

Vergaderjaar 2005–2006

**30 419**

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

**Nr. 4**

### **ADVIES RAAD VAN STATE EN NADER RAPPORT<sup>1</sup>**

Hieronder zijn opgenomen het advies van de Raad van State d.d. 3 oktober 2005 en het nader rapport d.d. 21 december 2005, aangeboden aan de Koningin door de minister van Justitie, mede namens de ministers van Financiën, van Economische Zaken en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Het advies van de Raad van State is cursief afgedrukt.

*Bij Kabinetsmissive van 18 juli 2005, no. 05.002650, heeft Uwe Majesteit, op voordracht van de Minister van Justitie, mede namens de Minister van Financiën, de Staatssecretaris van Economische Zaken en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, bij de Raad van State ter overweging aanhangig gemaakt het voorstel van 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, met memorie van toelichting.*

*Het voorstel implementeert de overnamerichtlijn<sup>2</sup> in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Wte 1995) en Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW). Deze richtlijn verplicht degene die overwegende zeggenschap verwerft in een vennootschap waarvan de effecten zijn toegelaten tot een gereglemeerde markt, tot het uitbrengen van een openbaar bod op de resterende uitstaande aandelen. Voorts bevat de overnamerichtlijn regels van vennootschapsrechtelijke aard. De richtlijn bevat minimumvoorschriften, zodat de lidstaten bevoegd zijn om aanvullende en strengere voorschriften vast te stellen. De implementatietermijn van de richtlijn loopt tot 20 mei 2006. De Raad van State maakt een aantal kanttekeningen met betrekking tot onder meer de voorgestelde wijzigingen voor certificaathouders (artikel 2:118a BW), de verplichte doorbraakregeling (artikel 2:359c BW), de implementatie en enkele begrippen. Hij is van oordeel dat in verband daarmee enige aanpassing van het wetsvoorstel wenselijk is.*

Nader rapport inzake het voorstel van 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.

Blijkens de mededeling van de Directeur van Uw kabinet van 18 juli 2005, nr. 05.002650, machtigde Uwe Majesteit de Raad van State zijn advies inzake het bovenvermelde voorstel van wet rechtstreeks aan mij te doen toekomen. Dit advies, gedateerd 3 oktober 2005, nr. W03.05.0321/I, bied ik U hierbij aan.

<sup>1</sup> De oorspronkelijke tekst van het voorstel van wet en van de memorie van toelichting zoals voorgelegd aan de Raad van State is ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

<sup>2</sup> Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEU L 142).

## 1. Begrenzing van het wetsvoorstel

### a. Certificaathouders

Ingevolge het eerste lid van artikel 2:118a BW als voorgesteld worden houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van ter beurze genoteerde aandelen op hun verzoek aan de volmachtgever – in veel gevallen een administratiekantoor – gevormachtigd om met uitsluiting van de volmachtgever het stemrecht uit te oefenen op gecertificeerde aandelen. Het tweede lid bepaalt dat de volmacht in bepaalde gevallen kan worden beperkt, uitgesloten of herroepen. Dit is onder meer het geval bij een zogenaamde vijandige overname, waardoor certificering kan fungeren als beschermingsmaatregel. De Commissie Tabaksblad heeft in de Nederlandse corporate governance code van 9 december 2003 (hierna: de gedragscode) geadviseerd certificering van aandelen niet te gebruiken als beschermingsmaatregel, zodat de stemvolmachten aan de certificaathouders onder alle omstandigheden onbeperkt zijn. In artikel II, onderdeel A, wordt uitvoering gegeven aan de aanbeveling van de commissie om het tweede, het derde en het vierde lid van artikel 2:118a BW te laten vervallen.

In principe is bij implementatie het uitgangspunt dat geen andere regels worden opgenomen dan voor de implementatie noodzakelijk zijn.<sup>1</sup> De Raad acht wijziging van artikel 2:118a BW op zich niet nodig voor de implementatie van de overnamerichtlijn, gegeven de regeling die artikel 11, derde lid, van de richtlijn biedt inzake het stemrecht. Wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders nadat een bod is bekend gemaakt zich overeenkomstig artikel 9 van de richtlijn moet uitspreken over het al dan niet nemen van beschermingsmaatregelen dienen alle restricties op de uitoefening van het stemrecht buiten werking te zijn. Het gaat daarbij om statutaire restricties van de doelvennootschap, restricties in overeenkomsten tussen de doelvennootschap en de houders van effecten daarvan en restricties in overeenkomsten tussen houders van effecten onderling. Dit betekent echter niet dat een onmogelijkheid of beperking van het stemrecht als bedoeld in lid 2 van artikel 2:118a BW in strijd is met de richtlijn, omdat het een wettelijke bepaling betreft en een beperking die niet voortvloeit uit de statuten van de vennootschap of een in artikel 11, derde lid, van de richtlijn genoemde overeenkomst.

