

Wet tot 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

Memorie van toelichting

1. Algemeen

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 verwerft 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 openbaar bod moet een billijke prijs inhouden.

De richtlijn bevat ook voorschriften van vennootschapsrechtelijke aard. Zo worden beursvennootschappen verplicht om hun structuur 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 de 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 grondgebied gevestigde vennootschappen de keuze laten om de bedoelde richtlijnbepalingen 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).

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

¹ PbEU L 142, implementatiedatum 20 mei 2006.

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 onbeperkt 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.

2. Het openbaar overnamebod

In deze paragraaf wordt in het bijzonder 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. Bepalingen van meer vennootschapsrechtelijke aard, zoals de verplichting om de structuur van de vennootschap openbaar te maken en regels betreffende de doorbraak van bepaalde beschermingsconstructies tegen een openbaar bod, worden in paragraaf 3 besproken.

De richtlijn is van toepassing op vennootschappen waarvan alle of een deel van de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde 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 3:9.6, lid 1, van de Wet op het financieel toezicht (Wft). 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.

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. De richtlijn sluit in beginsel een biedplicht uit in verband met de verwerving van effecten zonder stemrecht in de algemene vergadering. De lidstaten mogen echter afwijken van deze hoofdregel en een biedplicht bepalen in verband met de verwerving van effecten waaraan geen (of alleen onder specifieke omstandigheden) stemrecht is verbonden (overweging 11). Van die mogelijkheid wordt gebruik gemaakt ten aanzien van certificaten van aandelen die met medewerking van de naamloze vennootschap zijn uitgegeven. Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 3:9.1 lid 2, onderdeel c en d Wft alsmede artikel 2:359a BW van het wetsvoorstel.

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). Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 3:9.1, lid 2, onderdeel c Wft.

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 zal worden uitgevoerd bij algemene maatregel van bestuur op basis van artikel 3:9.2 lid 5 Wft. 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 zijn grotendeels uitgevoerd via artikel 3:9.2 Wft en de artikelen 9b, 9c, 9d, 9g, 9h, 9i en 9n van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995). De procedure betreffende de goedkeuring van het biedingsbericht wordt geregeld in artikel 3:9.4 Wft. Voor zover gegevens, opgenomen in artikel 6 lid 3 van de richtlijn, thans nog niet zijn opgenomen in artikel 9i Bte 1995, zal voor opname worden gezorgd door een wijziging van dat artikel. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat hoofdstuk IIIA van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 in de toekomst zal worden omgezet in het Besluit openbare biedingen, gebaseerd op artikel 3:9.2 lid 5 Wft.

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 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 zodanig instemming wordt uitgebracht. Artikel 9o Bte 1995 kent geen maximumtermijn. Een maximumtermijn zal door een wijziging van het besluit worden 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 zijn opgenomen in de artikelen 9b en 9g Bte 1995 (vervallen van een bod), de artikelen 9b, 9c, 9i en 9t Bte 1995 (concurrerend bod) en artikel 9t Bte 1995 (herziening van een bod, openbaarmaking van het resultaat van een bod en de onherroepelijkheid van een bod en toegestane voorwaarden).

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. 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. Over vraagstukken van vennootschapsrechtelijke aard, zoals het oordeel over het bestaan van overwegende zeggenschap, oordeelt de burgerlijke rechter. Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 3:9.8 Wft.

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 is uitgevoerd met het bepaalde in artikel 1:61 (het kunnen opleggen van een last onder dwangsom), 1:62 (het kunnen opleggen van een bestuurlijke boete) en 3:9.8 Wft (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.

Bij de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel betreffende openbare biedingen op effecten is aangegeven (kamerstukken II 1999/00, 27 172, nr. 3) dat na de “één-op-één” overheveling van de biedingsregels uit de SER-Fusiecode naar de Wet openbare biedingen op effecten (geëffectueerd per 5 september 2001) bezien zou worden of de biedingsregels een inhoudelijke wijziging behoeven in het licht van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt en de ervaring die de AFM heeft opgedaan met het toezicht op openbare biedingen (de zogenoemde tweede fase van de wettelijke regeling van openbare biedingen). Van de gelegenheid is gebruik gemaakt om de biedingsregels op een aantal punten te actualiseren en te moderniseren. Wijziging heeft plaatsgevonden van de bepalingen betreffende de termijn inzake het verbod op gunstiger transacties (artikel 3:9.3 Wft) en het bemiddelingsverbod voor beleggingsondernemingen (artikel 3:9.9 Wft). Verwezen wordt naar de toelichting op deze artikelen. Bij het ontwerpen van het Besluit openbare biedingen op basis van artikel 3:9.2 lid 5 Wft zullen de biedingsregels die momenteel in het Bte 1995 staan, onder de loep worden genomen.

De implementatie van de richtlijn leidt in grote lijnen tot het volgende biedingsproces. De richtlijn introduceert in de Nederlandse wet- en regelgeving het *verplichte* openbare bod. Vanaf het moment dat een openbaar bod wordt uitgebracht, dienen bepaalde procedureregels te worden gevolgd, die nu reeds gelden voor de zogenoemde *vrijwillige biedingen*. De vrijwillige biedingen vallen onder de regels die sinds 5 september 2001 in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) zijn opgenomen (hoofdstuk IIA) en zijn uitgewerkt in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995, hoofdstuk IIIA). De Wte 1995 wordt momenteel opgenomen in de Wft (Kamerstukken II, 29 708). 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 blijft zijn belang net onder de biedgebren houden ofwel hij brengt een vrijwillig openbaar bod uit.

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 namelijk toe, wanneer de bieder de steun heeft van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap. Op het moment dat de verwachting gerechtvaardigd is dat tussen de bieder en de doelvennootschap overeenstemming kan worden bereikt over het bod, dient er een openbare mededeling te worden gedaan (artikel 9b jo 9d Bte 1995). Hierdoor 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. Mede in verband met de beoogde duidelijkheid ten aanzien van het tijdstip waarop openbaarmaking moet plaatsvinden, wordt de bestaande regeling aangepast, zonder echter afbreuk te willen doen aan het uitgangspunt dat het advies van de ondernemingsraad of de werknemersverenigingen nog van wezenlijke invloed moet kunnen zijn. In de amvb op basis van artikel 3:9.2, lid 5, Wft zal een nieuwe

bepaling worden opgenomen die erin voorziet dat een openbare mededeling moet worden gedaan zodra de bieder en de doelvennootschap voorwaardelijke overeenstemming hebben bereikt over een uit te brengen openbaar bod. Deze overeenstemming is voorwaardelijk wanneer op dat moment nog advies van de ondernemingsraad of ondernemingsraden (en bij gebreke aan een ondernemingsraad, de werknemers) en werknemersorganisaties moet worden gevraagd. Met een dergelijke regeling loopt Nederland ook internationaal meer in de pas. In het buitenland, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje, behoeft pas een openbare mededeling te worden gedaan bij het bereiken van overeenstemming over het bod. De voorgestelde bepaling doet overigens geen afbreuk aan de algemene regel van artikel 9b Bte 1995 dat onverwijld een openbare mededeling moet worden gedaan wanneer zich een koersgevoelige omstandigheid voordoet. Hierdoor wordt de kans gereduceerd dat met voorwetenschap op de effectenbeurs wordt gehandeld.

Voorafgaand overleg tussen bieder en doelvennootschap is de kern van het biedingsproces in Nederland. Het is verboden een bod dat zonder kennisgeving van of overleg vooraf met de doelvennootschap tot stand komt, uit te brengen (het verbod op het zogenoemde *rauwelijks bod*). Op grond van artikel 9d, tweede lid, Bte 1995 is een bieder verplicht om geen openbare mededeling over de biedprijs of ruilverhouding te doen, alvorens de doelvennootschap schriftelijk in kennis te stellen van het voornemen een bod te doen. Daarbij moet de bieder de doelvennootschap uitnodigen om binnen zeven dagen na ontvangst van deze kennisgeving overleg te plegen over het voorgenomen bod, de prijs, de aan het bod ten grondslag liggende motieven, de voornemens ten aanzien van het te voeren beleid van de doelvennootschap, en de wijze van financiering van het uit te brengen bod.

Om te voorkomen dat de koers van de aandelen als gevolg van geruchten en speculaties hevige bewegingen vertoont, wordt in de praktijk bij de verzending door de bieder van de kennisgeving, bedoeld in artikel 9d, tweede lid, Bte 1995 soms een zodanige indicatie van de prijs of ruilverhouding gegeven, dat de markt begrijpt hoe de uiteindelijke prijs of ruilverhouding zal gaan luiden. Deze praktijk voorkomt ook dat er oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap of de bieder (artikel 3, eerste lid, onderdeel d, van de richtlijn). Bovendien wordt het gevaar op handel met voorwetenschap gereduceerd. Gelet op deze praktijk bestaat niet de noodzaak om het verbod op het *rauwelijks bod* te schrappen. Ook in het geval een partij overwegende zeggenschap verwerft over de vennootschap, dient deze partij eerst met de doelvennootschap in overleg te treden, alvorens de definitieve prijs of ruilverhouding openbaar te maken. Voor de markt is het daarbij wel kenbaar dat de "minimumprijs" die voor de aandelen wordt geboden gelijk is aan de billijke prijs, zoals opgedragen in artikel 5 lid 4 van de richtlijn. De partij die overwegende zeggenschap heeft verworven kan echter, na het overleg met de doelvennootschap, tot het besluit komen om zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens. Het voorgestelde artikel 3:9.7 Wft biedt hem de mogelijkheid om zijn belang binnen 30 dagen na de verwerving van overwegende zeggenschap tot onder de biedgrens te brengen.

