitbrengen van een openbaar bod. De tweede maatregel ziet op het schorsen van het stemrecht van degene die overwegende zeggenschap heeft verworven. De ondernemingskamer besluit over de lengte van de periode waarin het stemrecht niet kan worden uitgeoefend. Een derde maatregel is het schorsen van het recht op deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders van degene die overwegende zeggenschap heeft verworven. De ondernemingskamer beslist over de lengte van de periode waarin hij niet mag deelnemen aan de besluitvorming op de algemene vergadering. Een vierde maatregel is de tijdelijke overdracht van de effecten van degene die overwegende zeggenschap heeft verworven ten titel van beheer. Een vijfde maatregel is het geven van een bevel tot het afbouwen van het controlerende belang tot onder de biedgrens. De ondernemingskamer beslist over de lengte van de periode waarin het belang dient te worden afgebouwd.

Het voorgestelde tweede lid bepaalt dat de ondernemingskamer als ordemaatregel en voor de duur van het geding voorlopige voorzieningen kan treffen. Tegen beschikkingen van de ondernemingskamer kan op grond van het vierde lid beroep in cassatie worden ingesteld.

De AFM heeft geen rol bij vraagstukken omtrent de biedplicht, zoals het oordeel over het bestaan van overwegende zeggenschap. De AFM kan op grond van de Wte 1995 wel de benodigde inlichtingen inwinnen of doen inwinnen die redelijkerwijs noodzakelijk zijn voor de juiste uitoefening van de wettelijke taken en bevoegdheden in verband met de regels voor de op de aankondiging van een verplicht volgende *biedingsprocedure* en nagaan of de wettelijke bepalingen daaromtrent worden nageleefd, zoals het opstellen van een biedingsbericht, openbaarmaking van het bod en de termijn voor aanvaarding van het bod.

Artikel 6e

Op grond van het eerste lid is het verboden een openbaar bod uit te brengen op effecten die zijn toegelaten tot een gereguleerde markt in Nederland, tenzij ter zake van het openbaar bod een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar wordt gesteld dat is goedgekeurd door de Minister van Financiën of door een toezichthoudende autoriteit uit een andere lidstaat. Artikel 1, eerste lid, van de richtlijn bepaalt het toepassingsgebied van de richtlijn op vennootschappen met statutaire zetel in de Europese Unie waarvan effecten in één of meer lidstaten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van richtlijn nr. 93/22/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PbEU L 141). De implementatie van artikel 1, eerste lid, van de richtlijn heeft voor de huidige werkingssfeer van de Nederlandse biedingsregels een tweetal consequenties.

De thans op artikel 6a (oud) Wte 1995 gebaseerde biedingsregels zijn van toepassing op openbare biedingen op (i) effecten die zijn toegelaten tot de notering op een erkende markt en op (ii) effecten die geregeld worden verhandeld in Nederland. De eerste consequentie van implementatie van artikel 1, eerste lid, van de richtlijn is dat dient te worden aangeknoopt bij het bredere begrip «toegelaten tot de handel» in plaats van «notering». Hierdoor vallen ook vennootschappen die effecten hebben uitgegeven welke geen officiële notering aan een gereguleerde markt in Nederland hebben, maar wel op die gereguleerde markt worden verhandeld onder de werkingssfeer van de Nederlandse biedingsregels. De tweede consequentie van implementatie van de richtlijn is dat het begrip «gereguleerde verhandeling in Nederland» overbodig wordt.

In het voorgestelde tweede lid is geregeld in welke situaties de AFM bevoegd is tot goedkeuring van het biedingsbericht. Daarmee wordt uitvoering gegeven aan artikel 4, tweede lid, van de richtlijn. In onderdeel a is bepaald dat als de *doelvennootschap* haar zetel heeft in Nederland, de AFM bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren, mits de effecten die zijn uitgegeven door deze doelvennootschap ook in Nederland zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (zie artikel 4, tweede lid, onderdeel a, van de richtlijn). De onderdelen b en c regelen de bevoegdheid van de AFM indien de doelvennootschap zetel heeft in een andere lidstaat. Wanneer de effecten van een doelvennootschap met zetel in een andere lidstaat in Nederland zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt en de effecten niet tevens zijn toegelaten op een gereguleerde markt in enige andere lidstaat, is de AFM op grond van onderdeel b bevoegd het biedingsbericht goed te keuren (zie artikel 4, tweede lid, onderdeel b, eerste alinea, van de richtlijn). De AFM is ten aanzien van een doelvennootschap met zetel in andere lidstaat ook bevoegd tot goedkeuring van het biedingsbericht, ingeval de effecten tot de handel zijn toegelaten op de gereguleerde markt in Nederland en

daarna tevens zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt in een andere lidstaat (zie artikel 4, tweede lid, onderdeel b, tweede alinea, van de richtlijn). Dit volgt uit onderdeel c. Ook onderdeel d heeft betrekking op een situatie waarin de doelvennootschap zetel heeft in een andere lidstaat. Het gaat dan om een doelvennootschap waarvan de effecten *gelijktijdig* voor het eerst zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland en tot de handel op een gereglementeerde markt in een andere lidstaat dan waar de doelvennootschap zetel heeft, en de doelvennootschap voor goedkeuring door de AFM heeft gekozen (zie artikel 4, tweede lid, onderdeel c eerste alinea, van de richtlijn). Ingeval de doelvennootschap zetel heeft in een andere lidstaat én de effecten zijn toegelaten tot de handel op de gereglementeerde markt in diezelfde lidstaat dan is de AFM in geen geval bevoegd. Dit geldt ook als de effecten tevens, zelfs als het eerder is, zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland. Dat volgt namelijk uit de hoofdregel van artikel 4, tweede lid, onderdeel a, van de richtlijn. Het is voor de toepassing van de Nederlandse biedingsregels overigens onder geen omstandigheid van belang waar de *bieder* zijn zetel heeft of waar zijn effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

Voor vennootschappen waarvan effecten tegelijkertijd tot de handel van gereglementeerde markten in meerdere lidstaten zijn toegelaten geldt een overgangsregeling, die is opgenomen in artikel IV.

Onderdeel e heeft betrekking op de situatie dat doelvennootschap zetel heeft in staat, niet zijnde een lidstaat, (buiten de Europese Economische Ruimte) én is toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland. De richtlijn en daarmee het paspoortstelsel is dan niet van toepassing; wel gelden in dat geval «gewoon» de Nederlandse biedingsregels. Op grond van het voorgestelde artikel 6f kan de AFM ontheffing verlenen van het vereiste om het biedingsbericht te laten goedkeuren. Door deze ontheffingsmogelijkheid zal onder meer de samenloop met buitenlandse (buiten de Europese Economische Ruimte geldende) biedingsregels kunnen worden ondervangen, en kan bijvoorbeeld ook worden voorkomen dat de Nederlandse biedingsregels moeten worden toegepast op een openbaar bod in Nederland dat betrekking heeft op een gering aantal effecten.

Artikel 6f

Het eerste lid regelt dat paragraaf 3 van de wet uitsluitend van toepassing is als de AFM bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren. Het tweede lid beoogt dat de aandeelhouders van de doelvennootschap onverwijld kennis kunnen nemen van alle omstandigheden die in verband met een eventueel (openbaar) bod en de koersontwikkeling van de aandelen in kwestie nodig zijn. Aangezien artikel 47 van de Wte 1995 niet rechtstreeks van toepassing zal zijn in het geval van een bieder waarvan de effecten tot de uitsluitend zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in een andere lidstaat, dan wel het een Nederlandse vennootschap betreft die in het geheel niet is toegelaten tot een gereglementeerde markt, is het wenselijk ten aanzien van openbare biedingen de werkingsfeer van artikel 47 te verruimen. Een bieder die is toegelaten tot een gereglementeerde markt in een andere lidstaat zal in eigen land weliswaar – waarschijnlijk – een openbare mededeling moeten doen omdat de richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6 betreffende voorwetenschap en marktmanipulatie) de lidstaten ertoe verplicht een dergelijk openbaarmakingsverplichting in hun wetgeving op te nemen. Dit is echter niet voldoende om de bieder die is toegelaten tot een gereglementeerde markt in een andere lidstaat vrij te stellen van het doen van een openbare mededeling terzake van een (voorgenomen) overnamebod in Nederland, omdat dit tot gevolg zou hebben dat er een te zware onderzoeksplicht op de aandeelhouders van de Nederlandse doelvennootschap zou komen te rusten.

Artikel 6g

Het eerste lid regelt dat de AFM, uiteraard voor zover zij daartoe op grond van artikel 6e, tweede lid, bevoegd is, een aanvraag van goedkeuring van het biedingsbericht moet honoreren, indien het biedingsbericht voldoet aan de eisen die daarin bij algemene maatregel van bestuur worden gesteld. Het tweede lid biedt een grondslag voor het stellen van regels bij algemene maatregel van bestuur. Onderdeel a geldt ter vervanging van het huidige artikel 6a, derde lid, van de Wte 1995. In onderdeel b wordt een grondslag gegeven voor het stellen van regels over onder meer de wijze en het tijdstip waarop de door de bieder te leveren tegenprestatie dient te worden beschikbaar gesteld. De regels kunnen onder meer gelden ter uitvoering van artikel 3, eerste lid, onderdeel e, van de richtlijn (de zogeheten certain funds). Het derde lid geldt ter vervanging van het huidige artikel 6a, vierde lid, van de Wte 1995, met dien verstande dat is aangesloten bij artikel 43 van de Aanwijzingen voor de regelgeving, waarin een modelbepaling is opgenomen voor voorwaardelijke delegatie.

Artikel 6h

In dit artikel wordt de procedure van de goedkeuring van het biedingsbericht door de AFM geregeld. Aangezien een deel van de openbare biedingen ruilbiedingen betreft en daardoor prospectus en biedingsbericht vaak worden samengevoegd tot één document, is het wenselijk om de «goedkeuringsprocedures» voor prospectus en biedingsbericht zoveel mogelijk identiek te maken. Hierdoor worden onnodige administratieve lasten voor de beursgenoteerde vennootschappen voorkomen. De goedkeuringssystematiek van prospectussen, zoals geregeld in artikel 3a Wte 1995, is daarom zoveel mogelijk overgenomen voor openbare biedingen. Zo geldt er ook voor de goedkeuring van biedingsberichten een termijn van tien werkdagen. In het tweede lid is bepaald dat indien de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht onder toepassing van artikel 4:5 van de Algemene wet bestuursrecht ter aanvulling is teruggezonden aan de aanvrager, de termijn van tien werkdagen opnieuw begint te lopen nadat de aanvraag is aangevuld. Dit komt overeen met artikel 3a, vierde lid, van de Wte 1995.