Uit de commentaren op het conceptwetsvoorstel<sup>2</sup> en uit de parlementaire geschiedenis van het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling<sup>3</sup> blijkt dat de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW niet onomstreden is. Een zelfde voorstel tot wijziging met dezelfde strekking heeft de Tweede Kamer in 2003 bij met algemene stemmen aanvaard amendement ongedaan gemaakt. Volgens de toelichting bij het onderhavige wetsvoorstel is de schrapping van de leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW destijds prematuur geacht. In het licht van het eerder vermelde algemene uitgangspunt voorts om vertraging bij implementatie te voorkomen, als gevolg van het feit dat het wetsvoorstel tot implementatie wordt aangevuld met extra «nationaal» beleid, dat niet onomstreden is, adviseert de Raad de wijziging van artikel 2:118a BW in het voorgestelde artikel II, onderdeel A, niet in het wetsvoorstel op te nemen.

### b. Doorbraakregeling

Evenals de wijziging van artikel 2:118a BW is het voorgestelde artikel 2:359c BW niet onomstreden, zo blijkt uit de commentaren. Dit artikel vloeit voort uit de keuze om artikel 11, vierde lid, van de overnamerichtlijn na een termijn van zes maanden verplicht op te leggen. Artikel 11, vierde lid, van de richtlijn, wordt geïmplementeerd in artikel 2:359b lid 2 BW. Het voorgestelde artikel 2:359c BW maakt het mogelijk dat een aandeelhouder die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, na verloop van zes maanden nadat het openbaar bod is uitgebracht nog een beroep kan doen op artikel 2:359b lid 2 BW, ook als de statuten dit niet toestaan.

Het voorgestelde artikel is niet strikt noodzakelijk voor de implementatie van de richtlijn, omdat de richtlijn ingevolge artikel 12, eerste lid, een opt-out systeem kent, waarbij de lidstaten enerzijds kunnen kiezen de artikelen 9, tweede en derde lid, en 11 van de richtlijn verplicht aan ondernemingen op te leggen, en anderzijds de lidstaten verplicht de ondernemingen de mogelijkheid te geven deze richtlijnbevestigingen toe te passen (artikel 12, tweede lid). Indien

<sup>1</sup> Aanwijzing 337 van de Aanwijzingen voor de regelgeving.

<sup>2</sup> In tegenstelling tot organisaties van particuliere en institutionele beleggers, staan de Commissie vennootschapsrecht, VNO/NCW, VEUO en de FNV niet positief tegenover de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW.

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 31 en 38.

*de regering het voorgestelde artikel opneemt in het wetsvoorstel, is dit nationaal beleid.*

*Gelet op hetgeen hij onder a heeft gesteld, acht de Raad, ook al biedt de richtlijn daartoe de ruimte, het denkbaar dat ook artikel 2:359c BW tot vertraging van het wetsvoorstel kan leiden. Hij adviseert met het oog daarop het voorgestelde artikel 2:359c BW buiten dit wetsvoorstel te laten.*

1. In zijn kanttekeningen stelt de Raad de begrenzing van het wetsvoorstel aan de orde. De Raad wijst op de mogelijke vertraging van de uitvoering van de richtlijn vanwege de voorgestelde wijziging van artikel 118a (recht op volmacht certificaathouder) van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW) en de introductie van artikel 2:359c BW (doorbraakregeling). Niet kan worden ontkend dat beide onderdelen van het wetsvoorstel onverplicht zijn in het kader van de uitvoering van de richtlijn. Daar staat tegenover dat in het verleden bij de behandeling van het wetsvoorstel beschermingsconstructies (Voorstel van wet 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) en later ook bij de behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (Kamerstukken II, 2001–2002, 28 179) door (leden van) de Tweede Kamer is aangedrongen op een meer samenhangende aanpak van het kabinet ten aanzien van (de doorbraak van) beschermingsconstructies. Daarbij is ook regelmatig gewezen op de band die die aanpak moet hebben met de toen nog niet vastgestelde richtlijn betreffende het openbaar overnamebod. Inmiddels is de richtlijn vastgesteld en zal naar verwachting bij de uitvoering daarvan wederom de vraag rijzen of en in hoeverre het kabinet wil voorzien in een nadere regeling ten aanzien van beschermingsconstructies in het algemeen. Ten behoeve van de inzichtelijkheid en de samenhang tussen de uitvoering van de richtlijn en de voorgenomen overige maatregelen die door de uitvoering van richtlijn niet worden geraakt, is ten aanzien van dit wetsvoorstel gekozen voor een geïntegreerde aanpak. In dat verband kan er nog op worden gewezen dat het wetsvoorstel beschermingsconstructies zal worden ingetrokken vanwege de voorgestelde introductie van artikel 2:359c BW. Naar aanleiding van de opmerkingen van de Raad is het algemeen deel van de memorie van toelichting aangepast en de toelichting terzake artikel 2:118a en 359c BW aangevuld.