Indien 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 beschermingsconstructies opwerpt om de bieder tot nader overleg te dwingen teneinde een hogere

prijs of werkgelegenheidsgaranties af te dwingen of om een alternatief bod uit te lokken. De richtlijn bevat regels betreffende de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies nadat een openbaar bod is uitgebracht en de doorbraak van bestaande beschermingsconstructies. Deze regels zijn van vennootschapsrechtelijke aard en zijn daarom opgenomen in boek 2 BW (zie paragraaf 3).

3. Vennootschapsrechtelijke aspecten 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 van 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 verkrijgen van overwegende zeggenschap door de bieder kan bemoeilijken. 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 in de zin van artikel 9b Bte 1995. In het geval van een (mogelijk) vijandig bod zal dit veelal het moment zijn dat de bieder de kennisgeving, bedoeld in artikel 9d, tweede lid, Bte 1995, verzendt aan de doelvennootschap. De bieder stelt de doelvennootschap dan in kennis van zijn voornemen om een openbaar bod uit te brengen en nodigt de doelvennootschap uit om over dit voornemen overleg te voeren. Het eerste openbaarmakingsmoment kan echter ook eerder liggen, namelijk wanneer de koersvorming of een andere ontwikkeling duidt op het ophanden zijn van een openbaar bod. Op een dergelijk moment zal de bieder of de doelvennootschap onverwijld een persbericht dienen uit te brengen om mogelijke handel met voorwetenschap te voorkomen (vergelijk artikel 9b, tweede lid, onderdeel c, Bte 1995 en artikel 3, eerste lid, onderdeel d). Deze situatie duurt voort totdat het resultaat van het bod openbaar is gemaakt of het bod is vervallen

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 de vorige paragraaf 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.

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 via een algemene maatregel van bestuur op basis van de Wet op het financieel toezicht.

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 2004, 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. L. 225-122, 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. 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 deieder, 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 deieder 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).

Artikel 11 is niet van toepassing op aandelen in een doelvennootschap die bijzondere rechten verschaffen aan een lidstaat (zogenoemde "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). Artikel 11 lid 7 van de richtlijn behoeft geen uitvoering.

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 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. Verwezen wordt naar de toelichting op artikel 2:359e.

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.

4. Advies van de commissie vennootschapsrecht

De commissie vennootschapsrecht heeft een voorontwerp van het wetsvoorstel besproken in haar vergadering van 9 december 2004 en heeft vervolgens schriftelijk advies uitgebracht (advies d.d. 23 december 2004). Het advies betreft de volgende onderwerpen:

- aanpassing van artikel 2:118a BW;
- het begrip "overwegende zeggenschap" c.q. de biedgrens;
- de aard van de statutaire biedplicht;
- de positie van de AFM;
- doorbraak van bescherming via artikel 2:359c BW;
- meervoudig stemrecht;
- billijke prijs in het kader van de uitkoopprocedure.

Op het advies wordt in het vervolg nader ingegaan.

5. 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 toezichthoudende autoriteit van het bod in kennis te stellen (artikel 6 lid 1 en artikel 8 richtlijn). Deze informatieverplichtingen zijn reeds opgenomen in de huidige overnameregelgeving (artikel 9b, 9i en 9v 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 gereguleerde 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. Administratieve lasten in verband met artikel 10 richtlijn kunnen hier buiten beschouwing blijven.

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. 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 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 toezichthoudende autoriteit (artikel 12 lid 2, alinea 2 richtlijn). Dit betekent dat de informatie die aan het handelsregister wordt verstrekt bij een statutenwijziging, door de vennootschap tevens aan de toezichthoudende autoriteit(en) moet worden verstrekt. Dit levert weinig extra lasten op. De bedoelde informatie is immers reeds beschikbaar voor het handelsregister en behoeft slechts vermenigvuldigd te worden en verzonden aan de genoemde andere autoriteit(en).

PM advies Actal

Artikelen

ARTIKEL I

Wet financieel toezicht

Onderdeel A

Artikel 3:9.1

Als gevolg van de definitie van openbaar overnamebod in artikel 2, eerste lid, onderdeel a, van de richtlijn komt het zogenoemde besloten-kring criterium in onderdeel a van het eerste lid te vervallen. Dit criterium is, als gevolg van de implementatie van de prospectusrichtlijn (richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003; zie het voorgestelde hoofdstuk 3.5 van de Wft) ook vervallen in het in ontwerpartikel 3.5.3 van de Wft opgenomen verbod om zonder goedgekeurde prospectus effecten aan te bieden. De biedingsregels zullen door deze definitiewijziging van toepassing zijn wanneer een bod wordt gedaan door middel van een openbare mededeling en het bod gericht is tot

de effecten die zijn toegelaten tot de handel op een erkende markt. Onderhandse biedingen vallen dus niet onder het voorgestelde hoofdstuk 3.9 van de Wft.

In het voorgestelde nieuwe onderdeel c wordt "overwegende zeggenschap" 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 spreekt, kort gezegd, van het in 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 procent. De commissie voert daarbij aan dat een groot aantal vennootschappen in de statuten heeft opgenomen dat bepaalde besluiten (bijvoorbeeld 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 dan wel het geplaatste kapitaal te leggen. Dit percentage sluit ook aan bij de wensen van het bedrijfsleven, beleggers en de toezichhoudende autoriteit. De Vereniging VNO-NCW, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), de Vereniging van Effectenbezitters 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 grens van de biedplicht. Bij de poging tot overname van Rodamco North America (HR 18 april 2003, JOR 2003, 110) werd door de ondernemingsleidingen bijvoorbeeld gesteld dat overwegende zeggenschap al bij een lager percentage dan 30 was verkregen. Een statutaire biedgebrens, die lager ligt dan de wettelijke grens, kan slechts gelden wanneer de aandeelhouder die overwegende zeggenschap heeft verworven, met een dergelijke statutaire regel heeft ingestemd. Men vergelijk artikel 2:81 BW. Indien de algemene vergadering bijvoorbeeld zou besluiten om in statuten een biedgebrens van 20 procent op te nemen, dan ontstaat er voor de partij die 25 procent van het geplaatste kapitaal of stemrechten verwerft 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 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 verwerving van ten minste 30 procent van de certificaten van aandelen ook onder de biedplicht.

In het voorgestelde nieuwe onderdeel d wordt beschreven in welke gevallen sprake is van “in onderlinge overeenstemming handelen”. Om te voorkomen dat de biedplicht eenvoudig kan worden ontweken, moet op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn worden bepaald dat voor het vaststellen van overwegende zeggenschap ook rekening wordt gehouden met derden die met de desbetreffende aandeel- of certificaathouder in onderlinge overeenstemming handelen. In artikel 2, eerste lid, onderdeel d) van de richtlijn worden de “in onderling overleg met ... handelende personen” gedefinieerd als (voorzover relevant voor de biedplicht) “natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen”. Voor de toepassing van deze definitie worden personen over wie een andere persoon de zeggenschap heeft in de zin van artikel 87 van richtlijn 2001/34/EG betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moeten worden gepubliceerd (Pb L184; de zogenoemde gecontroleerde onderneming of dochtermaatschappij) beschouwd als met die andere persoon en met elkaar in overeenstemming handelende personen, aldus artikel 2, tweede lid, van de richtlijn. In onderdeel d wordt in verband hiermee het begrip “personen waarmee in overeenstemming wordt gehandeld” gedefinieerd als personen met wie krachtens overeenkomst of door op elkaar afgestemde feitelijke gedragingen wordt gehandeld met als doel of gevolg het verwerven van overwegende zeggenschap in een vennootschap. Deze definitie is deels gebaseerd op artikel 2, eerste lid, onderdeel d) van de richtlijn en deels op artikel 6, eerste lid, van de Mededingingswet. Onvermijdelijk is het dat veel zal afhangen van de omstandigheden van het geval.

Om de praktijk zoveel mogelijk houvast te bieden is, in navolging van de regeling in het Verenigd Koninkrijk, deze definitie aangevuld met een niet-limitatieve lijst van categorieën van personen ten aanzien waarvan wordt geacht dat de personen uit eenzelfde categorie in onderlinge overeenstemming handelen². Een dergelijke niet-limitatieve opsomming had ook de voorkeur van het merendeel van de respondenten op het consultatiedocument betreffende de invoering van het verplichte bod.

De eerste categorie personen die wordt geacht in onderlinge overeenstemming te handelen betreft 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 moedervennootschap met betrekking tot andere rechtspersonen en vennootschappen in de groep. De tweede categorie personen betreft de vennootschap en haar dochtermaatschappij als bedoeld in artikel 2:24a BW. Hiermee wordt artikel 2, tweede lid, van de richtlijn deels geïmplementeerd. Het gaat hier om een dochtermaatschappij die een vennootschap als moeder heeft.