Artikel 6i

Deze bepaling regelt binnen welke termijn nadat de AFM het biedingsbericht heeft goedgekeurd de bieder een openbare mededeling dient te doen omtrent het al dan niet uitbrengen van het bod. Hij dient binnen zes dagen nadat het besluit aan hem bekend is gemaakt hetzij het bod door algemeenverkrijgbaarstelling van het biedingsbericht uit te brengen hetzij een openbare mededeling te doen dat hij geen openbaar bod zal uitbrengen. Aangezien het (definitief) wel of niet uitbrengen van het bod vrijwel altijd koersgevoelige informatie zal betreffen, zal de wijze waarop de openbare mededeling wordt gedaan worden beheerst door artikel 47, eerste lid, van de wet of het voorgestelde artikel 6f. De bepaling strekt zich niet uit tot de situatie waarin de AFM negatief heeft beslist op een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht. In dat geval moet de potentiële bieder namelijk de gelegenheid worden gegund om zich te beraden op de keuze om een nieuw biedingsbericht op te stellen ofwel af te zien van het uitbrengen van een openbaar bod.

Artikel 6j

Dit artikel geldt ter vervanging van het bestaande artikel 6b van de Wte 1995. Op grond van dat artikel mag een bieder, nadat hij zijn bod gestand heeft gedaan, gedurende een periode van drie jaar na publicatie van het biedingsbericht geen effecten of rechten van deelneming tegen gunstiger voorwaarden verkrijgen. Het artikel beoogt te voorkomen dat de bieder met een (groot)aandeelhouder afsprekt dat hij na de gestanddoening de effecten of rechten van deelneming tegen een gunstiger prijs of tegen

gunstiger voorwaarden zal kopen. Reeds in de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel betreffende openbare biedingen op effecten (Kamerstukken II 2000/01, 27 172, nr. 6) is aangegeven dat deze termijn in de zogenoemde tweede fase van de wettelijke regeling van openbare biedingen zal worden gezien. Uit consultaties in de praktijk is gebleken dat de termijn van drie jaar te lang is. Voorgesteld wordt om de termijn op één jaar te stellen. Een dergelijke termijn sluit ook beter aan bij de termijnen die gelden in het Verenigd Koninkrijk (zes maanden) en Duitsland (één jaar).

Artikel 6k

Op grond van het eerste lid is het voor een effecteninstelling verboden (verdere) medewerking te verlenen aan de voorbereiding, uitvoering en afwikkeling van een openbaar bod, indien het bod in strijd met hoofdstuk IIA van de Wte 1995 wordt uitgebracht. Hiermee wordt beoogd te voorkomen dat een openbaar bod wordt geëffectueerd in strijd met de biedingsregels. Het verbod is thans opgenomen in artikel van de 32a Bte 1995, maar het is wenselijk deze bepaling op het niveau van wet te brengen. Voorts zijn er in de praktijk bezwaren tegen de formulering van artikel 32a van de Bte 1995 in die zin dat niet de toezichthouder, maar de effecteninstelling zelf moet bepalen of en wanneer niet mag worden meegewerkt aan de uitvoering en afwikkeling van een openbaar bod. Dit kan in redelijkheid niet van een effecteninstelling worden verwacht; zij is immers geen toezichthouder en heeft derhalve ook geen wettelijke inlichtingenbevoegdheid om overtreding van de biedingsregels te kunnen constateren. In het geval dat meerdere effecteninstellingen betrokken zijn bij de uitvoering van het openbaar bod, kan het oordeel over de vraag of en zo ja wanneer één of meer biedingsregels zijn overtreden bovendien verschillend zijn en kan dit leiden tot discussies over de toepasselijkheid van het bemiddelingsverbod en het moment waarop deze ingaat. Daarom is in het eerste lid bepaald dat eerst de AFM een oordeel moet vellen over eventuele overtreding van de biedingsregels en vervolgens effecteninstellingen dient te gelasten zich van iedere medewerking te onthouden. Mocht dit daadwerkelijk het geval zijn, dan deelt zij dit mede aan de effecteninstelling.

Op grond van het tweede lid worden bij algemene maatregel van bestuur regels gesteld aan het bemiddelingsverbod voor effecteninstellingen.

Artikel 6l

Op grond van het voorgestelde eerste lid is de Minister van Financiën bevoegd een (generiek werkende) vrijstelling te verlenen van bepaalde bepalingen uit hoofdstuk IIA, zodat deze niet van toepassing zijn. Deze bepaling komt overeen met het eerste lid van het bestaande artikel 6 van de Wte 1995. Het is wenselijk om de vrijstellingsbevoegdheid uit te breiden tot de verplicht-bodregeling in artikel 6a. In artikel 6b is reeds een aantal vrijstellingen opgenomen, maar het is voorstelbaar dat marktomstandigheden ertoe kunnen leiden dat in de toekomst nieuwe vrijstellingen noodzakelijk zijn, welke relatief snel gerealiseerd dienen te kunnen worden.

In het voorgestelde tweede lid wordt de bevoegdheid voor de AFM geregeld om (in een individueel geval) een ontheffing te verlenen. De aanvrager dient daarbij aan te tonen dat redelijkerwijs niet aan de desbetreffende wettelijke bepalingen kan worden voldaan en dat de doeleinden die de wet beoogt te bereiken anderszins voldoende zijn bereikt. De in dit artikel opgenomen ontheffingsmogelijkheid kan niet zien op de verplichting om een bod uit te brengen. Het derde lid heeft betrekking op de situatie dat een biedingsbericht is goedgekeurd door de toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat. Een dergelijke goedkeuring wordt ingevolge artikel 6e, eerste lid, in Nederland erkend. Wel krijgt de AFM een beperkte mogelijkheid tot het verlangen van aanvullende informatie in het

biedingsbericht. Een verzoek tot aanvullende informatie zal nimmer zo ver kunnen gaan dat er de facto sprake is van een tweede goedkeuring van het biedingsbericht.

Onderdelen C tot en met J

Als gevolg van de andere indeling van hoofdstuk IIA van de Wte 1995, zijn de verwijzingen naar de artikelen van dit hoofdstuk in de artikelen 28 (aanwijzingsbevoegdheid), 40 (delegatiebevoegdheid Minister), 42 (kostendoorberekening), 48b (last onder dwangsom), 48c (bestuurlijke boete), 48d (bedrag van de boete) en 48n (openbaarmaking van overtredingen) en in de boetetabel behorende bij artikel 48d aangepast. Er zijn geen inhoudelijke wijzigingen aangebracht. De AFM kan het bestuursrechtelijke instrumentarium alleen inzetten bij overtreding van de procedureregels inzake een openbaar bod. Zoals in de toelichting op artikel 6d is vermeld, heeft de AFM geen taak bij de vaststelling of een partij verplicht is een openbaar bod uit te brengen en heeft zij derhalve ook niet de mogelijkheid het bestuursrechtelijke instrumentarium daarbij in te zetten. De ondernemingskamer dient te beoordelen of een (rechts-) persoon overwegende zeggenschap over de vennootschap heeft verworven en er een openbaar bod dient te volgen.

ARTIKEL II

Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek

Artikel 118a

Aan de voorgestelde aanpassing van artikel 2:118a BW is uitvoerig aandacht geschonken in paragraaf 2 van het algemeen deel van deze toelichting. Voor een bespreking van de overwegingen die ten grondslag liggen aan de voorstellen tot aanpassing van dit artikel wordt daar naar verwezen. Concreet behelst de voorgestelde aanpassing van dit artikel het laten vervallen van het tweede tot en met het vierde lid. Het huidige onderscheid tussen de «dagelijkse» gebeurtenissen («vredestijd») – waarbij certificaathouders recht hebben op een stemvolmacht van de aandeelhouder van de vennootschap (veelal een administratiekantoor) – en de situatie waarin de vennootschap op de een of andere manier onder druk staat («oorlogstijd») – en aan de certificaathouders een stemvolmacht kan worden onthouden – verdwijnt daarmee. Hierdoor zal de certificaathouder in alle gevallen de uitoefening van het stemrecht kunnen bepalen.

Artikel 359a

De bepalingen van afdeling 3 in titel 8 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek zijn ter uitvoering van de richtlijn toegespitst op het geval dat aandelen van een vennootschap zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van artikel 1 onder 13 van de richtlijn beleggingsdiensten (vgl. artikel 1 lid 1 richtlijn). Artikel 1 lid 2 van de richtlijn bepaalt dat openbare biedingen op effecten die zijn uitgegeven door vennootschappen die tot doel hebben uit het publiek aangetrokken kapitaal collectief te beleggen volgens het beginsel van risicospreiding, en waarvan deelnemingsrechten op verzoek van houders ten laste van de activa van de vennootschap direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald, buiten de reikwijdte van de richtlijn vallen. Het gaat hier om vennootschappen als bedoeld in artikel 1, onderdeel c van de Wet toezicht beleggingsinstellingen, waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemers direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald ten laste van de activa van de beleggingsmaatschappij. Op grond van het voorgaande geeft artikel 2:359a lid 1 aan dat een dergelijke naamloze vennootschap niet door de regeling in Afdeling 3 wordt geraakt. Zoals aangegeven in paragraaf 2 heeft de regeling in de richtlijn in

beginsel uitsluitend betrekking op overdraagbare effecten waaraan stemrecht is verbonden (artikel 2 lid 1 onderdeel e). De lidstaten kunnen echter bepalen dat de regeling ook op andere effecten van toepassing is (overweging 11). In de toelichting op artikel 3:9.1 Wft is reeds uiteen gezet dat certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven gelijk worden gesteld met aandelen voor het antwoord op de vraag of overwegende zeggenschap is verworven in een doelvennootschap. Een vergelijkbare regeling is opgenomen in artikel 2:359a lid 2 BW. Certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven worden gelijk gesteld aan aandelen voor de toepassing van de bepalingen van afdeling 3. Er kan een openbaar bod op dergelijke certificaten worden uitgebracht. De effecten kunnen ook onderwerp zijn van een uitstotingsprocedure dan wel een procedure waarin beroep wordt gedaan op een verkooprecht.

Artikel 359b

Met artikel 2:359b BW wordt uitvoering gegeven aan artikel 12 van de richtlijn, in samenhang met de artikelen 9 en 11. In het eerste lid is geregeld dat de statuten van vennootschappen die onder de reikwijdte van afdeling 3 van titel 8 van het Burgerlijk Wetboek vallen kunnen bepalen dat de aankondiging van een persoon dat hij een openbaar bod zal uitbrengen, bepaalde gevolgen heeft zoals bedoeld in artikel 9 en artikel 11 lid 2 en lid 3 van de richtlijn. Het betreft een optie voor de vennootschappen. Voor de uitwerking van het begrip «openbaar bod» wordt vervolgens verwezen naar de Wte 1995, waarin de procedure van het vrijwillig of verplichte openbaar bod wordt geregeld.