*2. Inhoudelijk: de wijziging van artikel 2:118a BW en het voorgestelde artikel 2:359c BW*

*Over de inhoud van de voorgestelde artikelen 2:118a BW, artikel II, onderdeel A, en artikel 2:359c BW, merkt de Raad het volgende op.*

*a. Wijziging van artikel 2:118a BW*

*i. Het zou in het systeem van de richtlijn passen – lidstaten moeten aan ondernemingen ten minste een optie geven – om een meer flexibele regeling voor de stemrechten van certificaathouders op te nemen. Hierbij kan worden gedacht aan de mogelijkheid om ondernemingen zelf de keuze te laten om aan houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, onbeperkte stemvolmachten te geven. Bezien vanuit het argument, dat in de toelichting wordt vermeld, dat ook andere lidstaten naar verwachting een beroep zullen doen op artikel 12, waardoor de verplichte toepassing van alle onderdelen van artikel 9 en 11 voor Nederlandse bedrijven een concurrentienadeel kan inhouden, omdat beursgenoteerde ondernemingen bij een overname onbeschermd zijn, verdient een dergelijke regeling nadere overweging.*

*Deze keuzevrijheid past op zichzelf in het systeem van de gedragscode, dat uitgaat van de regel van «pas toe of leg uit». Dit impliceert de mogelijkheid voor ondernemingen om zelf te kiezen voor administratievoorwaarden waarbij certificaathouders te allen tijde een onbeperkte stemvolmacht kunnen verkrijgen. Als een onderneming deze voorwaarden niet toepast, zodat aan certificaathouders beperkingen kunnen worden opgelegd in de uitvoering van hun stemrecht, dient dit in de jaarrekening te worden vermeld en uitgelegd. De Raad adviseert in het voorstel aan beursgenoteerde ondernemingen waarvan aandelen zijn gecertificeerd ter beveiliging de nodige ruimte te verschaffen.*

ii. De toelichting gaat niet inhoudelijk in op enkele kritische commentaren<sup>1</sup> op de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW, die zijn ontvangen op het conceptwetsvoorstel. Deze commentaren wijzen onder meer op het belang voor de praktijk van deze beschermingsconstructie, het evenwicht tussen de belangen van de certificaathouders en de vennootschap, de onafhankelijkheid van het bestuur van het administratiekantoor en het korte bestaan van de bepaling.

Verder ontbreekt in de toelichting een motivering, waarom het wetsvoorstel verder gaat dan de richtlijn vereist.

De Raad acht het gewenst dat de toelichting hierop alsnog ingaat.

b. Het voorgestelde artikel 2:359c BW

i. Uit de toelichting wordt de omvang van het geschetste probleem – de ondernemingsleiding negeert te lang een belangrijke gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering – niet duidelijk. Daarnaast blijkt niet duidelijk of andere lidstaten een regeling als 2:359c BW kennen en hoe daarmee wordt omgegaan. Dit is gelet op de reden voor Nederland om gebruik te maken van de opt-out mogelijkheid uit de richtlijn, namelijk het concurrentienadeel, noodzakelijk. Het voorgestelde artikel 2:359c BW wijkt af van de lijn, waarin de overheid zich in beginsel niet mengt in de keuze van de onderneming om te bepalen of zij kiezen voor een onbeschermd of beschermd vennootschappelijk karakter. De toelichting dient naast een overtuigende motivering expliciet aan te geven dat van de bevoegdheid om strengere eisen te stellen gebruik is gemaakt.

Ten slotte dient aandacht te worden besteed aan de effectiviteit van de regeling, omdat allerlei andere beschermingsconstructies niet door de doorbraakregeling worden aangetast, zoals het structuurregime en artikel 2:143 BW.