² In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

De dochtermaatschappij kan echter ook een natuurlijk persoon als moeder hebben, zoals ook artikel 87 van richtlijn 2001/34 stelt waarnaar in artikel 2, tweede lid, van de richtlijn wordt verwezen. Dit wordt geregeld in onderdeel (iii) door te verwijzen naar de definitie van dochtermaatschappij in ontwerpartikel 3:7.1, eerste lid, van de Wft. De vierde categorie betreft vennootschappen en met hen gelieerde vennootschappen. Aangesloten is bij de definitie van ontwerpartikel 3:7.15, tweede lid, van de Wft. De vijfde categorie betreft echtgenoten en rechtspersonen en vennootschappen waarin deze personen overwegende zeggenschap hebben. De zesde categorie betreft geregistreerde partners en rechtspersonen en vennootschappen waarin deze personen overwegende zeggenschap hebben. De zevende categorie betreft bloed- en aanverwanten tot in de tweede graad en rechtspersonen en vennootschappen waarin deze personen overwegende zeggenschap hebben. De achtste categorie bestaat uit bestuurders en commissarissen en rechtspersonen en vennootschappen waarin deze personen overwegende zeggenschap hebben. Bij de categorieën vijf tot en met acht is aangesloten bij de tegenstrijdig belang regeling, zoals uitgewerkt in de best practice bepalingen II.3.2 en III.6.1 van de Nederlandse corporate governance code (Stcrt nr. 250 van 27 december 2004). De laatste categorie betreft deelgenoten in een gemeenschap waartoe een belang dat overwegende zeggenschap verschaft, behoort. Hierbij valt onder andere te denken aan huwelijksgemeenschappen, onverdeelde boedels, en personenvennootschappen.

Voor de invulling van de term “overwegende zeggenschap” moet vooral worden gekeken naar het stemgedrag in de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien daarin samen wordt gewerkt, kan worden gesproken van handelen in onderlinge overeenstemming. Samenwerken moet in het algemeen worden gelezen als “duurzaam samenwerken”. Een incidentele afstemming ten aanzien van één vergaderpunt zal doorgaans niet kwalificeren als handelen in onderlinge overeenstemming. Het verstrekken van een incidentele volmacht, in het bijzonder in het kader van proxy solicitation, zal doorgaans niet worden aangemerkt als handelen in onderlinge overeenstemming. Het sluiten van een stemovereenkomst zal in de regel wel moeten worden aangemerkt als handelen in onderlinge overeenstemming, tenzij het gezamenlijk optrekken betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang. Ook het standaard houden van een voorvergadering kan als handelen in overeenstemming worden gekwalificeerd.

In het voorgestelde onderdeel e wordt het begrip “doelvennootschap” gedefinieerd. Aangesloten is bij de definitie van artikel 1, onderdeel j, van het Bte 1995.

In het voorgestelde onderdeel f wordt het begrip “goedkeuring” gedefinieerd. Op grond van het bepaalde in de tweede alinea van artikel 6, tweede lid, van de richtlijn dient het biedingsbericht voortaan te worden goedgekeurd door de bevoegde toezichthoudende autoriteit indien eenieder zijn biedingsbericht in verschillende lidstaten wil kunnen gebruiken (zie ook de hierna opgenomen toelichting op het tweede lid van artikel 3:9.2). De definitie van goedkeuring van het biedingsbericht sluit aan bij in ontwerpartikel 3:5.1 van de Wft neergelegde definitie van goedkeuring van het prospectus. Aangezien het merendeel van de openbare biedingen wordt gefinancierd door middel van de uitgifte van effecten door deieder (ruilbod) en het biedingsbericht daardoor samen met het

prospectus wordt geïntegreerd tot één document, is het wenselijk om de definitie van en procedure voor goedkeuring van biedingsbericht en prospectus zoveel mogelijk synchroon te laten zijn.

Onderdeel B

Artikel 3:9.2

In het eerste lid wordt uitvoering gegeven aan de in artikel 1, eerste lid, van de richtlijn opgenomen voorschriften betreffende de werkingssfeer van de openbaar bod-regels. 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 gereglementeerde 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 Wte 1995 (ontwerpartikel 3:9.2 van de Wft) gebaseerde biedingsregels zijn van toepassing op openbare biedingen op (i) effecten of rechten van deelneming³ in een beleggingsinstelling die zijn toegelaten tot de notering op een erkende markt en op (ii) effecten of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling die geregeld worden verhandeld in Nederland. Van geregelde verhandeling is sprake indien de effecten of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling jaarlijks ieder kwartaal enige malen worden verhandeld. Indien de gegevens omtrent de verhandeling uitwijzen dat sprake is van een grensgeval, kan tevens gewicht worden toegekend aan het percentage effecten dat in handen is van bij het bestuur van de doelvennootschap onbekende aandeelhouders (kamerstukken II 1999/00, 27 172, nr. 3).

De eerste consequentie van implementatie van artikel 1, eerste lid, van de richtlijn is dat zal worden aangeknoopt bij het bredere begrip “toegelaten tot de handel op een erkende markt” in plaats van “notering op een erkende markt”. Hierdoor vallen ook vennootschappen die effecten hebben uitgegeven welke geen officiële notering aan een Nederlandse beurs hebben, maar wel op die beurs worden verhandeld onder de werkingssfeer van de Nederlandse biedingsregels. Voor een beschrijving van de situatie wanneer sprake is van “effecten die zijn toegelaten tot de handel op een erkende markt” wordt verwezen naar de memorie van toelichting bij het Algemeen Deel van het wetsvoorstel betreffende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht; Wft) (kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3). Met “erkende markt” wordt de effectenbeurs in Nederland bedoeld. Met “gereglementeerde markt” worden de effectenbeurzen in de andere EU-lidstaten bedoeld.

De tweede consequentie van implementatie van de richtlijn is dat het begrip “geregelde verhandeling in Nederland” overbodig wordt. De richtlijn regelt in artikel 4, tweede lid, specifiek welke toezichthouder bij grensoverschrijdende openbare biedingen op effecten de bevoegde toezichthouder is. Artikel 4, tweede lid, onderdeel b, van de richtlijn bepaalt – kort gezegd – dat ten aanzien van het

³ In de Wte vielen rechten van deelneming in een beleggingsinstelling nog onder het begrip “effecten”. In het wetsvoorstel betreffende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (kamerstukken 29 708) vallen de rechten van deelneming in een beleggingsinstelling niet meer onder het begrip “effecten”.

bod op effecten die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de lidstaat waar de uitgevende vennootschap haar statutaire zetel heeft, de toezichthoudende autoriteit van de lidstaat waar de effecten wél tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten de bevoegde autoriteit is (zie verder de toelichting op het voorgestelde tweede lid van artikel 3:9.2). Dubbel toezicht zou de door de richtlijn beoogde harmonisatie van de biedingsregels immers teniet doen.

Daarnaast leven er in de praktijk bezwaren tegen het begrip “geregelde verhandeling in Nederland”. Omdat een wettelijke definitie van deze zinsnede ontbreekt, is niet door een ieder zelfstandig en objectief vast te stellen wanneer de Nederlandse biedingsregels van toepassing zijn. Zowel vanuit het perspectief van de bidder als de toezichthouder is dit niet wenselijk. De Nederlandse kapitaalmarkt heeft baat bij eenduidige regels. Ook de overnameregelgeving van het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje knoopt uitsluitend aan bij toelating tot de handel op een gereguleerde markt.

Tot slot wordt in het eerste lid uitvoering gegeven aan artikel 6, tweede lid, tweede alinea van de richtlijn. Op grond van artikel 9v van het Bte 1995 dient het biedingsbericht momenteel vooraf te worden voorgelegd, maar behoeft het geen goedkeuring van de AFM. Wil het biedingsbericht van de bidder een zogenoemd EU-paspoort krijgen, dan dient het ter goedkeuring te worden voorgelegd aan de toezichthouder. Een EU-paspoort kan biedingen die mede zijn gericht tot effectenhouders in andere lidstaten vergemakkelijken. Het voorgestelde tweede lid bepaalt dat de bidder het biedingsbericht ter goedkeuring moet voorleggen aan de AFM dan wel een andere bevoegde toezichthoudende instantie. Publicatie van het biedingsbericht mag voortaan alleen plaatsvinden na verkregen goedkeuring door de AFM of door een andere bevoegde toezichthoudende instantie.

In het voorgestelde tweede lid wordt uitvoering gegeven aan artikel 4, tweede lid, van de richtlijn. De hoofdregel is dat de toezichthouder van de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren, mits de effecten die zijn uitgegeven door deze doelvennootschap ook in die lidstaat zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (zie artikel 4, tweede lid, onderdeel a van de richtlijn). Het is niet van belang waar de bidder zetel heeft of waar zijn effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Waarschijnlijk zal op het merendeel van de openbare biedingen deze hoofdregel van toepassing zijn. De meeste beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland laten hun effecten (mede) verhandelen op de Nederlandse effectenbeurs, Euronext Amsterdam N.V.. Met betrekking tot eventuele biedingen op dergelijke effecten is de AFM de bevoegde toezichthouder, zo volgt uit artikel 3:9.2, tweede lid. Indien de effecten zijn uitgegeven door een doelvennootschap met statutaire zetel in Nederland en zijn toegelaten tot de handel van een erkende markt in Nederland en van een gereguleerde markt in bijvoorbeeld Duitsland, dan is de Nederlandse toezichthouder eveneens bevoegd. Men zie het voorgestelde artikel 3:9.2, tweede lid, onderdeel a.

Indien de hoofdregel niet van toepassing is, geldt het volgende. Indien de door de doelvennootschap uitgegeven effecten niet zijn toegelaten tot de handel van een gereguleerde markt in de lidstaat waar zij haar zetel heeft, dan is de toezichthouder bevoegd van de lidstaat waar

de effecten op een gereguleerde markt worden verhandeld (artikel 4, tweede lid, onderdeel b, eerste alinea, van de richtlijn). Dus: in het geval dat de door een vennootschap met statutaire zetel in Duitsland uitgegeven effecten uitsluitend worden verhandeld op Euronext Amsterdam N.V., is de AFM bevoegd. Een openbaar bod op de effecten van deze Duitse vennootschap valt weliswaar onder het in het voorgestelde artikel 3:9.2, eerste lid, opgenomen verbod, maar ten aanzien van het beschikbaar te stellen biedingsbericht is de Duitse toezichthouder de bevoegde toezichthoudende instantie. Indien de effecten van de doelvennootschap in meerdere lidstaten op een gereguleerde markt worden verhandeld, dan is bevoegd de toezichthouder uit het land waar de effecten het eerste waren genoteerd (artikel 4, tweede lid, onderdeel b, tweede alinea, van de richtlijn). Men zie artikel 3:9.2, tweede lid, onderdeel b.