De uitvoering van artikel 12 in samenhang met de artikelen 9 en 11 als optie voor de vennootschappen heeft tot gevolg dat Nederlandse vennootschappen in beginsel zelf bepalen of zij kiezen voor een onbeschermd of een beschermd vennootschappelijk karakter. Dat besluit kan in de loop van de tijd worden gewijzigd door het nemen van een nieuw besluit terzake (artikel 12 lid 2 alinea 1 richtlijn). Het bedoelde besluit wordt genomen door de algemene vergadering overeenkomstig de procedure voor een statutenwijziging, aldus artikel 12 lid 2, alinea 2 van de richtlijn. Een en ander volgt uit de aanhef van artikel 2:359b lid 1 BW, dat voorts inhoudt dat de vennootschappelijke structuur niet alleen wordt vastgesteld overeenkomstig de procedure voor een statutenwijziging maar tevens wordt neergelegd in de statuten. De openbaarmaking van de statutaire regeling vindt plaats via het handelsregister (artikel 9 Handelsregisterwet). Voorts moet de vrijwillige toepassing van artikel 9 en/of 11 ter kennis worden gebracht van een toezichthoudende autoriteit. Dit wordt uitgevoerd via artikel 2:359b lid 5 BW. Daarbij worden de stukken die bij het handelsregister worden gedeponeerd (artikel 2:126 BW) ook verstrekt aan de AFM.

Buiten discussie staat dat vennootschappen ook thans in hun statuten kunnen bepalen dat zij een onbeschermd structureel in de zin van de richtlijn hebben. Ten aanzien van sommige aspecten van de regeling in artikel 9 en 11 kan echter twijfel ontstaan of op basis van een statutaire grondslag het door de richtlijn gewenste rechtsgevolg kan optreden. Teneinde mogelijke twijfel te voorkomen wordt in een wettelijke regeling voorzien. Daarover kan het volgende worden opgemerkt:

Artikel 2:359b lid 1 onderdeel a BW geeft uitvoering aan artikel 9 lid 2 en lid 6 van de richtlijn. In het geval van een openbaar bod mogen het bestuur en de raad van commissarissen, totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen, geen handelingen verrichten die het slagen van het bod kan frustreren. Dergelijke potentieel belemmerende handelingen, zoals de uitgifte van nieuwe aandelen waardoor het belang van de bieder kan verwateren, behoeven de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering. Dit betekent dat in de desbetreffende periode ook geen

aandelen mogen worden uitgegeven door het bestuur van de vennootschap op basis van een machtiging in de zin van artikel 2:96 lid 1 BW, zonder dat daarvoor voorafgaand goedkeuring wordt verleend door de algemene vergadering. De regeling bedoelt de besluitvorming over het al dan niet aanvaarden van het bod en het slagen daarvan neer te leggen bij de algemene vergadering. Wel mogen het bestuur en de raad van commissarissen zonder tussenkomst van de algemene vergadering op zoek gaan naar een «white knight», dat wil zeggen een andere (rechts)persoon die bereid is een alternatief openbaar bod uit te brengen op de effecten van de doelvennootschap. Voor de algemene vergadering geldt steeds een oproeptermijn van ten minste 15 dagen.

Met artikel 2:359b lid 1 onderdeel b BW wordt artikel 9 lid 3 van de richtlijn uitgevoerd. Ten aanzien van besluiten van de vennootschap die vóór de aankondiging van een openbaar bod zijn genomen en die nog niet geheel zijn uitgevoerd geldt dat zij de goedkeuring van de algemene vergadering behoeven indien het besluit niet behoort tot de normale uitoefening van de onderneming en de uitvoering het slagen van het bod kan frustreren. Ook hiermee wordt getracht te bewerkstelligen dat de besluitvorming over de eventuele verdediging van de vennootschap tegen een vijandig bod wordt neergelegd bij de algemene vergadering. In de statuten kan worden uitgewerkt wanneer sprake is van een handeling waarvoor de goedkeuring van de algemene vergadering vereist is. De uitvoering van een emissiebesluit en de verkoop van een belangrijke deelneming door de doelvennootschap zijn voorbeelden van situaties waarop artikel 9 lid 3 van de richtlijn ziet en waarvoor goedkeuring vereist is. Ook voor de in onderdeel b bedoelde algemene vergadering geldt een oproeptermijn van ten minste 15 dagen.

Artikel 11 van de richtlijn heeft betrekking op het geval dat een vennootschap een beschermd karakter heeft, maar eenieder desalniettemin een openbaar bod op de effecten van de vennootschap uitbrengt. In dat geval heeft de richtlijn tot doel te bewerkstelligen dat de zittende aandeelhouders onbelemmerd hun aandelen kunnen overdragen aan deieder. Eventuele statutaire beperkingen van de overdracht van aandelen gelden niet wanneer de aandeelhouders reflecteren op het bod tijdens de periode voor aanvaarding van het bod. Ook eventuele beperkingen van de overdracht van aandelen die zijn neergelegd in een overeenkomst tussen de vennootschap en haar aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling gelden niet jegens deieder wanneer op het bod wordt ingegaan tijdens de periode voor aanvaarding van het bod (artikel 11 lid 2 richtlijn). Voor de toepassing van deze regeling is uitsluitend vereist dat op het bod wordt ingegaan tijdens de aangegeven periode. De goederenrechtelijke levering van de aandelen aan deieder kan echter ook plaatsvinden na afloop van die periode. Een en ander is uitgevoerd in artikel 2:359b lid 1 onderdeel c BW.

Een vergelijkbare regeling is opgenomen in artikel 11 lid 3 van de richtlijn ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht in de vergadering die beslist over de vraag of het bestuur en/of de raad van commissarissen wordt gemachtigd om beschermende maatregelen te treffen tegen een vijandig openbaar bod. De desbetreffende aandeelhouders moeten hun stem in de desbetreffende vergadering onbelemmerd kunnen uitbrengen. Artikel 2:359b lid 1 onderdeel d houdt in dat statutaire beperkingen van de uitoefening van het stemrecht niet gelden in de algemene vergadering wanneer deze besluit over handelingen als bedoeld in onderdeel a of b. Hetzelfde geldt voor beperkingen van het stemrecht, zoals neergelegd in een overeenkomst tussen de vennootschap en haar aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling. Een stemrechtbeperking kan bijvoorbeeld een X-% regeling zijn, op grond waarvan een aandeelhouder nooit meer stemmen kan uitbrengen dan het daarvoor bepaalde percentage van het geplaatste kapitaal, ongeacht de omvang van zijn aandelenbelang. De richtlijn heeft geen gevolgen voor overeenkomsten tussen verschil-

lende aandeelhouders, die een beperking inhouden voor de overdracht van aandelen of de uitoefening van het stemrecht, mits zij voorafgaand aan de inwerkingtreding van de richtlijn zijn gesloten (artikel 11 lid 2, alinea 2 en lid 3, alinea 2). Van dergelijke overeenkomsten wordt aangenomen dat zij geen opzettelijke belemmering van een overnamebod zullen inhouden. Ter uitvoering van deze bepaling wordt in artikel III bepaald dat artikel 2:359b lid 1, onderdeel c en onderdeel d, BW niet van toepassing is op overeenkomsten tussen aandeelhouders onderling, mits aangegaan voor 20 mei 2004. Voor overeenkomsten tussen de vennootschap en een aandeelhouder geldt deze uitzondering niet.

De richtlijn beoogt voorts te voorkomen dat de stemming over de introductie van nieuwe beschermingsmaatregelen onevenredig wordt belast door het bestaan van aandelen met een meervoudig stemrecht zoals gedefinieerd in artikel 2 lid 1 onderdeel g. Artikel 11 lid 3 alinea 3 van de richtlijn houdt in dat vanwege elk aandeel met een meervoudig stemrecht slechts één stem kan worden uitgebracht in de algemene vergadering die besluit over handelingen als bedoeld onder a of b. Zoals in paragraaf 3 is aangegeven bestaat een meervoudig stemrecht in de zin van de richtlijn alleen wanneer aan aandelen van een verschillende soort een verschillend stemrecht is gekoppeld. Wanneer aan alle aandelen van één bepaalde soort in beginsel één stem is verbonden, maar dat stemrecht wordt verdubbeld wanneer de aandelen gedurende een bepaalde tijd in dezelfde handen blijven, is geen sprake van een meervoudig stemrecht zoals bedoeld in de richtlijn; er is dan slechts sprake van een verschil in stemrecht binnen een bepaalde soort. Het wetsvoorstel bepaalt dat in verband met een besluit over nieuwe beschermingsmaatregelen in de desbetreffende algemene vergadering slechts één stem per aandeel kan worden uitgebracht voor elk maal dat het nominale bedrag van het kleinste aandeel is begrepen in het nominale bedrag van het aandeel. De opschorting van het meervoudig stemrecht eindigt na afloop van de vergadering waarin over nieuwe beschermingsmaatregelen wordt beslist.

Artikel 2:359b lid 1 onderdeel 2 BW wordt naar verwachting niet geraakt door de bestaande regeling in artikel 2:118 lid 5 BW. Die regeling biedt een zeer beperkte mogelijkheid voor de vennootschap om te kiezen voor de invoering van een dubbel stemrecht. De bestaande regeling komt er op neer dat in de statuten kan worden afgeweken van een relatie tussen het aantal uit te brengen stemmen en het geplaatste kapitaal, mits aan eenzelfde aandeelhouder niet meer dan zes stemmen worden toegekend indien het maatschappelijk kapitaal is verdeeld in honderd of meer aandelen, en niet meer dan drie stemmen indien het kapitaal in minder dan honderd aandelen is verdeeld. Voor vennootschappen met een beursnotering komt dit er op neer dat aan een aandeelhouder maximaal zes stemmen kunnen worden toegekend, onafhankelijk van het aantal aandelen dat deze aandeelhouder houdt. In de praktijk is deze regeling onvoldoende flexibel en wordt zij niet gebruikt. Bij de uitvoering van de richtlijn kan daarom aan artikel 2:118 lid 5 BW voorbij worden gegaan. Voor de volledigheid wordt nog opgemerkt dat een beursvennootschap ook andere voorschriften in de statuten kan bepalen dan die zijn opgesomd in de onderdelen a tot en met e van lid 1 van artikel 2:259b. Ten aanzien van afwijkende statutaire regelingen geldt echter niet automatisch het bepaalde in onderdeel e, te weten dat voor elk aandeel – ten aanzien van bepaalde besluiten – slechts één stem kan worden uitgebracht. Terwijl de leden 2 en 3 van artikel 11 van de richtlijn betrekking hebben op de mogelijkheid om maatregelen te treffen waardoor het slagen van een openbaar bod kan worden beïnvloed, heeft artikel 11 lid 4 betrekking op de situatie die bestaat nadat een openbaar bod is afgerond en de vraag rijst of de bieder (ten gevolge daarvan) een overwegend belang in de doelvennootschap heeft verkregen. Artikel 11 lid 4 geeft een regeling voor het geval dat een aandeelhouder ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het stemgerechtigd kapitaal houdt. Het gaat derhalve om