De Raad adviseert in de toelichting op het voorgaande in te gaan.

ii. Op het voorgestelde artikel 2:359c BW zijn niet onverdeelde positieve adviezen ontvangen.<sup>2</sup> Aan de inhoud van de adviezen zou de toelichting alsnog aandacht dienen te besteden, onder meer door de verhouding te schetsen van de voorgestelde regeling ten opzichte van de ontwikkelde jurisprudentie, te reageren op de stelling dat de zesmaandentermijn te kort zou zijn en op de geopperde mogelijkheid om ondernemingskamer de bevoegdheid te geven desgewenst de termijn van zes maanden te laten verlengen. Dit kan van belang zijn ingeval de onderhandelingen in een vergevorderd stadium zijn of als er andere zwaarwegende belangen in het geding zijn. Een dergelijke regeling kan ook nuttig zijn voor de balans tussen de belangen van de bieder en die van de doelvennootschap. Het feit dat de tussenkomst van de rechter in andere Europese landen achterwege blijft, hoeft niet te betekenen dat in bijzondere gevallen ter flexibilisering van de doorbraakregeling in Nederland een dergelijke regeling kan bestaan.

De Raad adviseert in de toelichting alsnog op bovengenoemde punten in te gaan en het voorstel zo nodig aan te passen.

iii. Ten opzichte van de vrijwillige doorbraakregeling, gebaseerd op de richtlijn, valt op dat bij de verplichte doorbraakregeling ingevolge artikel 2:359c niet geregeld is dat de aandeelhouder recht heeft op een billijke vergoeding overeenkomstig de statuten (zie 2:359b lid 3). De toelichting stelt dat een dergelijke regeling in artikel 2:359c ontbreekt, maar geeft geen motivering waarom het niet nodig is dat de wetgever bij dit wetsvoorstel daarin voorziet. De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan en zondig het voorstel aan te passen.

2. Inhoudelijk: de wijziging van artikel 2:118a en het voorgestelde artikel 2:359c BW

a. Wijziging van artikel 2:118a BW

i. De richtlijn bevat geen voorschriften die betrekking hebben op het recht op een volmacht van een certificaathouder in relatie tot de aandeelhouder van de vennootschap. Dat betekent enerzijds dat de richtlijn niet verplicht tot een aanpassing van artikel 2:118a BW, maar anderzijds dat de richtlijn ook geen belemmering tegen een dergelijke wijziging inhoudt indien de nationale wetgever dat wenselijk acht.

Er is geen sprake van een toepassing van het keuzeregime van artikel 12 van de richtlijn in verband met de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW.

<sup>1</sup> Zie de commentaren van VNO/NCW, FNV, Commissie vennootschapsrecht, VEEO en Allen & Overy.

<sup>2</sup> Zie de commentaren van FNV, Commissie vennootschapsrecht, VNO/NCW, VEEO, ABN AMRO en de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht.

Dat betekent dat de opmerking in de memorie van toelichting (en het advies van de Raad) dat andere lidstaten waarschijnlijk een beroep zullen doen op artikel 12 van de richtlijn niet relevant is in relatie tot artikel 2:118a BW. Uiteraard moet meer in het algemeen worden gezien of de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW tot gevolg heeft dat Nederlandse ondernemingen een concurrentienadeel zullen lijden. Daarover kan het volgende worden opgemerkt. Ten behoeve van een goed functioneren van een vennootschap is noodzakelijk dat de vennootschap voldoende vermogen kan genereren voor haar ondernemingsactiviteiten. Wie overweegt deel te nemen aan de financiering van een vennootschap, zal mede de corporate governance van de vennootschap in ogenschouw nemen. Wanneer een financier slechts certificaten van aandelen kan verwerven die hem geen invloed geven op de besluitvorming in de algemene vergadering in «oorlogstijd», dan zal hem dat van de investering in de vennootschap kunnen weerhouden. De vennootschap zal in dat opzicht slecht kunnen scoren. Wanneer een financier zeggenschap heeft in «oorlogstijd», kan ook een grotere betrokkenheid worden verwacht bij de besluitvorming die in een dergelijke belangrijke periode wordt voorbereid. Dat laatste past in het streven van het kabinet dat bijvoorbeeld institutionele beleggers meer betrokkenheid tonen. Bovendien wordt in internationaal verband veelal aangenomen dat een goede corporate governance vereist dat een certificaathouder in staat is invloed uit te oefenen op de besluitvorming in de algemene vergadering. In dat verband kan ook worden gewezen op de OECD Principles of Corporate Governance (2004, p. 43), waarmee de Nederlandse regeling in artikel 2:118a BW thans in strijd is. De OECD Principles maken geen onderscheid tussen «oorlogstijd» en «vredestijd» als het gaat om het recht van de certificaathouder om in staat te worden gesteld deel te nemen aan de corporate governance van de vennootschap.