Indien de effecten na inwerkingtreding van dit wetsvoorstel op hetzelfde tijdstip voor het eerst worden toegelaten tot de handel van gereguleerde markten in meerdere lidstaten, dan kan de desbetreffende vennootschap zelf bepalen welke toezichthouder bevoegd is. De betrokken toezichthouders, de gereguleerde markten en het publiek worden op de eerste handelsdag van deze keuze in kennis gesteld (artikel 4, tweede lid, onderdeel c, eerste alinea en onderdeel d, van de richtlijn). Men zie het voorgestelde artikel 3:9.2, tweede lid, onderdeel c, en derde lid. Deze keuzemogelijkheid bestaat niet meer op het moment dat het openbaar bod wordt uitgebracht of voorbereid (behalve in het onwaarschijnlijke geval dat het uitbrengen van een bod samenvalt met de eerste handelsdag). Voor vennootschappen waarvan effecten tegelijkertijd tot de handel van gereguleerde markten in meerdere lidstaten zijn toegelaten geldt een overgangsregeling. Men zie artikel IV.

Indien effecten van een doelvennootschap die buiten de Europese Economische Ruimte is gevestigd zijn toegelaten tot de handel op een erkende markt (in Nederland), zijn de regels van de richtlijn niet van toepassing. In dat geval dient het biedingsbericht te worden goedgekeurd door de AFM. Op grond van artikel 3:9.10 kan de AFM in individuele gevallen 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) 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. De AFM kan van deze bevoegdheid slechts gebruik maken indien de doeleinden van de wet, zoals volledige, consistente en begrijpelijke informatievoorziening aan de beleggers, op een andere wijze zijn gewaarborgd. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer het biedingsbericht door een andere toezichthoudende instantie wordt goedgekeurd, waarbij goedkeuring inhoudt dat de toezichthoudende instantie het biedingsbericht controleert op volledigheid, met inbegrip van consistentie en begrijpelijkheid.

Het voorgestelde vierde lid komt overeen met de bijzin van het tweede lid van ontwerpartikel 3:9.2 Wft.

Het voorgestelde vijfde en zesde lid komen overeen met het derde en vierde lid van ontwerpartikel 3:9.2.

Onderdeel C

Artikel 3:9.3

Op grond van ontwerpartikel 3:9.3 Wft mag eenieder, 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 verwerven. 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. In de literatuur is bepleit om de termijn op één jaar te stellen⁴. Dit voorstel is overgenomen. Een dergelijke termijn sluit ook beter aan bij de termijnen die gelden in het Verenigd Koninkrijk (zes maanden) en Duitsland (één jaar).

Onderdeel D

Artikel 3:9.4

In dit artikel wordt de procedure van de goedkeuring van het biedingsbericht door de AFM geregeld. Aangezien de meeste openbare biedingen ruilbiedingen zijn 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 het voorgestelde hoofdstuk 3.5 van de Wft, is ook van toepassing op biedingsberichten. Hierdoor wordt ook in artikel 3:9.4 afgeweken van artikel 4:15 van de Algemene wet bestuursrecht. Verwezen wordt derhalve naar de toelichting op ontwerpartikel 3:5.12 Wft, waarin de procedure omtrent het goedkeuren van prospectussen wordt beschreven.

Artikel 3:9.5

In het eerste lid van dit artikel wordt de biedplicht geïntroduceerd. Op grond van artikel 5, eerste lid, van de richtlijn dient een persoon die overwegende zeggenschap verwerft in een beursgenoteerde vennootschap te worden verplicht een openbaar bod uit te brengen. Aangezien het gaat om "verwerving", geldt de biedplicht niet voor personen die overwegende zeggenschap hebben op het tijdstip van inwerkingtreding van de in dit artikel geregelde verplicht-bodregeling. Overweging

⁴ Zie o.a. M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (2002) "Vijfentwintig aanbevelingen voor de tweede fase. Aanbevelingen voor de tweede fase van de wetgeving inzake openbare biedingen, in B.M. van Beek e.a. *Een bewezen bestaansrecht*, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer, pp. 257-284.

10 van de richtlijn stelt daarnaast uitdrukkelijk dat het verplichte bod niet 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* verwerving” van effecten. Uit deze zinsnede zou kunnen worden afgeleid dat er geen biedplicht ontstaat bij verwerving van zeggenschap door andere omstandigheden, die niet kwalificeren als “eigen verwerving 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 zeggenschapsverwerving via bijvoorbeeld inkoop van aandelen zou moeten worden vrijgesteld van de biedplicht⁵. Een partij zou om tactische redenen een belang kunnen nemen van 29,9 procent van de stemrechten of het geplaatste kapitaal 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. Een partij die niet de intentie heeft om overwegende zeggenschap te verwerven, maar door bijvoorbeeld de inkoop van aandelen toch boven de bieddrempel komt, heeft op grond van artikel 3:9.7 dertig dagen de tijd om zijn belang af te bouwen tot onder de bieddrempel. Wij nemen derhalve de zinsnede “ten gevolge van eigen verwerving” uit artikel 5, eerste lid, van de richtlijn niet over in onderhavig wetsvoorstel.

Artikel 5, eerste lid, van de richtlijn bepaalt dat het bod moet worden gedaan aan alle houders van effecten en voor al hun effecten. Hieruit volgt dat het 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.

⁵ In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

Artikel 5, eerste lid, van de richtlijn schrijft voor dat het bod zo spoedig mogelijk moet worden gedaan. Artikel 6, eerste lid, van de richtlijn bepaalt in dat kader dat het besluit om een bod uit te brengen onverwijld openbaar moet worden gemaakt en dat de toezichthoudende autoriteit van het bod in kennis wordt gesteld. Op grond van ontwerpartikel 3:7.6, derde en vierde lid, Wft dient een partij die een 30%-kapitaalbelang (reëel) of een 30%-stembelang (reëel) verwerft dit belang onverwijld te melden aan de AFM en de vennootschap waarin dat belang wordt verworven. De AFM is derhalve op de hoogte van het feit dat een partij overwegende zeggenschap verwerft in een beursgenoteerde vennootschap. Vanaf dat moment begint de procedure van het verplichte bod te lopen. Op grond van ontwerpartikel 3:7.16 Wft houdt de AFM de meldingen bij in een register, dat voor eenieder toegankelijk is. Het algemene publiek kan daarom ook op de hoogte zijn van het feit dat een openbaar bod dient te worden uitgebracht. Daarnaast kan de verwerving van overwegende zeggenschap worden opgevat als koersgevoelige informatie. De doelvennootschap dient deze koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.

In de op basis van artikel 3:9.5 Wft vast te stellen algemene maatregel van bestuur ter uitwerking van de verplicht bod regeling zal worden bepaald dat binnen dertig dagen na de openbare mededeling dat overwegende zeggenschap is verworven in een beursgenoteerde vennootschap het bod moet worden uitgebracht. De lengte van deze periode sluit aan bij de in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België en Italië geldende periode. Alleen in Spanje dient het verplichte bod gelijktijdig met de verwerving van overwegende zeggenschap te worden uitgebracht. De 30 dagen periode is in de regel noodzakelijk voor het verrichten van verschillende noodzakelijke handelingen, zoals het verkrijgen van middelen ter financiering van een bod in contanten, het houden van een algemene vergadering van aandeelhouders waarin bij een ruilbod wordt besloten tot uitgifte van aandelen die als vergoeding worden aangeboden, het verkrijgen van goedkeuring van de raad van commissarissen en het opstellen van een biedingsbericht. Voorts is dit de periode waarin degene die overwegende zeggenschap heeft verworven zich van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (artikel 3:9.7 Wft).

Het voorgestelde tweede lid bewerkstelligt dat net als bij "vrijwillige openbare biedingen" ook bij de "verplichte biedingen" de "normale" biedingsregels, zoals het opstellen van een biedingsbericht, aanmeldingstermijnen, etc., in acht dienen te worden genomen. De biedingsregels zijn momenteel opgenomen in het Bte 1995 en zullen worden overgeheveld naar het Besluit openbare biedingen op grond van artikel 3:9.2, vijfde lid, Wft.

Het voorgestelde derde lid sluit toepassing van artikel 1:71 Wft 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 burgerlijk rechter (zie ook de toelichting op artikel 3:9.8). Hierdoor bestaat ook niet de behoefte 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 die verplichting ook

nakomt, dan vangt de biedingsprocedure aan en heeft de AFM, net als nu bij vrijwillige biedingen, wel de bevoegdheid om inlichtingen in te winnen bij betrokkenen.

Artikel 3:9.6

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 vrijstellingen van 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 vrijstellingen van de biedplicht mogen de bescherming van de minderheidsaandeelhouders dus niet in gevaar brengen. Artikel 4, tweede lid, onderdeel e, van de richtlijn bevat de zinsnede “eventuele afwijkingen van de biedplicht”, zodat ook op grond hiervan vrijstellingen zijn toegestaan⁶. De respondenten op het consultatiedocument “Invoering verplicht openbaar bod in Nederland” gaven aan voorstander te zijn van een aantal vrijstellingen.