de situatie dat recent een openbaar bod is uitgebracht en de bieder na de gestanddoening daarvan het voorgeschreven percentage van het kapitaal vertegenwoordigt. De omvang van zijn deelneming in de doelvennootschap voorafgaand aan het bod is voor de toepassing van de regeling niet relevant. De bieder moet in de geschetste situatie in staat zijn om op korte termijn – na de openbaarmaking van het resultaat van het bod – een algemene vergadering bijeen te roepen waarin hij hem niet welgevallige bestuursleden en leden van de raad van commissarissen kan ontslaan en daarvoor in de plaats andere personen kan benoemen. Ten overvloede geeft de richtlijn aan dat ook eventuele beperkingen van de overdracht van aandelen niet (behoeven te) gelden bij aanvaarding van een openbaar bod (artikel 11 lid 2). Hetzelfde geldt voor beperkingen van de uitoefening van het stemrecht in verband met de besluitvorming over nieuwe beschermingsmaatregelen zoals bedoeld in artikel 11 lid 3. Het bepaalde in artikel 2:359b lid 1, onderdeel, c en d, BW houdt in dat beursvennootschappen hun statuten kunnen inrichten overeenkomstig artikel 11 lid 2 en lid 3 van de richtlijn. In de uitvoering van laatstgenoemde bepalingen is derhalve voorzien, ook voor zover artikel 11 lid 4 naar de leden 2 en 3 verwijst. Voor het overige is wel uitvoering van lid 4 vereist. Daarop wordt hierna terug gekomen.

De regeling in artikel 11 lid 4 van de richtlijn is – te samen met de tijdelijke doorbraak van overdracht- en stemrechtbeperkingen en de tijdelijke doorbraak van meervoudig stemrecht (artikel 11 lid 2 en lid 3) – bedoeld als een mini-doorbraakregeling, waarop de bieder beroep kan doen. Deze doorbraak leidt niet noodzakelijkerwijs tot een permanente wijziging van de structuur van de vennootschap c.q. de verhoudingen binnen de aandeelhoudersvergadering. Wel wordt bereikt dat de bieder in een bepaalde algemene vergadering een doorslaggevende stem kan uitoefenen. In artikel 11 lid 4 van de richtlijn betreft dat een doorslaggevende stem ten aanzien van de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen. Wanneer een vennootschap kiest voor de toepassing van artikel 11 lid 4 is het gevolg dat de bieder de bestuurders en commissarissen kan benoemen of ontslaan in de eerste algemene vergadering die – op zijn verzoek – na de gestanddoening van het bod wordt gehouden. In die vergadering heeft de bieder met een 75% belang ten aanzien van de samenstelling van bestuur en raad van commissarissen doorslaggevende zeggenschap omdat eventuele bijzondere rechten van (mede-)aandeelhouders ten aanzien van de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen zijn opgeschort en eventueel meervoudig stemrecht van (mede-)aandeelhouders wordt doorbroken. In de desbetreffende vergadering kan vanwege elk aandeel met een meervoudig stemrecht slechts één stem – naar rato van het aandeel met de kleinste nominale waarde – worden uitgebracht ten aanzien van een besluit over benoeming en ontslag. De gekozen formulering sluit aan bij het advies van de commissie vennootschapsrecht.

De opschorting van bijzondere rechten in verband met benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen heeft bijvoorbeeld tot gevolg dat op een eventueel bindend voordrachtsrecht van een minderheidsaandeelhouder met een prioriteitsaandeel geen beroep kan worden gedaan (artikel 2:133 BW). Na afloop van de eerste algemene vergadering herleeft het bijzondere recht van de prioriteitsaandeelhouder weer ten volle. Hij zal in de praktijk echter genoeg moeten nemen met de wijzigingen die de bieder inmiddels in het bestuur en de raad van commissarissen heeft aangebracht. De prioriteitsaandeelhouder zal niet met voorbijgaan van de bieder tot ontslag van een pas benoemde bestuurder of commissaris kunnen overgaan. Hetzelfde geldt voor de benoeming van een persoon die de prioriteitsaandeelhouder zou willen laten toetreden tot het bestuur of de raad van commissarissen.

Een en ander is uitgevoerd in artikel 2:359b lid 2 BW. De vennootschap kan de statuten inrichten overeenkomstig de beschreven regeling, tenzij

de wet zich daartegen verzet. Van dit laatste is sprake wanneer de doelvennootschap verplicht onderworpen is aan het volledige of verzwakte structuurregime (artikel 2:152 en volgende BW). Het volledige en het verzwakte structuurregime kent een dwingendrechtelijke regeling voor de benoeming en het ontslag van commissarissen. Het volledige regime geeft daarnaast een regeling ten aanzien van de benoeming van bestuurders. Van de wettelijke regeling kan slechts in beperkte mate worden afgeweken in de statuten van de vennootschap (artikel 2:158 lid 12 BW). Wanneer er geen wettelijke belemmeringen voor toepassing van artikel 2:359b lid 2 BW gelden, kan de regeling in de statuten nader worden uitgewerkt. Dat geldt bijvoorbeeld voor de termijn waarop de algemene vergadering bijeengeroepen kan worden. Daarbij moet een minimumtermijn van 15 dagen in acht worden genomen.

Hoewel de regeling in artikel 2:359b lid 1 en lid 2 BW overeenkomstig de richtlijn niet tot gevolg heeft dat specifieke rechten van mede-aandeelhouders van de bieder voorgoed zijn doorbroken, kan een minderheidsaandeelhouder toch zijn geschaad door de doorbreking of opschorting van zijn specifieke rechten in een bepaalde algemene vergadering. Artikel 11 lid 5 van de richtlijn bepaalt dat de houders van deze rechten recht hebben op een billijke vergoeding voor het door hen geleden verlies. De lidstaten dienen de voorwaarden voor de vaststelling van de vergoeding en de details betreffende de betaling vast te stellen. Het is evenwel niet goed mogelijk om bij voorbaat – wettelijk – te bepalen welke vergoeding in een individueel geval billijk zal zijn. Op grond van artikel 2:359b lid 3 bepaalt de rechter welke schadevergoeding in een individueel geval billijk is. Titel 10 van boek 6 van het Burgerlijk Wetboek is – met de nuancering dat de schadevergoeding billijk dient te zijn – van toepassing. Op de aandeelhouder die op deze regeling beroep wenst te doen rust de bewijslast aan te tonen dat en hoeveel schade hij heeft geleden door het niet toepassen van een statutaire of obligatoire overdrachtsbeperking of stemrechtbeperking of het passeren van een bijzonder recht ten aanzien van benoeming of ontslag van bestuurders of commissarissen. Degene die de schade heeft veroorzaakt – waarschijnlijk een mede-aandeelhouder – kan voor de desbetreffende schade van de aandeelhouder aansprakelijk worden gesteld. In de praktijk zal het naar verwachting echter niet eenvoudig zijn de bedoelde schade aan te tonen.

Artikel 12 lid 3 van de richtlijn wordt ook wel genoemd de reciprociteitsbepaling. Dit artikellid wordt uitgevoerd met artikel 2:359b lid 4 BW. Van de toepassing van de artikelen 9 en 11 van de richtlijn kan worden afgezien wanneer een openbaar bod op een «onbeschermd» vennootschap wordt gedaan door een «beschermd» vennootschap, dan wel door een dochtermaatschappij van een «beschermd» vennootschap. Voor het begrip «dochter» verwijst de richtlijn naar artikel 1 van Richtlijn 83/349/EEG. Een voorbeeld kan deze bepaling verduidelijken. Indien een vennootschap op grond van de nationale wetgeving dan wel uit eigen beweging artikel 9 en/of artikel 11 toepast en een bod wordt uitgebracht door een rechtspersoon uit de EU die dezelfde regels niet toepast, kan op een vrijstelling beroep worden gedaan. Wanneer de bieder zijn statutaire zetel in de VS heeft kan de doelvennootschap in ieder geval beroep doen op de vrijstelling aangezien de bieder niet onder de regels van artikel 9 en/of 11 kan vallen; hij valt buiten de reikwijdte van de richtlijn. Indien de bieder uit de VS gebruik zou maken van een dochtervennootschap die statutair in de EU is gevestigd en vervolgens als bieder optreedt, mag eveneens beroep worden gedaan op een vrijstellingsmogelijkheid. Als de doelvennootschap artikel 9 toepast en de bieder artikel 11, zou de doelvennootschap wederom beroep kunnen doen op de vrijstelling omdat de bieder niet hetzelfde artikel toepast.

Artikel 2:359b lid 5 strekt ter uitvoering van artikel 12 lid 2, tweede alinea, laatste zin, van de richtlijn. Op basis daarvan wordt aan de AFM en even-

tueel andere betrokken toezichthoudende instanties melding gemaakt van een statutaire regeling overeenkomstig artikel 2:359b lid 1 en/of lid 2. Lid 6 van artikel 2:359b bepaalt dat de ondernemingskamer bevoegd is te oordelen over geschillen over de toepassing van de statutaire regeling in de zin van artikel 2:359b lid 1, 2 en 3 en de toepassing van de reciprociteitsregeling. Als eiser kan dan optreden een aandeelhouder, een certificaathouder, een bestuurder of een commissaris. De bieder zal in de praktijk steeds ten minste een aandeel hebben verworven, zodat hij niet separaat behoeft te worden genoemd.

Artikel 359c

Aan het voorgestelde artikel 2:359c is uitvoerig aandacht geschonken in paragraaf 2 van het algemeen deel van deze toelichting. Voor een bespreking van de overwegingen en argumenten die ten grondslag liggen aan de invoering van dit artikel wordt daar naar verwezen. Tevens is op die plaats aandacht geschonken aan het in 1997 ingediende wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap, waarvan het doel was een voorziening te treffen voor die gevallen waarin de aandeelhouder met een overwegend kapitaalbelang in de aandeelhoudersvergadering wordt beperkt in de uitoefening van zeggenschap door de aanwezigheid van beschermingsconstructies. Het systeem dat is voorgesteld in het wetsvoorstel uit 1997 wijkt op verschillende punten af van het stramien van artikel 11 lid 4 van de richtlijn. De belangrijkste verschillen zijn in de onderstaande tabel opgenomen:

wetsvoorstel uit 1997	artikel 11 lid 4 richtlijn
De kapitaalverschaffer kan na een jaar na de verwerving van een relevant kapitaalbelang beroep doen op de voorgestelde doorbraakregeling.	Doorbraak vindt plaats in de eerstvolgende aandeelhoudersvergadering die na de verwerving van het relevante kapitaalbelang wordt gehouden. De kapitaalverschaffer moet rekening houden met de normale termijnen voor het bijeenroepen van een (bijzondere) algemene vergadering.
Doorbraak van beschermingsconstructies kan plaatsvinden na tussenkomst van de rechter. De rechter kan een reeks specifieke maatregelen treffen. Nadat de rechter heeft geoordeeld, bestaat de mogelijkheid van het instellen van cassatieberoep.	Doorbraak van bepaalde belemmeringen in de uitoefening van zeggenschap vindt automatisch plaats. Het gaat specifiek om de doorbraak van meervoudig stemrecht en de mogelijkheid voor de bieder om de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen te bewerkstelligen.
Het kapitaalbelang dat vertegenwoordigd moet worden voor een beroep op de rechter is 70%.	Het kapitaalbelang dat vertegenwoordigd moet worden voor een beroep op doorbraak van bepaalde rechten is 75%.
Toepassing van de regeling kan plaatsvinden onafhankelijk van de wijze waarop de kapitaalverschaffer het relevante belang in de vennootschap heeft verkregen.	Toepassing van de regeling is afhankelijk van de verkrijging van een 75% belang via een openbaar overnamebod.
De regeling is geschreven voor zogenoemde «open» naamloze vennootschappen, dat wil zeggen vennootschappen die een beroep kunnen doen op de kapitaalmarkt.	De regeling is van toepassing op vennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt.

In het kader van de uitvoering van artikel 11 lid 4 van de richtlijn worden Nederlandse beursvennootschappen in staat gesteld om een doorbraakregeling te bepalen in hun statuten (vgl. artikel 2:359b lid 2 BW). Zoals in het algemeen deel van de toelichting is opgemerkt is in artikel 2:359c BW een dwingende regeling opgenomen die tot doorbraak van bepaalde rechten van (mede-)aandeelhouders kan leiden, die geïnspireerd is op de

regeling die in artikel 2:359b lid 2 BW wordt opgenomen ter uitvoering van artikel 11 lid 4 van de richtlijn.

In dit artikel wordt daarmee de volgende regeling geïntroduceerd. Degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en dientengevolge 75% van het geplaatste kapitaal van een beursvennootschap vertegenwoordigt, kan beroep doen op de regeling in artikel 2:359b lid 2 BW, zodra zes maanden zijn verstreken nadat het openbaar bod is uitgebracht (artikel 2:359c lid 1 BW). Zoals in het algemeen deel van de toelichting is beschreven kunnen de bieder en de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap, gedurende de termijn van zes maanden, in overleg treden over de situatie die ten gevolge van het openbare bod zal kunnen ontstaan. Het ligt in de rede dat bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap daarnaast in overleg zullen treden met de aandeelhouders van de doelvennootschap en zich zullen bezinnen op de te volgen strategie of de te nemen maatregelen. Ook kunnen zij gedurende die periode een alternatief bod zoeken, hetgeen een prikkel zal kunnen zijn voor de bieder om tot overeenstemming met de doelvennootschap te komen. Het risico dat gedurende de aanmeldingstermijn een concurrerend bod wordt uitgebracht – dat wellicht de instemming heeft van het bestuur van de doelvennootschap – neemt immers toe.

Wanneer de vennootschap de regeling van artikel 2:359b lid 2 BW uit eigen beweging heeft opgenomen in de statuten, behoeft de kapitaalverschaffer geen rekening te houden met de zes maanden termijn. Hij kan op korte termijn een algemene vergadering organiseren. Wanneer echter een statutaire regeling overeenkomstig artikel 2:359b lid 2 BW ontbreekt, zorgt artikel 2:359c BW ervoor dat na zes maanden nadat het bod is uitgebracht een vergelijkbare situatie ontstaat. De kapitaalverschaffer kan dan op grond van de wet overgaan tot het bijeenroepen van een algemene vergadering en voorstellen doen voor de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen, ervan uitgaand dat hij inmiddels een voldoende groot kapitaalbelang heeft verworven ten gevolge van het openbaar bod. In de praktijk zal de bieder de algemene vergadering overeenkomstig artikel 2:359c BW op ongeveer hetzelfde moment kunnen afdwingen als wanneer hij op grond van de statuten een beroep op artikel 2:359b lid 2 BW had kunnen doen.

Artikel 2:359c lid 1 BW houdt voorts rekening met de mogelijkheid dat de statuten van de vennootschap wel luiden overeenkomstig artikel 2:359b lid 2 BW, maar de vennootschap beroep heeft gedaan op de reciprociteitsregeling in artikel 2:359b lid 4 BW. Dat betekent dat de vennootschap artikel 2:359c lid 2 BW – in afwijking van haar statuten – niet toepast, omdat de kapitaalverschaffer die 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt zelf geen «onbeschermd» karakter heeft. De vennootschap mag zich dan beschermen tegen de overnemer. Die bescherming heeft echter op grond van artikel 2:359c lid 1 BW een tijdelijk karakter. Het beroep op artikel 2:359b lid 4 BW laat onverlet dat de kapitaalverschaffer, die 75% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt na gestanddoening van een bod, alsnog beroep kan doen op het tweede lid van artikel 2:359b BW, zodra zes maanden zijn verstreken na het uitbrengen van het openbaar bod.

Wanneer een beroep op artikel 2:359c BW openstaat, mag de kapitaalverschaffer gelijk de regeling in artikel 2:359b lid 2 BW een algemene vergadering bijeen roepen en worden in die vergadering bijzondere rechten van (andere) aandeelhouders ten aanzien van de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen terzijde gesteld. De desbetreffende aandeelhouders kunnen in de desbetreffende vergadering geen beroep doen op hun bijzondere rechten. De kapitaalverschaffer kan daardoor bestuurders en commissarissen van zijn keuze benoemen. Wel moeten deze bestuurders en commissarissen vanaf hun benoeming handelen in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming;

zij mogen niet uitsluitend het belang van de kapitaalverschaffer dienen (artikel 2:140 lid 2 BW).

De voorgestelde regeling houdt ook rekening met de mogelijkheid dat de beursvennootschap is onderworpen aan het volledige of verzwakte structuurregime (artikel 2:152 en volgende BW). Wanneer de vennootschap de structuurregeling toepast, vindt geen automatische doorbraak van de regels voor de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen plaats. De artikelen 2:158 (benoeming commissarissen), 161 en 161a (ontslag commissarissen) en 162 (benoeming en ontslag bestuurders) zijn onverminderd van kracht in de eerste algemene vergadering die op initiatief van de kapitaalverschaffer plaatsvindt. Een en ander laat onverlet dat de kapitaalverschaffer de (voortdurende) toepassing van de structuurregeling ter discussie kan stellen met gebruikmaking van zijn agenderingsrecht (artikel 2:114a BW). Wanneer de vennootschap de structuurregeling uit eigen beweging toepast, maar daartoe niet op grond van de wet verplicht is, bijvoorbeeld omdat beroep kan worden gedaan op een vrijstelling (vgl. artikel 2:153 lid 3 BW), dan kan het toepasselijke regime worden gewijzigd via een statutenwijziging. Voor de besluitvorming over de toepassing van structuurregeling gelden de gewone wettelijke en statutaire regels. Deze worden door artikel 2:359c BW niet geraakt. Zou een statutenwijziging leiden tot gehele of gedeeltelijke beëindiging van de (vrijwillige) toepassing van de structuurregeling, dan kunnen ook andere regels gelden voor de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen. Er is niet gekozen voor een regeling op grond waarvan de structuurregeling automatisch wordt doorbroken omdat ingeval van een structuurregeling – ook na een openbaar bod – niet kan worden gesproken van een (ad hoc) situatie die primair gericht is op de bescherming van de positie van de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap. Er is dan onvoldoende rechtvaardiging voor een automatisch doorbraak van de statutaire inrichting van de vennootschap ten behoeve van de bidder. Voor beroep op artikel 2:359c BW is vereist dat de kapitaalverschaffer een bod heeft uitgebracht en ten gevolge daarvan 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt. Voorkomen moet worden dat het procentuele belang van de kapitaalverschaffer kan worden verwaterd door de uitgifte van nieuwe aandelen vanaf het moment dat bekend is dat een openbaar bod aanstaande is. De kapitaalverschaffer zou dan immers hetzij de verwatering moeten accepteren, hetzij het bod moeten laten uitstrekken tot de nieuwe aandelen, hetgeen hem extra kosten oplevert. Dit wordt voorkomen doordat artikel 2:359c lid 2, onderdeel a, BW bepaalt dat bij het berekenen van het kapitaal dat de kapitaalverschaffer vertegenwoordigt, de aandelen die zijn uitgegeven (of toegekend in het kader van een juridische fusie of splitsing) nadat het openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht, niet worden meegeteld.

Ook de aandelen die zijn omschreven in de onderdelen b en c van artikel 2:359c lid 2, worden niet meegeteld voor de berekening van het vertegenwoordigde kapitaal. Het gaat allereerst om niet-volgestorte preferente aandelen die zijn uitgegeven zonder dat de zittende kapitaalverschaffers een voorkeursrecht hebben kunnen uitoefenen (onderdeel b, vgl. artikel 2:96a lid 2 BW). Dergelijke aandelen beogen de zeggenschap in de algemene vergadering veelal tijdelijk te verschuiven ten koste van de nieuwe aandeelhouder. Een belangrijk kenmerk van deze beschermingsaandelen is dat de daaraan verbonden zeggenschap goedkoop wordt verkregen. Het is gerechtvaardigd dat het verkrijgen van overwegende zeggenschap door de kapitaalverschaffer die een belangrijk deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, niet wordt belemmerd door aandelen die een beschermend karakter hebben. Deze aandelen, bedoeld in onderdeel b, worden steeds aangemerkt als beschermingsaandelen, waarbij geen ruimte blijft voor tegenbewijs. Overigens vervalt de reden voor uitsluiting van deze aandelen zodra de aandelen alsnog worden volgestort. In dat geval wordt

de verhouding tussen zeggenschap en kapitaaldeelname rechtgetrokken en is er geen reden meer voor de uitsluiting. Mocht over het al dan niet meetellen van deze aandelen discussie ontstaan, dan kan de rechter bepalen of de aandelen voldoen aan de gestelde criteria.