Het voorgestelde onderdeel a 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 verwerft in een zogenoemde open-end beleggingsmaatschappij wordt als gevolg van dit artikel vrijgesteld 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. Zijn zij ontevreden over het beleid van de maatschappij, dan kunnen zij afzien van verdere deelname en hun vermogen elders beleggen. De zogenoemde closed-end beleggingsmaatschappijen dienen op grond van de richtlijn onder de werking van dit wetsvoorstel te worden gebracht. Bij dergelijke beleggingsmaatschappijen bestaat immers niet de uitstapmogelijkheid die open-end beleggingsmaatschappijen wel kennen, waardoor minderheidsaandeelhouders in de knel kunnen komen in de situatie dat een partij overwegende zeggenschap over een dergelijke vennootschap verkrijgt.

Met het voorgestelde onderdeel b 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

⁶ In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

alle aandeelhouders was gericht en op al hun aandelen betrekking had. In een dergelijke situatie hebben de aandeelhouders reeds de mogelijkheid gehad hun aandelen aan te bieden. In veel andere EU-landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje is deze vrijstelling in de overnameregelgeving opgenomen.

Het voorgestelde onderdeel c ziet op de situatie dat overwegende zeggenschap wordt verkregen door een rechtspersoon die (tijdelijk) aandelen houdt ter afwering van een (vijandige) overname, zoals een "stichting continuïteit" die op het moment dat een (vijandig) openbaar bod wordt uitgebracht haar optie uitoefent ter verwerving van (beschermingspreferente) aandelen. Uit de consultatie over de invoering van het verplichte bod bleek behoefte aan een vrijstelling voor deze situatie. Indien geen vrijstelling zou worden opgenomen, kan deze beschermingsmaatregel niet, althans minder eenvoudig, worden gebruikt. Uit recent onderzoek blijkt dat ongeveer driekwart van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de statuten de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen heeft opgenomen⁷. De minderheidsaandeelhouders zullen door de verwerving van het controlerende belang door de stichting continuïteit niet in een beknelde positie komen te zitten. De beschermingspreferente aandelen worden in overnamesituaties in de regel aan een "bevriende relatie" uitgegeven om een gelijk speelveld te creëren in de onderhandelingen tussen bieder en doelvennootschap, teneinde de doelvennootschap tijd te geven haar positie ten opzichte van de bieder en diens plannen te bepalen, alternatieven te zoeken, een hogere overnameprijs te bedingen of werkgelegenheidsgaranties af te dwingen. De bevriende relatie zal statutair zijn gehouden te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen en kan dientengevolge – anders dan de "normale" controlerende aandeelhouders – niet louter handelen in het belang van zichzelf. Men zie ook onderdeel A van Bijlage X van het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam N.V. Bijlage X van het Fondsenreglement, dat de verhouding regelt tussen de effectenbeurs en de vennootschappen waarvan effecten aan Euronext Amsterdam N.V. zijn genoteerd, stelt ook een aantal eisen aan de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon die de preferente beschermingsaandelen houdt. De meerderheid van de bestuurders van de stichting moet bestaan uit personen die niet verbonden zijn met de vennootschap. Bijlage X van het Fondsenreglement bepaalt voorts dat de uitgifte van beschermingspreferente aandelen in principe slechts tijdelijk is. Binnen vier weken na uitgifte moet een algemene vergadering van aandeelhouders bijeengeroepen worden waarin de motieven van de uitgifte worden toegelicht. Vervolgens moet uiterlijk twee jaar na de uitgifte de algemene vergadering van aandeelhouders worden bijeengeroepen waarin de uitkoop dan wel de intrekking van de beschermingspreferente aandelen een agendapunt vormt. Wordt niet tot inkoop of intrekking besloten, dan zal iedere twee jaar een dergelijk punt opnieuw geagendeerd moeten worden totdat de beschermingspreferente aandelen niet meer uitstaan.

Het voorgestelde onderdeel d stelt de stichting administratiekantoor vrij van het verplichte openbaar bod. Een administratiekantoor kan overwegende zeggenschap verwerven op het moment dat een vennootschap certificaten van aandelen aan de beurs noteert en de aandelen overdraagt aan een stichting administratiekantoor ten titel van beheer of wanneer een bestaand administratiekantoor

⁷ A. de Jong, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom (2003), *Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002*

aandelen op naam verkrijgt van aandeelhouders die hun belang in de vorm van toondercertificaten ter beurze 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 is klein. Op grond van artikel 2:118a BW (nieuw) hebben certificaathouders het recht op een stemvolmacht van de aandeelhouder, het administratiekantoor, als zij daarom vragen. Certificaathouders hebben dus de mogelijkheid om voor hun eigen belangen op te komen in de algemene vergadering van aandeelhouders. 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 bevat een vrijstelling 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.

Het voorgestelde onderdeel f ziet op een vrijstelling in het kader van een reddingsoperatie. Een vennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert, zal in voorkomende gevallen nieuwe aandelen uitgeven aan een persoon die de vennootschap wil redden. Een reddende vennootschap die overwegende zeggenschap wenst te verwerven, zal vaak niet in staat of bereid zijn om een bod op alle aandelen uit te brengen. Men denke aan de situaties Fokker/DASA en Laurus/Casino. De reddende vennootschap zal zich dan mogelijk terugtrekken met als mogelijk gevolg het faillissement van de vennootschap. Een ander voorbeeld is het instemmen door een houder van (converteerbare) obligaties met conversie van zijn obligaties in aandelen. Indien hierdoor een biedplicht ontstaat, zal hij mogelijk niet instemmen met conversie, met mogelijk negatieve consequenties voor de continuïteit van de vennootschap. In deze noodgevallen dient het streven naar het voorkomen van machtsmisbruik door degene die overwegende zeggenschap verwerft te wijken voor het belang van de continuïteit van de vennootschap en het behoud van werkgelegenheid. Ook de belangen van de minderheidsaandeelhouders worden bij een reddingsoperatie beschermd. Met een dergelijke vrijstelling wordt aangesloten bij regelingen in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje. Op grond van de formulering van onderdeel f is een persoon die de zeggenschap verkrijgt over een vennootschap in ieder geval vrijgesteld van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod, wanneer aan deze vennootschap surseance van betaling is verleend of het faillissement is aangevraagd.

Het voorgestelde onderdeel g ziet op de vrijstelling voor een persoon die de zeggenschap verkrijgt door in overeenstemming te gaan handelen met een aandeelhouder die reeds de zeggenschap heeft. De resterende aandeelhouders hebben immers al een uitstapmogelijkheid geboden gekregen op een eerder moment, namelijk op het moment dat de andere aandeelhouder of certificaathouder de zeggenschap verwierf. Er ontstaat hierdoor geen verhoogd gevaar van

machtsmisbruik. Minderheidsaandeelhouders kunnen reeds weten dat er een persoon is die de zeggenschap over de vennootschap uitoefent. Deze vrijstelling bestaat ook in Frankrijk.

Het voorgestelde onderdeel h ziet op de situatie waarbij een natuurlijke persoon reeds overwegende zeggenschap heeft in een vennootschap en het aandelenpakket dat hem overwegende zeggenschap biedt aan bijvoorbeeld een zoon of dochter wil toedelen na overlijden. Door de overgang van een belang dat zeggenschap verschaft aan een familielid zullen de overige aandeelhouders niet in een (meer) beknelde positie kunnen komen. Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk kennen ook een dergelijke vrijstelling.

Het voorgestelde onderdeel i is ingevoegd op advies van de commissie vennootschapsrecht en ziet op een vrijstelling in de situatie dat verschillende personen gelijktijdig overwegende zeggenschap verwerven. Gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap kan zich onder meer voordoen indien verschillende personen op hetzelfde moment ondershands een pakket verwerven 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. Door één openbaar bod wordt aan de minderheidsaandeelhouders reeds een reële exit geboden. 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.

Het voorgestelde onderdeel j ziet op de situatie van initiële toelating tot de handel van een minderheidspakket van aandelen op een erkende of 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 3:9.5, eerste lid, ontstaat de biedplicht op het moment dat een partij overwegende zeggenschap “verwerft”. Gesteld zou kunnen worden dat een partij die overwegende zeggenschap behoudt op het moment dat effecten worden toegelaten tot de handel op een erkende of gereguleerde markt niet valt onder de verplichting van artikel 3:9.5, eerste lid. Op advies van de commissie vennootschapsrecht is de vrijstelling echter expliciet gemaakt, teneinde elke twijfel weg te nemen.

Artikel 3:9.7

Het kan gebeuren dat een persoon overwegende zeggenschap over de doelvennootschap verwerft 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 ontstaan⁸. Een gratieregeling houdt in dat de persoon die overwegende zeggenschap verwerft gedurende een bepaalde periode in staat wordt gesteld zijn belang af te bouwen tot onder de bieddrempel, zonder dat hij wordt verplicht

⁸ In dezelfde zin M.P. Nieuwe Weme (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80.

een openbaar bod uit te brengen. Een gratieregeling biedt uitkomst in gevallen dat de persoon die zeggenschap verwerft 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. Uit de reacties op het consultatiedocument inzake het verplicht openbaar bod in Nederland kan worden opgemaakt dat een gratieregeling op prijs wordt gesteld. Geen van de respondenten was tegen het idee van een gratieregeling.

Het voorgestelde eerste lid van artikel 3:9.7 bepaalt dat de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod vervalt, indien binnen dertig dagen na de openbare mededeling over de verwerving 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 teruggebracht (bijvoorbeeld 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 maximaal 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 beleggers 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. Zeker in het geval van een vennootschap waarvan de aandelen of certificaten van aandelen weinig liquide zijn, is het in de praktijk lastig om een pakket zonder grote verliezen van de hand te doen.