Voorts worden volgestorte aandelen die overwegend ter bescherming van de doelvennootschap zijn uitgegeven, uitgesloten bij de berekening van de vertegenwoordiging van het geplaatste kapitaal. De beschermende werking van deze aandelen is niet gelegen in de mogelijkheid dat beschermende aandelen goedkoop in handen van een bevriende relatie komen. De aandelen moeten immers zijn volgestort. Het zal in de regel gaan om aandelen waarvan de doelvennootschap kan bewerkstelligen dat zij in bevriende handen komen en blijven. Doorslaggevend is de vraag of de kapitaalverschaffer een reële mogelijkheid heeft gehad om de aandelen te verwerven tegen een redelijke prijs. Het gaat hier om een restcategorie aandelen waarvan wordt aangenomen dat zij ter bescherming van de doelvennootschap zijn uitgegeven. Het is aan de kapitaalverschaffer om aan te geven dat hij de 75% grens is gepasseerd en – indien van toepassing – dat bij de berekening van het percentage bepaalde aandelen buiten de berekening mogen worden gelaten. De bewijslast ligt hier op de kapitaalverschaffer.

De vrees van enkele marktpartijen dat de regeling in het tweede lid van dit artikel over uitoefening van stemrecht ertoe zal leiden dat het voor eenieder aantrekkelijk wordt om voor een relatief laag bedrag preferente aandelen te verwerven in plaats van de gewone aandelen, delen wij niet, omdat de situatie dat door verwerving van preferente aandelen zeggenschap kan worden verworven in een doelvennootschap zich slechts in zeer uitzonderlijke gevallen zal voordoen.

In lid 3 van artikel 2:359c BW is bepaald dat voor de desbetreffende aandelen met een beschermend karakter geen stem kan worden uitgebracht in de algemene vergadering die op grond van lid 1 plaatsvindt, voor zover het betreft het besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris.

In verband met artikel 2:359c BW ontbreekt een regeling voor schadeloosstelling van de aandeelhouders van wie de rechten tijdelijk zijn opgeschort. Het gaat hier om een situatie waarin bestuurders en commissarissen zich kunnen verschansen tegen de invloed van een (nieuwe) grootaandeelhouder (deieder), mede ten gevolge van de bijzondere rechten die aan de andere aandeelhouders zijn toegekend. Wanneer de doorbreking van de rechten van deze andere aandeelhouders gerechtvaardigd is, omdat daarmee een einde wordt gemaakt aan een situatie die onwenselijk wordt geacht, dan ligt voor de hand dat de desbetreffende minderheidsaandeelhouders niet worden gecompenseerd.

Als gevolg van het onderhavige voorstel wordt wetsvoorstel uit 1997 ingetrokken. Daarvoor pleit ook het volgende. Met een regeling die meer aansluit bij het bepaalde in artikel 2:359b BW wordt tegemoet gekomen aan de tegen wetsvoorstel 25 732 aangevoerde bezwaren dat de termijn van een jaar die voorafgaat aan de mogelijkheid om beroep te doen op de rechter, in combinatie met de termijn van de procedure zelf, potentiële beleggers zal afschrikken, dat het kapitaalbeslag, de onzekerheid over de duur van de procedure alsmede de uitkomst van de procedure te belastend zouden zijn, alsmede dat de tussenkomst van de rechter in vergelijkbare gevallen in andere Europese landen achterwege blijft. Wel hecht het kabinet aan de mogelijkheid voor de kapitaalverschaffer en het bestuur van de vennootschap om gedurende een beperkte periode – een termijn van zes maanden – in overleg te treden alvorens doorbraak plaatsvindt van bijzondere rechten van (mede-)aandeelhouders ten aanzien van benoeming en ontslag. Dat is onderdeel van de nieuwe regeling.

Artikel 359d

In artikel 2:359d BW is ter uitvoering van artikel 15 van de richtlijn een

regeling opgenomen voor de uitstoting van een minderheidsaandeelhouder door een grootaandeelhouder. Voorwaarde voor toepassing van de regeling is dat een openbaar bod is uitgebracht. Op grond van artikel 15 lid 5 van de richtlijn heeft de minderheidsaandeelhouder recht op een billijke prijs voor zijn effecten en wordt voor die prijs aangesloten bij de tegenprestatie die in verband met een vrijwillig of verplicht bod is geboden. Die prijs wordt in het algemeen redelijk geacht. De bieder dient binnen drie maanden na het verstrijken van de termijn voor aanvaarding van het bod beroep te doen op het uitstotingsrecht.

De lidstaten moeten een uitstotingsrecht aanbieden, maar kunnen op grond van artikel 15 lid 2 van de richtlijn kiezen uit verschillende criteria voor het bepalen van de drempel die relevant is voor een beroep op het uitstotingsrecht:

1. De lidstaten kunnen kiezen voor een uitstotingsrecht wanneer de bieder een hoeveelheid effecten bezit die ten minste 90% van het kapitaal met stemrechten alsmede 90% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt (artikel 15 lid 2 onderdeel a);
2. De lidstaten kunnen kiezen voor het criterium onder 1, maar daarbij een hogere drempel bepalen die echter niet hoger mag zijn dan 95% van het kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden en 95% van de stemrechten (artikel 15 lid 2 alinea 4).
3. De lidstaten kunnen kiezen voor een uitstotingsrecht voor het geval dat de bieder na aanvaarding van het bod effecten heeft verworven of contractueel heeft toegezegd deze te verwerven, die ten minste 90% van het kapitaal van de doelvennootschap waaraan stemrechten zijn verbonden en 90% van de stemrechten waarop het bod betrekking heeft, vertegenwoordigen (artikel 15 lid 2 onderdeel b).
4. De lidstaten kunnen bij toepassing van artikel 15 lid 2 onderdeel b geen hoger percentage dan 90% bepalen.

In de verschillende varianten is steeds sprake van cumulatieve vereisten. Er wordt met zowel de omvang van het kapitaal als de hoeveelheid stemrechten rekening gehouden. Dat is met name gedaan teneinde rekening te houden met (andere) lidstaten waar stemrechtloze aandelen kunnen worden uitgegeven, dan wel waar het aantal stemmen dat een aandeelhouder kan uitbrengen zeer veel malen groter kan zijn dan zijn kapitaalvertegenwoordiging (vrijwel onbeperkt meervoudig stemrecht). Wanneer in dat geval uitsluitend met de vertegenwoordiging van het kapitaal dan wel het stemrecht rekening zou worden gehouden, is een uitstotingsrecht wellicht niet proportioneel.

De bestaande uitkoopregeling in artikel 2:92a BW sluit aan bij de vertegenwoordiging van het kapitaal van de vennootschap. Op grond van de richtlijn moet in artikel 2:359d BW echter ook aan de omvang van de stemrechten worden gerefereerd. Dat laat onverlet dat in de Nederlandse verhoudingen normaliter een relatief klein verschil bestaat tussen de omvang van zeggenschap vanwege aandeelhouderschap en de omvang van het door de aandeelhouder vertegenwoordigde kapitaal. Een meervoudig stemrecht is slechts in beperkte mate en onder strikte voorwaarden mogelijk (artikel 2:118 lid 5 BW).

Het criterium van artikel 15 lid 2 onderdeel b van de richtlijn wijkt op ten minste twee punten af van het onderdeel a. Onderdeel a refereert aan het vertegenwoordigen van 90% van de stemrechten van de doelvennootschap, onderdeel b betreft de vraag of door het bod 90% van de stemrechten waarop het bod betrekking heeft, zijn verworven. In het laatste geval worden stemrechten die de bieder reeds kon uitoefenen voorafgaand aan het bod niet meegeteld. Anderzijds worden stemrechten die contractueel zijn toegezegd wel meegeteld. Daarbij kan de vraag rijzen hoe concreet een dergelijke toezegging is en of de bieder de desbetreffende effecten daadwerkelijk zal verwerven. Het criterium van artikel 15 lid 2 onderdeel a van de richtlijn sluit het meeste aan bij de bestaande rege-

ling in artikel 2:92a BW. Voor toepassing van dat criterium wordt daarom gekozen.

Vervolgens moet de vraag worden beantwoord of het criterium van artikel 15 lid 2 onderdeel a wordt gekoppeld aan het percentage van 90% of 95%, dan wel een percentage daar tussenin. Voor het percentage van 95% pleit dat dit percentage ook reeds wordt toegepast in artikel 2:92a BW. Dat artikel kan op dit moment ook worden toegepast nadat een openbaar bod heeft plaatsgevonden. Ook in de toekomst kan de regeling van artikel 2:92a BW van belang blijven voor het geval een openbaar bod is uitgebracht, maar de termijn van drie maanden voor het beroep op het uitstotingsrecht van artikel 15 lid 4 van de richtlijn is verstreken. In dat geval kan nog op de basisregeling van artikel 2:92a BW worden terug gevallen. Tijdens de bedoelde periode van drie maanden prevaleert de regeling van artikel 2:359d BW. Het ligt voor de hand om de criteria en de procedure voor de beide regelingen zoveel mogelijk overeen te laten stemmen.

Er moet een afweging worden gemaakt tussen de belangen van de minderheidsaandeelhouder die ongeacht zijn eigen wensen wordt gedwongen om over te gaan tot overdracht van zijn effecten aan de meerderheidsaandeelhouder en de belangen van de meerderheidsaandeelhouder die belang heeft bij het elimineren van minderheidsbelangen. Het is niet in het belang van de minderheidsaandeelhouder wanneer het percentage op 90% wordt gesteld. De kans op onteigening is dan immers groter dan bij het percentage van 95%. Omgekeerd heeft de meerderheidsaandeelhouder belang bij een zo laag mogelijk percentage. Bij de afweging van deze belangen prevaleert het belang van de minderheidsaandeelhouder vanwege het ingrijpende effect dat het uitstotingsrecht heeft op zijn goederenrechtelijke positie. Dat is ook de reden waarom niet een lager percentage in de statuten kan worden bepaald. Overigens kan worden opgemerkt dat binnen de Europese Unie door bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor een percentage van 90% en in Duitsland, Frankrijk en België voor 95%. In Italië is vooralsnog een percentage van 98% doorslaggevend. Nederland valt niet uit de toon wanneer voor 95% wordt gekozen.

De formulering van artikel 2:359d BW sluit zoveel mogelijk aan bij de formulering van artikel 2:92a BW. Dat geldt ook voor het eerste lid van artikel 359d. Wel is daarin de afwijking opgenomen dat een beroep op de regeling slechts mogelijk is wanneer een openbaar bod – hetzij vrijwillig, hetzij verplicht – is uitgebracht. In artikel 2:92a BW wordt rekening gehouden met de mogelijkheid dat het percentage van 95% uitsluitend wordt bereikt wanneer de belangen van verschillende groepsmaatschappijen worden opgeteld en zij gezamenlijk de vordering tot overdracht instellen tegen de minderheidsaandeelhouder. De richtlijn staat er niet aan in de weg om een vergelijkbare regeling op te nemen in artikel 2:359d lid 1 BW. De vordering die aldus gezamenlijk wordt ingesteld moet er op gericht zijn dat de overdracht plaatsvindt aan de eiser die het openbare bod heeft uitgebracht. Dat sluit aan bij de regeling in de richtlijn, op grond waarvan het uitstotingsrecht bedoeld is als faciliteit voor de bieder die er niet in is geslaagd 100% van de effecten te verwerven.