Het voorgestelde tweede 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 nog kan worden “gered”. Op grond van het voorgestelde artikel 3:9.6, 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 kan in ieder geval worden aangemerkt de aandeelhouders, de certificaathouders, de werknemers en de ondernemingsraad van de vennootschap.

Artikel 3:9.8

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 van artikel 3:9.8 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 3:9.8 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. Civielrechtelijke sancties kunnen in het geval van een overtreding van de biedplicht, in vergelijking met bestuursrechtelijke sancties, effectiever zijn. Civielrechtelijke sancties 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 sanctie worden geneutraliseerd. Daarnaast kunnen civielrechtelijke sancties een preventieve werking hebben, ook en vooral ten opzichte van buitenlandse partijen die overwegende zeggenschap in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap verwerven. Voorts geldt dat een regeling van civielrechtelijke sancties de mogelijkheid biedt om zeer snel nadat een overtreding van de biedplicht is geconstateerd, adequaat te kunnen reageren. Ten slotte 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. Deze direct belanghebbenden hebben ook het meeste zicht op het feit of partijen onderling samenwerken, waardoor een biedplicht zou ontstaan. Een eigen toegang bij de rechter onderstreept ook hun eigen verantwoordelijkheid.

De sancties worden door de rechter opgelegd. Dit is in lijn met de systematiek die wordt gevolgd bij andere civielrechtelijke sancties in de Wft. Men zie bijvoorbeeld ontwerpartikel 3:7.19 Wft. De ondernemingskamer wordt aangewezen als bevoegde rechter. 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.

Het voorgestelde tweede lid van artikel 3:9.8 bepaalt welke personen en instellingen de ondernemingskamer kunnen verzoeken civielrechtelijke sancties te treffen tegen degene die de zeggenschap over de vennootschap heeft verkregen. Ten eerste zijn dat de kapitaalverschaffers van de doelvennootschap. Zij worden immers rechtstreeks in hun belang getroffen. 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 verwerft de biedplicht overtreedt. De doelvennootschap kan worden geconfronteerd met een ongewenste belager die overwegende zeggenschap houdt, maar geen openbaar bod wil uitbrengen.

Het voorgestelde derde lid beperkt de periode dat bij de ondernemingskamer kan worden verzocht om als ordemaatregel een civielrechtelijke sanctie op te leggen. In het belang van een goed functionerende effectenmarkt en in het belang van de partij die wordt verzocht om een openbaar bod uit te brengen, is het van belang om in ieder geval snel duidelijkheid te krijgen over de vraag of de ondernemingskamer wordt verzocht een civielrechtelijke maatregel te treffen. Voor de lengte van de periode is aangesloten bij de periode waarin een aandeelhouder of de vennootschap een vordering bij de rechtbank kan instellen bij niet-naleving van de meldingsplicht uit hoofde van ontwerpartikel 3:7.19 Wft. Ook bij het gebruik maken van het uitstotingsrecht (artikel 2:359d BW) en het verkooprecht (2:359e BW) wordt een periode van drie maanden gehanteerd.

Het voorgestelde vierde lid bepaalt 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.

Het voorgestelde vijfde lid bepaalt dat de ondernemingskamer als ordemaatregel en voor de duur van het geding voorlopige voorzieningen kan treffen. Tegen beschikkingen van de ondernemingskamer kan beroep in cassatie worden ingesteld (het voorgestelde zevende lid).

De AFM heeft geen rol bij vraagstukken van vennootschapsrechtelijke aard, zoals het oordeel over het bestaan van overwegende zeggenschap. De AFM kan op grond van de Wft 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 *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. De personen die door de AFM zijn belast met het inwinnen van inlichtingen, zijn bevoegd elke plaats te betreden (met uitzondering van een woning zonder toestemming van de bewoner) waarbij zij zich zo nodig de toegang kunnen verschaffen met behulp van de sterke arm. Deze personen kunnen inzage vorderen van zakelijke gegevens en bescheiden. Een ieder is verplicht aan deze personen binnen de door hen gestelde termijn alle medewerking te verlenen die zij redelijkerwijs kunnen vorderen bij de uitoefening van hun bevoegdheden. De AFM beschikt daarnaast over het aanwijzingsrecht, over de bevoegdheid om haar aanwijzing ter openbare kennis te brengen en over de bevoegdheid om een bestuurlijke boete of last onder dwangsom op te leggen.

In het voorgestelde artikel 3:9.9 is ten aanzien van openbare biedingen op effecten een bepaling opgenomen op grond waarvan de AFM beleggingsondernemingen kan verbieden medewerking te verlenen aan een openbaar bod dat in strijd met de biedingsregels is uitgebracht. Overtreding van de biedingsregels van de Wft en de daarop gebaseerde regelgeving is bovendien een economisch delict. Handhaving ten aanzien van buitenlandse bidders kan zowel langs bestuursrechtelijke weg (samenwerking met buitenlandse toezichthouders) als via strafrechtelijke weg (rechtshulpverdragen). Daarnaast voorziet de Wft in bevoegdheden voor de AFM om informatie uit te wisselen met buitenlandse toezichthouders. De AFM kan dit instrumentarium ook gebruiken voor de *procedure* van het verplichte openbaar bod. Immers, nadat is komen vast te staan dat een partij verplicht is om een bod uit te brengen, zal hij de wettelijke procedureregels betreffende het uitbrengen van een bod dienen te doorlopen.

Artikel 3:9.9

Op grond van dit artikel is het voor een beleggingsonderneming (vroeger effecteninstelling genaamd) verboden (verdere) medewerking te verlenen aan de voorbereiding, uitvoering en afwikkeling van een openbaar bod, indien het bod in strijd met hoofdstuk 3.9 van de Wft 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 32a Bte 1995, maar het is voor de duidelijkheid wenselijk deze bepaling op het niveau van wet te brengen. Voorts zijn er in de praktijk bezwaren tegen de formulering van artikel 32a Bte 1995 in die zin dat niet de toezichthouder, maar de beleggingsonderneming 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 beleggingsonderneming 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 beleggingsondernemingen 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 artikel 3:9.9 bepaald dat de toezichthouder, de AFM, een oordeel moet vellen over eventuele overtreding van de biedingsregels. Mocht dit daadwerkelijk het geval zijn, dan deelt zij dit mede aan de beleggingsonderneming.

Artikel 3:9.10

Op grond van het voorgestelde eerste lid is de Minister van Financiën bevoegd een (generiek werkende) vrijstelling te verlenen van de bepalingen uit hoofdstuk 3:9, zodat deze niet van toepassing zijn. Deze bepaling komt overeen met het vijfde lid van ontwerpartikel 3:9.2. Het is wenselijk om de vrijstellingsbevoegdheid uit te breiden tot de verplicht-bodregeling in artikel 3:9.5. In artikel 3:9.6 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 van de bepalingen uit hoofdstuk 3:9. De aanvrager dient daarbij aan te tonen dat redelijkerwijs niet aan de biedingsregels kan worden voldaan en dat de doeleinden die de wet beoogt te bereiken anderszins voldoende zijn bereikt. Het is wenselijk de ontheffingsbevoegdheid uit te breiden tot de verplicht-bodregeling. Op grond van artikel 4, vijfde lid, van de richtlijn is dit ook mogelijk: nationale lidstaten mogen hun toezichthoudende autoriteiten de bevoegdheid verlenen om van de nationale voorschriften af te wijken om rekening te houden met specifieke omstandigheden. Een ontheffingsbevoegdheid voor de AFM op het terrein van het verplichte bod kan de vennootschappen de nodige flexibiliteit en maatwerk bieden, waardoor onnodige administratieve lasten kunnen worden voorkomen. Door een ontheffingsbevoegdheid kan rekening worden gehouden met bijzondere gevallen, zoals het geval dat een partij overwegende zeggenschap verwerft en een bestaande grootaandeelhouder (die bijvoorbeeld 60 procent van het aandelenkapitaal houdt) op voorhand te kennen heeft gegeven niet bereid te zijn om zijn pakket aan te bieden. Om een kostbare biedingsprocedure te voorkomen, zou de partij die overwegende zeggenschap verwerft door de AFM van de biedplicht ontheven kunnen worden, onder de voorwaarde dat de minderheidsaandeelhouders (die samen 5 procent bezitten) in de gelegenheid worden gesteld hun aandelen aan de partij die overwegende zeggenschap heeft verworven, aan te bieden tegen minimaal de billijke prijs, zoals die zal worden gedefinieerd bij algemene maatregel van bestuur. Op deze manier wordt de minderheidsaandeelhouder op adequate wijze beschermd. Door een ontheffingsmogelijkheid kunnen verder de termijnen worden verlengd, bijvoorbeeld in het geval de partij die overwegende zeggenschap verwerft niet in staat is om zijn belang binnen de gratieperiode af te bouwen tot onder de bieddrempel of binnen de vereiste dertig dagen een verplicht bod uit te brengen (artikel 3:9.7).

ARTIKEL II

Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek

Artikel 118a

Het bestaande artikel 2:118a BW maakt onderscheid tussen “dagelijkse” gebeurtenissen (“vredestijd”) en 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.

De Tweede Kamer heeft bij het onderscheid tussen "vredestijd" en "oorlogstijd" kanttekeningen geplaatst in het kader van de behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (Kamerstukken II, 28 179), welk wetsvoorstel de regeling introduceerde. Enerzijds betroffen die kanttekeningen de omschrijving van de gevallen waarin volmachtverlening niet verplicht is. Anderzijds is opgemerkt dat de certificaathouder mogelijk stemrecht wordt ontzegd op een moment dat hij juist stemrecht zou willen uitoefenen om zich uit te spreken over belangrijke veranderingen in het beleid van de vennootschap waaraan hij kapitaal verschaft. Ook toen is gediscussieerd over de vraag of de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW gehandhaafd moeten worden. Destijds is de schrapping van de genoemde artikelleden prematuur geacht.