Voor het geval dat een vennootschap meer dan één soort aandelen heeft uitgegeven biedt artikel 15 lid 3 van de richtlijn de mogelijkheid te bepalen dat het uitstotingsrecht alleen kan worden uitgeoefend ten aanzien van de soort aandelen waarvoor de drempel is bereikt. Dat betekent dat een grootaandeelhouder het uitstotingsrecht per soort aandelen kan uitoefenen. Het uitstotingsrecht per soort aandelen is bepleit door de Commissie Winter (p. 67 van het «Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids», d.d. 10 januari 2002). De meerderheidsaandeelhouder binnen een bepaalde soort behoeft bij toepassing van het uitstotingsrecht per soort slechts ten aanzien van die soort aan de drempels van 95% te voldoen. Hij kan zijn belang ten

aanzien van die soort dan uitbreiden. Voor een beroep op het recht behoeft hij niet de drempels te overschrijden ten aanzien van andere soorten aandelen. Het uitstotingsrecht per soort bestaat in het Verenigd Koninkrijk, aldus het eerdergenoemde rapport van de Commissie Winter. Het uitstotingsrecht per soort aandelen is in dit voorstel opgenomen in het tweede lid van artikel 2:359d BW.

Artikel 2:92a BW sluit een beroep op de uitkoopregeling uit wanneer sprake is van een soort aandelen waaraan bijzondere zeggenschap is verbonden. De houder van dergelijke aandelen kan niet tot overdracht worden gedwongen. De richtlijn biedt niet de mogelijkheid om een dergelijke uitzondering te bepalen. Derhalve ontbreekt een vergelijkbare regeling in het wetsvoorstel. Er moet steeds beroep op het uitstotingsrecht open staan, ongeacht de aard van de aandelen. Daar staat tegenover dat wel met verschillende soorten aandelen rekening wordt gehouden door de introductie van een uitstotingsrecht per soort aandelen.

De richtlijn bepaalt dat de minderheidsaandeelhouder recht heeft op een billijke prijs voor zijn effecten. Artikel 15 lid 5 van de richtlijn bepaalt dat een billijke prijs verondersteld wordt wanneer een tegenprestatie wordt geboden die gelijk is aan de tegenprestatie op grond van een verplicht bod. Een dergelijke tegenprestatie wordt bij een vrijwillig bod geacht billijk te zijn wanneer de bieder ten minste 90% van de effecten verwerft waarop hij het bod heeft uitgebracht. Deze regeling is uitgewerkt in artikel 2:359d lid 6 BW. Het betreft hier een weerlegbaar vermoeden. Voor alle gevallen waarin het vermoeden van een billijke prijs ontbreekt, zoals het geval dat de grens van 90% niet wordt bereikt bij een vrijwillig bod, alsmede gevallen waarin die prijs wordt betwist, kan de rechter bevelen dat hij over de waarde van de effecten wordt geadviseerd door deskundigen. Daarvoor wordt aangesloten bij de regeling in artikel 2:92a BW. De prijsbepaling van aandelen die niet regelmatig worden verhandeld – zoals prioriteitsaandelen – kan moeilijk zijn. In de praktijk blijkt de waarde van prioriteitsaandelen echter regelmatig in de statuten van de vennootschap te zijn bepaald op de nominale waarde daarvan. In dat geval kan bij die waardering worden aangesloten.

Het bepalen van de waarde van de effecten overeenkomstig het tijdstip en de voorwaarden van het openbare bod ligt voor de hand, met name wanneer op het bod ruimhartig is gereflecteerd. Na enige tijd kan echter niet langer op de waardebepaling in verband met het bod worden afgegaan. Door tijdverloop kunnen de effecten meer of minder waard zijn geworden. Om die reden bepaalt artikel 15 lid 4 van de richtlijn dat de bieder slechts binnen een termijn van drie maanden na het tijdstip voor aanvaarding van het bod beroep kan doen op het uitstotingsrecht. Na het verstrijken van die termijn is de bieder niet langer ontvankelijk. Hij kan dan nog wel beroep doen op artikel 2:92a BW, in het kader waarvan de waarde van de effecten met behulp van deskundigen zal worden vastgesteld. Het bepaalde in artikel 15 lid 4 van de richtlijn is neergelegd in artikel 2:359d lid 3 BW.

Op grond van artikel 15 lid 5 van de richtlijn dient de billijke prijs de zelfde vorm te krijgen als de tegenprestatie die bij het bod is voorgesteld of dient deze te luiden in geld. De lidstaten kunnen ook bepalen dat – ten minste als alternatief – geld wordt geboden. Indien de tegenprestatie in verband met het bod bestond uit effecten in een andere vennootschap, kan dat een belangrijke reden zijn geweest voor de minderheidsaandeelhouder om het bod af te wijzen. Bij aanvaarding van het bod zou de aandeelhouder waarschijnlijk een minderheidsbelang hebben verworven in een andere entiteit. In het kader van het uitstotingsrecht, dat het karakter van een onteigening heeft, past het niet dat de minderheidsaandeelhouder wordt gedwongen een andere vergoeding te aanvaarden dan een vergoeding in geld. Dat is ook het uitgangspunt van artikel 2:359d lid 6 BW.

De procedure in verband met het uitstotingsrecht komt inhoudelijk overeen met de bestaande regeling in artikel 2:92a BW. De ondernemings-

kamer van het gerechtshof te Amsterdam oordeelt in eerste aanleg over de vordering van de meerderheidsaandeelhouder. Het hof kan de eiser veroordelen om een bepaalde prijs te betalen aan de overige aandeelhouders, die verplicht zijn tot overdracht van het onbezwaarde recht op de aandelen. Mocht tijdens de procedure de naam van een minderheidsaandeelhouder onbekend blijven, dan kan de overnemer zich bevrijden door betaling aan de consignatiekas.

Artikel 359e

Artikel 16 van de richtlijn verplicht de lidstaten tot het regelen van een verkooprecht ten behoeve van minderheidsaandeelhouders die niet op een openbaar bod hebben gereflecteerd. De minderheidsaandeelhouder moet zijn effecten voor een billijke prijs kunnen overdragen aan de meerderheidsaandeelhouder (artikel 16 lid 2 richtlijn). Gelijk de regeling voor het uitstotingsrecht moet daarvoor een drempel worden bepaald die samenhangt met de vertegenwoordiging van het stemgerechtigde kapitaal en het stemrecht; artikel 15 lid 2 van de richtlijn is van overeenkomstige toepassing. Ook de leden 3 tot en met 5 van dat artikel, op grond waarvan een uitstotingsrecht per soort aandelen kan worden gerealiseerd, voor een beroep op het verkooprecht een termijn van drie maanden geldt en voor de billijke prijs wordt aangesloten bij de tegenprestatie die het bod inhoudt, zijn van overeenkomstige toepassing.

Het eerste lid van artikel 2:359e BW heeft tot gevolg dat de minderheidsaandeelhouder een vordering kan instellen tegen de meerderheidsaandeelhouder die een bod heeft uitgebracht in de zin van artikel 3:9.2 of 3:9.5 van de Wet op het financieel toezicht en als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt. Gelijk de regeling voor het uitstotingsrecht wordt rekening gehouden met de mogelijkheid dat de minderheidsaandeelhouder zich in een beklemde positie bevindt in het geval dat de bieder deze grens niet alleen, maar wel te samen groepsmaatschappijen, passeert. Ook in dat geval kan de minderheidsaandeelhouder beroep doen op het verkooprecht. Voor de grens die relevant is voor het verkooprecht is aangesloten bij de grenzen voor het uitstotingsrecht, omdat de eerste regeling bedoeld is als het spiegelbeeld van de tweede.

Voor de minderheidsaandeelhouder kan de mogelijkheid van een verkooprecht per soort aandelen uitkomst bieden. Dat betekent dat hij beroep kan doen op dat recht zodra de meerderheidsaandeelhouder ten aanzien van de desbetreffende soort de grenzen van 95% heeft gepasseerd. Het zou de positie van de minderheidsaandeelhouder kunnen bezwaren wanneer hij uitsluitend een verkooprecht zou hebben wanneer de grootaandeelhouder ten aanzien van het totale aandelenkapitaal en het totaal van de stemrechten de bedoelde grenzen moet zijn gepasseerd. Het verkooprecht per soort aandelen is neergelegd in artikel 2:359 lid 2 BW. Zoals bij het uitstotingsrecht moet het beroep op het verkooprecht binnen een termijn van 3 maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het openbaar bod worden gedaan. Een complicatie is dat elke individuele minderheidsaandeelhouder een beroep op het verkooprecht kan doen wanneer de grootaandeelhouder de grenzen van het eerste lid heeft gepasseerd. Dat kan betekenen dat de grootaandeelhouder in meerdere procedures wordt betrokken vanwege verschillende aandeelhouders die beroep doen op een verkooprecht. In dat geval ligt het voor de hand dat de bedoelde procedures door de ondernemingskamer worden gevoegd op grond van artikel 220 Wetboek van burgerlijke rechtsvordering. Op die wijze kan procedureel zoveel mogelijk worden voorkomen dat de grootaandeelhouder onevenredig wordt belast vanwege het verkooprecht van de minderheidsaandeelhouders.

Voor de procedure betreffende het verkooprecht wordt verwezen naar de

toelichting op het uitstotingsrecht. De beide procedure stemmen zoveel mogelijk overeen.

Artikel 392

Artikel 10 van de richtlijn schrijft voor dat bepaalde informatie over de structuur van de vennootschap wordt opgenomen in het jaarverslag van de vennootschap. In het algemeen betreft het informatie waarvoor de bestaande wetgeving ten aanzien van het jaarverslag geen regeling geeft. Zoals in paragraaf 3 is aangegeven, wordt aan artikel 10 uitvoering gegeven bij algemene maatregel van bestuur.

Een bijzondere voorziening is nodig in verband met artikel 10 lid 1 onderdeel d van de richtlijn. Onderdeel d houdt in dat in het jaarverslag moeten worden gemeld: de houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden en een beschrijving van die rechten. Een vergelijkbare verplichting vloeit voort uit het reeds bestaande artikel 2:392 lid 1, onderdeel e, BW. Op grond daarvan dient het bestuur aan de jaarrekening en het jaarverslag toe te voegen («overige gegevens»): een lijst van namen van degenen aan wie een bijzonder statutair recht inzake de zeggenschap in de rechtspersoon toekomt, met een omschrijving van de aard van dat recht. Op grond van artikel 2:392 lid 3 BW moet ten aanzien van aandelen voorts worden vermeld hoeveel aandelen de rechthebbende houdt. Komt het recht toe aan bepaalde rechtspersonen, dan worden tevens de namen van de bestuurders daarvan gemeld. Het bepaalde in artikel 2:392 lid 1 onderdeel e en lid 3 BW is niet van toepassing voor zover de Minister van Economische Zaken ontheffing heeft verleend (lid 4).