Inmiddels is de Nederlandse corporate governance code verschenen en van een wettelijke basis voorzien (vgl. Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb. 2004, 747). In principe IV.2 wordt in verband met certificering van aandelen het volgende voorgeschreven: "... Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel. Het bestuur van het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten. De aldus gevolmachtigde certificaathouders kunnen het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen...". Een vergelijkbare formulering is vervolgens gebruikt in best practice bepaling IV.2.8. De Commissie Tabaksblad die de Nederlandse corporate governance code heeft opgesteld heeft de wetgever aanbevolen om de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW te schrappen (aanbeveling nr. 11). Hoewel de commissie vennootschapsrecht een ander standpunt heeft ingenomen, wordt het advies van de Commissie Tabaksblad thans opgevolgd.

De laatste tijd zijn vooral de grotere institutionele beleggers meer actief geworden in de algemene vergadering van beursvennootschappen. Dat juichen wij toe. Wij menen dat van de kapitaalverschaffers verwacht mag worden dat zij de hen toekomende rechten op een aansprekende en verantwoordelijke manier gebruiken en ook het daadwerkelijk afleggen van verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen kunnen afdwingen. Naar onze overtuiging is het gerechtvaardigd dat de actieve certificaathouders ook recht krijgen op een stemvolmacht indien sprake is van een in lid 2 van artikel 2:118a BW genoemd geval. Daarmee worden dat lid en de daarmee verband houdende leden 3 en 4 overbodig. Zij kunnen worden geschrapt.

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 1:1 lid 1, onderdeel ss van de Wet op het financieel toezicht (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 onderdeel k van artikel 1:1 lid 1 Wft, 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 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 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 openbaarmaking van het besluit van een persoon dat hij een openbaar bod zal uitbrengen (vgl. artikel 9g Bte 1995) 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 Wet financieel toezicht, 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. De overheid behoeft zich in beginsel niet te mengen in die keuze, mits deze door de vennootschappen openbaar wordt gemaakt. De openbaarmaking stelt de markt in staat om al dan niet gevolgen te verbinden aan de keuze voor een bepaalde vennootschappelijke structuur. Een bijkomend argument is dat ook andere lidstaten naar verwachting beroep zullen doen op artikel 12 ten aanzien van de uitvoering van artikel 9 en/of 11. De verplichte toepassing van (alle onderdelen van) artikel 9 en 11 zou dan voor Nederlandse bedrijven een concurrentienadeel kunnen inhouden. Ook zouden de statuten van vele betrokken vennootschappen moeten worden aangepast, hetgeen nieuwe administratieve lasten zou veroorzaken.

De voorgestelde regeling gaat ervan uit dat de vennootschap zelf bepaalt of zij de regeling in artikel 9 en/of 11 van de richtlijn toepast. 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 gedeponneerd (artikel 2:126 BW) ook verstrekt aan de Autoriteit Financiële Markten.

Buiten discussie staat dat vennootschappen ook thans in hun statuten kunnen bepalen dat zij een onbeschermd structuur 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 het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen, geen handelingen verrichten die het verkrijgen door de bidder van overwegende zeggenschap in de zin van artikel 3:9.1, onderdeel c, van de Wet op het financieel toezicht kan bemoeilijken. Dergelijke potentieel belemmerende handelingen, zoals de uitgifte van nieuwe aandelen waardoor het belang van de bidder 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.

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 openbaarmaking 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 verkrijgen van overwegende zeggenschap door de bidder kan bemoeilijken. 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.

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 wanneer op het bod wordt ingegaan tijdens de periode voor aanvaarding van het bod (artikel 11 lid 2 richtlijn). Dit 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 verschillende 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 slechts één stem per aandeel kan worden uitgebracht in de desbetreffende algemene vergadering. 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.

Artikel 11 lid 4 van de richtlijn geeft een regeling voor het geval dat een aandeelhouder ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het stemgerechtigd kapitaal houdt. De bieder moet 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 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. Met dit laatste zal zijn beoogd te bereiken dat (ook) in de algemene vergadering die beslist over benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen een discussie over de verwerving van effecten door de bieder wordt voorkomen c.q. eventuele stemrechtbeperkingen niet gelden.

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 sluiting 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. Overigens gelden ook eventuele stemrechtbeperkingen niet in de bedoelde vergadering.

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 voorbij gaan 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 (artikel 2:115 BW).

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. Op grond van de Nederlandse regeling staat het de vennootschap vrij te kiezen voor de toepassing van artikel 2:359b BW, maar dient toepassing te blijken uit de statuten van de vennootschap. In aansluiting op deze regeling is in artikel 2:359b lid 3 BW bepaald dat de statuten een regeling voor de schadeloosstelling van aandeelhouders moet inhouden voor het geval hun rechten worden opgeschort. In de statuten kan dan worden bepaald of en zo ja, welke schade voor schadeloosstelling in aanmerking komt, hoe de schadeloosstelling wordt berekend en wie deze dient te voldoen. Voor het bepalen van de schade kan worden aangesloten bij het begrip vermogensschade in artikel 6:96 BW. Voor het bepalen van de omvang van de schadeloosstelling ligt voor de hand dat wordt bepaald wie de hoogte bepaalt, of daarbij beroep wordt gedaan op bijvoorbeeld onafhankelijke deskundigen en of de schade exact moet worden bepaald, begroot of geschat.

Artikel 12 lid 3 van de richtlijn wordt ook wel genoemd de reciprociteitsbepaling. 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 359c

In 1997 is het wetsvoorstel tot Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap (Kamerstukken II 1997-1998, 25 732, nrs. 1-3) ingediend bij de Tweede Kamer. In de memorie van toelichting 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. Bij de inrichting van de interne organisatie staat de evenwichtige toedeling van bevoegdheden aan het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering centraal. De wet laat veelal toe dat de verdeling van taken en bevoegdheden voor elke vennootschap op eigen wijze wordt ingevuld. Daarbij is opgemerkt dat dergelijke regelingen – al dan niet neergelegd in de

statuten van de vennootschap – vaak tot gevolg hebben 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. In het algemeen bestaat tegen een dergelijke verschuiving van bevoegdheden geen bezwaar. Zowel de bestuurders als de leden van de raad van commissarissen dienen te handelen in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Dergelijke regelingen kunnen ook wenselijk zijn 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.

In de memorie van toelichting is destijds opgemerkt dat beperking van de bevoegdheden van de algemene vergadering in een ander licht komt te staan wanneer zich een belangrijke wijziging van het aandeelhouderschap voordoet. Aangegeven is dat het als ongewenst moet worden beschouwd als de ondernemingsleiding een belangrijk gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering langdurig negeert. Wetsvoorstel 25 732 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 beschermingsconstructies. Uitgangspunt daarbij was dat 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 – samengevat – de ondernemingskamer van het Hof Amsterdam 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 ten minste een jaar ten minste 70% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap zou moeten hebben vertegenwoordigd. Toewijzing van het verzoek door de rechter moest plaatsvinden 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.

Wetsvoorstel 25 732 heeft vele verdeelde reacties opgeleverd. Sommigen vinden dat het wetsvoorstel veel te ver gaat met het doorbreken van beschermingsconstructies tegen een vijandig bod. Anderen hebben tegen het wetsvoorstel aangevoerd 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. Het kapitaalbeslag, de onzekerheid over de duur van de procedure alsmede de uitkomst van de procedure zouden te belastend zijn. 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 heeft lange tijd stil gelegen. In augustus 2002 heeft het kabinet aangegeven dat het wetsvoorstel zou worden heroverwogen. Daarbij speelde ook de totstandkoming van de richtlijn voor het openbaar overnamebod een rol. Uit de richtlijn volgt dat op Europees niveau

geen belemmering bestaat voor een verschuiving van bevoegdheden van organen van beursvennootschappen. Wel dient de verschuiving van bepaalde bevoegdheden door de vennootschap openbaar te worden gemaakt via het jaarverslag. Voor het overige is het aan de lidstaten om te bepalen of aanleiding bestaat om via wetgeving in te grijpen als een belangrijke wijziging in het aandeelhouderschap van een vennootschap heeft plaatsgevonden ten gevolge van een openbaar bod en degene die de overgrote meerderheid van het kapitaal verschaft niet in staat is om bijvoorbeeld een wijziging in het bestuur aan te brengen. Een mogelijk stramien voor een doorbraakregeling volgt uit artikel 11 lid 4 van de richtlijn. Hoewel de lidstaten die regeling niet aan de vennootschappen behoeven op te leggen, moeten de vennootschappen wel in staat worden gesteld om de regeling van artikel 11 lid 4 uit eigen beweging toe te passen. Daarbij is de kern dat de kapitaalverschaffer die een openbaar bod heeft uitgebracht in staat moet zijn om – op korte termijn - een algemene vergadering bijeen te roepen en daarin voorstellen te doen voor de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen, indien hij 75% van het geplaatste kapitaal verschaft. Het stramien van artikel 11 lid 4 wijkt op verschillende punten af van het systeem dat is voorgesteld in wetsvoorstel 25 732. De belangrijkste verschillen zijn in de onderstaande tabel opgenomen:

wetsvoorstel 25 732	artikel 11 lid 4 richtlijn
De kapitaalverschaffer kan pas 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 slechts plaatsvinden na tussenkomst van de rechter. De rechter kan een reeks specifieke maatregelen treffen. In geval van tussenkomst van de rechter moet rekening worden gehouden met de duur van de desbetreffende procedure alsmede 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). De vraag rijst vervolgens of er aanleiding is om voor bepaalde gevallen ook een dwingende regeling op te nemen die tot doorbraak van bepaalde rechten van (mede-)aandeelhouders kan leiden. Zo ja, is de vraag hoe zo'n regeling wordt vorm gegeven. Bestaat de voorkeur voor een regeling in de zin van wetsvoorstel 25 732 of is er aanleiding aansluiting te zoeken bij de regeling in artikel 11 lid 4 richtlijn? De hiervoor opgesomde verschillen in de regeling zoals opgenomen in wetsvoorstel 25 732 en de (facultatieve) regeling in artikel 11 van de richtlijn nopen tot een heroverweging van wetsvoorstel 25 732.

Zoals ook in de memorie van toelichting bij wetsvoorstel 25 732 is aangegeven, kan een overmaat aan beschermingsconstructies de dynamiek op de overnamemarkt belemmeren, namelijk wanneer ondernemingen de invloed van (bestuurs-)onvriendelijke overnemers langdurig kunnen weren. Het wordt door het kabinet niet wenselijk geacht dat een overname die het economisch belang van de doelvennootschap dient, achterwege blijft vanwege bepaalde juridische beschermingsconstructies. De algemene vergadering moet over voldoende invloed beschikken om het bestuur aan te sporen zijn taak optimaal te vervullen. Het in stelling brengen van beschermingsconstructies tegen een vijandige overname kan verhinderen dat aandeelhouders daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen op het beleid, met als gevolg dat de 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 Nederlandse beleggingsklimaat.

Ondanks het andersluidende advies van de commissie vennootschapsrecht, meent het kabinet dat het gerechtvaardigd is een dwingende regeling in te voeren voor het geval een bidder, die na het uitbrengen van een openbaar bod het overgrote deel van het kapitaal van de vennootschap verschaft, niet in staat is bestuurders en commissarissen van zijn keuze te benoemen en te ontslaan. In dat geval mag naar het oordeel van het kabinet geen sprake zijn van “management entrenchment”. De bidder dient de mogelijkheid van benoeming en ontslag te hebben. Onverminderd statutaire bepalingen die overeenstemmen met de structuurregeling, mogen de statuten van de vennootschap daaraan niet in de weg staan. Dit wordt gerechtvaardigd door de omvangrijke investering die de bidder in de vennootschap heeft gedaan. Gezien de regeling die in artikel 2:359b lid 2 BW wordt opgenomen op grond van de richtlijn, ligt voor de hand om daaraan ook in meer algemene zin inspiratie te ontleenen.

Voorgesteld wordt de volgende regeling te introduceren in artikel 2:359c BW. 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). De commissie Tabaksblad heeft een dergelijke regeling ook aanbevolen (aanbeveling 14 aan de wetgever). Gedurende de termijn van zes maanden kunnen de bieder en bestuurders en commissarissen van de vennootschap in overleg treden over de situatie die ten gevolge van het openbare bod is ontstaan. Het is aan te nemen dat zowel vanuit het oogpunt van de bieder als van de doelvennootschap deze onderhandelingen serieus worden gevoerd. De bieder zal de aandeelhouders moeten bewegen hun aandelen aan hem te laten aanbieden. In de praktijk is het daarvoor van groot belang de steun van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap te hebben. Daarbij komt dat de doelvennootschap in de zesmaandsperiode allerlei economische transacties kan aangaan die voor de bieder ongunstig kunnen uitpakken. 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 zesmaandsperiode 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 Besluit openbare biedingen op basis van artikel 3:9.2 lid 5 Wft zal bovendien de minimumtermijn dat aandeelhouders hun aandelen aan de bieder kunnen aanbieden in het geval van een onvriendelijk bod op aandelen worden verlengd van de huidige 30 dagen (artikel 9o, derde lid, Bte 1995) naar 8 weken. De doelvennootschap heeft derhalve meer tijd om een alternatief bod te zoeken, hetgeen de bieder zal prikkelen om tot overeenstemming met de doelvennootschap te komen. Het risico dat gedurende de aanmeldingstermijn een concurrerend bod wordt uitgebracht – dat wellicht wel de instemming heeft van het bestuur van de doelvennootschap – neemt immers toe. Daarnaast zal in hetzelfde Besluit de termijn worden verlengd waarbinnen bieder en doelvennootschap dienen te onderhandelen over het voorgenomen bod, de prijs of ruilverhouding, de aan het bod ten grondslag liggende motieven, de voornemens ten aanzien van het te voeren beleid van de doelvennootschap, en de wijze van financiering van het uit te brengen bod. In artikel 9d, tweede lid, Bte 1995 is deze termijn nu gesteld op zeven dagen. Deze termijn zal worden verdubbeld. Binnen deze termijn mag geen openbaar bod worden medegedeeld c.q. een biedingsbericht worden gepubliceerd. Ook deze termijn kan de doelvennootschap benutten om, naast te onderhandelen met de bieder, op zoek te gaan naar alternatieven. Ook bij de doelvennootschap zal een prikkel bestaan om serieuze gesprekken met de bieder aan te knopen, aangezien de bieder zes maanden na het uitbrengen van het bod artikel 2:359b lid 2 BW kan inroepen indien hij 75% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap vertegenwoordigt. Met deze maatregelen wordt naar onze overtuiging 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 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.

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 alsnog beroep kan doen op het tweede lid van artikel 2:359b BW, zodra zes maanden zijn verstreken na het einde van de termijn voor aanvaarding 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 van de gehele of gedeeltelijke) 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.

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.

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.

Op grond van artikel 11 van de richtlijn dient bij de doorbraak van bijzondere rechten van aandeelhouders nationaal geregeld te worden of en in hoeverre de aandeelhouders schadeloos worden gesteld. Artikel 2:359b lid 3 BW laat dit over aan de statuten van de vennootschappen. In verband met artikel 2:359c BW ontbreekt een regeling voor schadeloosstelling van de aandeelhouders van wie de rechten tijdelijk zijn opgeschort.

Als gevolg van het onderhavige voorstel wordt wetsvoorstel 25 732 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 regeling 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. 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 ondernemingskamer 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 beklemd 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 gereguleerde 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^o, van de Wet op de economische delicten.

ARTIKEL VI

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,

De Minister van Financiën,

De Minister van Economische Zaken,

De Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid,

Transponeringstabel EU-Richtlijn openbaar overnamebod

Richtlijn nr. 2004/25/EG d.d. 21 april 2004	Wet
Artikel	Artikel
<u>Artikel 1</u>	
1, lid 1	3:9.2 Wft / 2:359a BW
1, lid 2	3:9.5 Wft / 2:359a BW
1, lid 3	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 2</u>	
2, lid 1, onder a-f	3:9.1 Wft
2, lid 1, onder g	2:359b lid 1, onderdeel g, en lid 2 BW
2, lid 2	3:9.1 Wft
<u>Artikel 3</u>	
3, lid 1, onder a	2:92 BW / amvb bij Wft
3, lid 1, onder b	amvb bij Wft
3, lid 1, onder c	artikel 2:140 lid 2 BW en amvb bij Wft
3, lid 1, onder d-f	amvb bij Wft
3, lid 2, onder a	behoeft geen implementatie
3, lid 2, onder b	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 4</u>	
4, lid 1	beleidskeuze, zie toelichting op art. 3:9.2 Wft
4, lid 2, onder a-e	3:9.2 en 3:9.8 Wft
4, lid 3	Deel 1 Wft
4, lid 4	Deel 1 Wft
4, lid 5	Deel 1 Wft
4, lid 6	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 5</u>	
5, lid 1	3:9.5 Wft
5, lid 2	3:9.6 Wft
5, lid 3	beleidskeuze, zie toelichting op art. 3:9.5 Wft
5, lid 4	amvb bij Wft
5, lid 5	amvb bij Wft
5, lid 6	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 6</u>	
6, lid 1	amvb bij Wft
6, lid 2	3:9.2 Wft
6, lid 3, onder a – n	amvb bij Wft
6, lid 4	behoeft geen implementatie
6, lid 5	amvb bij Wft
<u>Artikel 7</u>	
7, lid 1	amvb bij Wft
7, lid 2	amvb bij Wft
<u>Artikel 8</u>	
8, lid 1	amvb bij Wft
8, lid 2	amvb bij Wft
<u>Artikel 9</u>	
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	amvb bij Wft
9, lid 6	2:359b lid 1 onderdeel a BW
<u>Artikel 10</u>	
10, lid 1-3	2:392 lid 1 en 4 BW en amvb op basis art. 2:391 lid 4 BW
<u>Artikel 11</u>	
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
<u>Artikel 12</u>	
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
<u>Artikel 13</u>	amvb bij Wft
<u>Artikel 14</u>	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 15</u>	
15, lid 1-5	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359d BW
<u>Artikel 16</u>	
16, lid 1-3	beleidskeuze, zie toelichting op art. 2:359e BW
<u>Artikel 17</u>	beleidskeuze, zie toelichting op art. 3:9.8 Wft en art. 1 WED
<u>Artikel 18</u>	
18, lid 1	behoeft geen implementatie
18, lid 2	behoeft geen implementatie
18, lid 3	behoeft geen implementatie
18, lid 4	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 19</u>	
19, lid 1	behoeft geen implementatie
19, lid 2	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 20</u>	
20, alinea 1	behoeft geen implementatie
20, alinea 2	amvb bij Wft
<u>Artikel 21</u>	
21, lid 1	behoeft geen implementatie
21, lid 2	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 22</u>	behoeft geen implementatie
<u>Artikel 23</u>	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.