Voorkomen moet worden dat een vennootschap waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt informatie moet opnemen in het jaarverslag (op grond van een algemene maatregel van bestuur) en tevens in de overige gegevens bij de jaarrekening en het jaarverslag (op grond van artikel 2:392 lid 1 BW). Dit vereist een uitzondering op onderdeel e van artikel 2:392 lid 1 BW wanneer en voor zover de desbetreffende informatie reeds is opgenomen in het jaarverslag. Een en ander is aan het desbetreffende artikellid toegevoegd. Het bepaalde in lid 3 van artikel 2:392 BW wordt niet door de richtlijn geraakt en blijft ongewijzigd.

Daarnaast laat de richtlijn niet toe dat een ontheffing in de zin van artikel 2:392 lid 4 BW wordt verleend ten aanzien van de verplichting om de genoemde informatie op te nemen in het jaarverslag. Om twijfel omtrent de mogelijkheid van ontheffing uit te sluiten, is aan lid 4 een zin toegevoegd die aangeeft dat ontheffing niet mogelijk is voor zover de verplichting bestaat om in het jaarverslag mededeling te doen omtrent bijzondere zeggenschapsrechten.

ARTIKEL III

Artikel 359b lid 1, onderdeel c en d, van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is niet van toepassing op overeenkomsten tussen aandeelhouders die zijn gesloten voor 20 mei 2004. Dit vloeit voort uit artikel 11 lid 2, tweede alinea, en artikel 11 lid 3, tweede alinea, van de richtlijn. In de richtlijn wordt onderscheiden tussen overeenkomsten tussen de vennootschap en haar aandeelhouder en overeenkomsten tussen aandeelhouders onderling. Voor de overeenkomsten tussen aandeelhouder onderling geldt het bepaalde in de richtlijn uitsluitend voor zover zij na de inwerkingtreding van de richtlijn zijn gesloten. De inwerkingtreding van de richtlijn is bepaald op de twintigste dag volgend op die van haar bekendmaking in het Publicatieblad van de Europese Unie (artikel 22 richtlijn). Vanwege de publicatie van de richtlijn op 30 april 2004, geldt de desbetreffende regeling derhalve niet voor overeenkomsten die voor 20 mei 2004 zijn gesloten.

ARTIKEL IV

In dit artikel wordt uitvoering gegeven aan artikel 4, tweede lid onderdeel c, tweede alinea, van de richtlijn. Indien de effecten van de vennootschap op de uiterste datum van omzetting van de richtlijn (20 mei 2006) zijn toegelaten tot de gereglementeerde markt in meerdere lidstaten en indien deze toelatingen op hetzelfde moment zijn ingegaan, dan maken de potentieel bevoegde toezichthouders onderling uit wie bevoegd is. Dit dient binnen vier weken na 20 mei 2006 te geschieden. Wanneer de bevoegde toezichthouders het eens worden, dan maken de toezichthouders openbaar welke toezichthouder bevoegd is inzake een openbaar bod op de effecten van de vennootschap (artikel 4, tweede lid, onderdeel d van de richtlijn). Indien geen bevoegde toezichthouder wordt aangewezen, dan zal de doelvennootschap op de eerste beursdag na deze vier wekenperiode één van de potentiële toezichthouders moeten aanwijzen. De vennootschap dient in dat geval openbaar te maken op welke toezichthouder de keuze is gevallen om toezicht te houden op een eventueel toekomstig openbaar bod op de effecten van de vennootschap.

ARTIKEL V

In verband met de uitvoering van de richtlijn wordt de Wet op de economische delicten gewijzigd. Het niet informeren van een toezichthoudende autoriteit dat de statuten van de vennootschap luiden overeenkomstig artikel 2:359b lid 1 en/of 2 BW is een economisch delict. Het verstrekken van die informatie is verplicht op grond van artikel 2:359b lid 5 BW. Hiertoe wordt een verwijzing naar artikel 2:359b lid 5 BW opgenomen in artikel 1, onder 4°, van de Wet op de economische delicten. Daarnaast wordt de overtreding van de verplicht bod-regeling, evenals reeds het geval is met de bestaande biedingsregels, een economisch delict.

ARTIKELEN VI, VII en VIII

Deze artikelen regelen de samenloop met het voorstel van Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft).

Artikel VI ziet op de situatie waarin de Wft op een *later* moment in werking treedt dan onderhavig wetsvoorstel. De Wft wordt dan op het moment van haar inwerkingtreding aangevuld met bepalingen die gelden ter vervanging van de in Artikel I voorgestelde artikelen van de Wte 1995. Deze in Artikel VI opgenomen bepalingen zijn inhoudelijk identiek aan laatstgenoemde artikelen van de Wte 1995. Op enkele onderdelen zijn de bepalingen evenwel aangepast aan de systematiek van de Wft. Zo worden de bevoegdheden niet geattribueerd aan Onze Minister waarna bij Koninklijk Besluit delegatie aan de AFM plaatsvindt, maar vindt (rechtstreeks) attributie plaats aan de AFM. Ook wordt niet meer naar artikelen van de Wte 1995 en de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 verwezen, die vervallen immers met de inwerkingtreding van de Wft, maar naar de corresponderende bepalingen van de Wft.

Artikel VII ziet op de situatie waarin de Wft op een *eerder* moment in werking treedt dan onderhavig wetsvoorstel. In dat geval worden de in Artikel I opgenomen bepalingen tot wijziging van de Wte 1995 vervangen door de bepalingen die strekken tot de wijziging van de Wft. Hiermee wordt bewerkstelligd dat ook ingeval de Wft eerder in werking mocht treden de parlementaire behandeling over de implementatie van de overnamerichtlijn in het kader van dit wetsvoorstel zal kunnen plaatsvinden.

ARTIKEL IX

De wet treedt in werking op een bij koninklijk besluit te bepalen tijdstip. Aldus kan rekening worden gehouden met het tijdstip waarop vennootschappen redelijkerwijs kunnen voldoen aan de verplichtingen uit het wetvoorstel. Ook kan rekening worden gehouden met de totstandkoming van lagere regelgeving in verband met de uitvoering van de richtlijn. Verschillende aspecten van de richtlijn zullen bij algemene maatregel van bestuur worden uitgevoerd.

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

Transponeringstabel EU-Richtlijn openbaar overnamebod

Richtlijn nr. 2004/25/EG d.d. 21 april 2004	Wet/Besluit
Artikel	Artikel
<i>Artikel 1</i>	
1, lid 1	6e Wte 1995/2:359a BW
1, lid 2	6b Wte 1995/2:359a BW
1, lid 3	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 2</i>	
2, lid 1, onder a-f	1 Wte 1995
2, lid 1, onder g	2:359b lid 1, onderdeel g, en lid 2 BW
2, lid 2	1 Wte 1995
<i>Artikel 3</i>	
3, lid 1, onder a	2:92 BW/Bte 1995
3, lid 1, onder b	Besluit openbare biedingen
3, lid 1, onder c	artikel 2:140 lid 2 BW
3, lid 1, onder d-f	Besluit openbare biedingen
3, lid 2, onder a	behoeft geen implementatie
3, lid 2, onder b	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 4</i>	
4, lid 1	beleidskeuze
4, lid 2, onder a-e	6a en 6e, tweede lid, Wte 1995
4, lid 3	31, 48a Wte 1995
4, lid 4	34 Wte 1995
4, lid 5	29, 48b, 48c, 48m, 48n Wte 1995
4, lid 6	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 5</i>	
5, lid 1	6a Wte 1995
5, lid 2	6b, eerste lid, onderdeel b Wte 1995
5, lid 3	beleidskeuze, zie toelichting op art. 6a Wte 1995
5, lid 4	Besluit openbare biedingen
5, lid 5	Besluit openbare biedingen
5, lid 6	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 6</i>	
6, lid 1	6i Wte 1995
6, lid 2	6e, tweede lid, Wte 1995 en Besluit openbare biedingen
6, lid 3, onder a-n	Besluit openbare biedingen
6, lid 4	behoeft geen implementatie
6, lid 5	29, eerste lid, onder a en o, Wte 1995
<i>Artikel 7</i>	
7, lid 1	Besluit openbare biedingen
7, lid 2	Besluit openbare biedingen
<i>Artikel 8</i>	
8, lid 1	6f, 6i en 47 Wte 1995
8, lid 2	6f, 47 en het Besluit openbare biedingen
<i>Artikel 9</i>	
9, lid 1	behoeft geen implementatie
9, lid 2	2:359b lid 1 onderdeel a BW
9, lid 3	2:359b lid 1 onderdeel b BW
9, lid 4	2:109 jo. 115 BW
9, lid 5	Besluit openbare biedingen
9, lid 6	2:359b lid 1 onderdeel a BW
<i>Artikel 10</i>	
10, lid 1-3	2:392 lid 1 en 4 BW en amvb op basis art. 2:391 lid 4 BW
<i>Artikel 11</i>	
11, lid 1	2:359b lid 1 aanhef BW
11, lid 2	2:359b lid 1 onderdeel c BW
11, lid 3	2:359b lid 1 onderdeel d en e BW
11, lid 4	2:359b lid 2 BW
11, lid 5	2:359b lid 3 BW

11, lid 6	behoeft geen implementatie
11, lid 7	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 12</i>	
12, lid 1	behoeft geen implementatie
12, lid 2	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359b BW
12, lid 3	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359b lid 4 BW
12, lid 4	2:126 BW en 9 Handelsregisterwet
12, lid 5	2:359b lid 4 BW
<i>Artikel 13</i>	Besluit openbare biedingen
<i>Artikel 14</i>	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 15</i>	
15, lid 1–5	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359d BW
<i>Artikel 16</i>	
16, lid 1–3	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359e BW
<i>Artikel 17</i>	art. 6d Wte 1995, 48b en 48c Wte 1995 en art. 1 WED
<i>Artikel 18</i>	
18, lid 1	behoeft geen implementatie
18, lid 2	behoeft geen implementatie
18, lid 3	behoeft geen implementatie
18, lid 4	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 19</i>	
19, lid 1	behoeft geen implementatie
19, lid 2	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 20</i>	
20, alinea 1	behoeft geen implementatie
20, alinea 2	Besluit openbare biedingen
<i>Artikel 21</i>	
21, lid 1	behoeft geen implementatie
21, lid 2	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 22</i>	behoeft geen implementatie
<i>Artikel 23</i>	behoeft geen implementatie

«behoeft geen implementatie»: het betreft hier bepalingen die verwijzen naar de richtlijn zelf, of die een opdracht aan de Raad of de lidstaten bevatten die niet hoeft te worden verwerkt in de nationale wetgeving, dan wel bepalingen die een optie inhouden.