ii. Overeenkomstig het advies van de Raad gaat de memorie van toelichting nader in op commentaren die terzake de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW zijn ontvangen, en is voorzien in een nadere motivering van het voorstel.

b.

i. Het voorgestelde artikel 2:359c BW moet voorkomen dat – na een openbaar bod – een situatie kan ontstaan waarin het bestuur en de raad van commissarissen een gewijzigde machtsverhouding in de algemene vergadering langdurig kan negeren. Op grond van het wetsvoorstel wordt een aandeelhouder die 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt in staat gesteld om wijzigingen in het bestuur en de raad van commissarissen aan te brengen. Aan een wettelijke regeling bestaat behoefte wanneer de vennootschap niet (vrijwillig) in een (vergelijkbare) statutaire regeling heeft voorzien.

De Raad stelt dat de omvang van het geschetste probleem niet duidelijk is. De omvang van het probleem is op dit moment lastig te kwantificeren, omdat onduidelijk is in wat de invloed is van potentieel op te werpen beschermingsconstructies op een – economisch gezien wellicht wenselijke – wijziging van de machtsverhouding in een aandeelhoudersvergadering. Voor het kabinet is het voorts van minder groot belang in hoeveel situaties dit uitstralingseffect zich daadwerkelijk heeft voorgedaan, dan de omstandigheid dat het in geen enkel geval wenselijk wordt geacht dat het bestuur van een beursvennootschap – langdurig – een wijziging van de machtsverhoudingen kan negeren nadat een openbaar bod heeft plaatsgevonden. Om een dergelijke mogelijkheid uit te sluiten is een wettelijke regeling noodzakelijk.

Het bepaalde in artikel 2:359c BW betreft nationaal beleid, dat niet voortvloeit uit een verplichting op grond van de richtlijn. Het is op dit moment niet duidelijk op welke wijze andere lidstaten de artikelen 9 en 11 van de richtlijn zullen uitvoeren. Onlangs vond in het kader van de Europese Unie een vergadering plaats waarin lidstaten informatie over de uitvoering van de richtlijn hebben uitgewisseld. In die vergadering kwam naar voren dat de meeste lidstaten zich nog beraden op de toepassing van artikel 12 van de richtlijn (de opt-out mogelijkheid). Wel ligt voor de hand dat een aanzienlijk aantal lidstaten uiteindelijk artikel 9 van de richtlijn verplicht zal voorschrijven, omdat de desbetreffende regeling reeds onderdeel is van het nationaal recht. Of zij zullen kiezen voor een opt-out met betrekking tot artikel 11 van de richtlijn, zal moeten worden afgewacht. Vanuit een oogpunt van concurrentie biedt Nederland een flexibel systeem aan doordat zowel artikel 9 als artikel 11 in beginsel slechts van toepassing is wanneer de vennootschap daar zelf voor

kiest. Dat laat onverlet dat de Nederlandse wetgever – ook op grond van de richtlijn – bevoegd en in staat is om door middel van een wettelijke regeling in te grijpen indien dat naar haar oordeel wenselijk is. Dat doen andere lidstaten in feite ook wanneer zij artikel 9 van de richtlijn verplicht voor (blijven) schrijven.

De omstandigheid dat een openbaar bod is uitgebracht door de bieder rechtvaardigt dat hij bij verkrijging van een voldoende groot belang in de doelvennootschap in staat wordt gesteld om bestuurders en commissarissen te vervangen; verschansing op lange termijn – met de steun van een minderheidsaandeelhouder – wordt tegen gegaan. Voor een verdere bespreking van de argumenten die hebben geleid tot het voorgestelde artikel 2:359c BW wordt verwezen naar de memorie van toelichting.

De voorgestelde regeling dient te worden onderscheiden van andere regelingen waarvan onder omstandigheden een beschermend effect ten behoeve van bestuurders en/of commissarissen kan uitgaan, zoals de structuurregeling. Van die regeling kan niet worden volgehouden dat zij primair bedoeld is als beschermingsconstructie. De structuurregeling heeft tot gevolg dat commissarissen volgens een bijzonder regime kunnen worden ontslagen. De regeling is ontworpen na afweging van de belangen van de aandeelhouders, bestuurders, commissarissen en werknemers, maar niet geformuleerd met het oog op het voorop stellen van de belangen van bestuurders en commissarissen. Dat geldt wel voor de situatie waarop artikel 2:359c BW betrekking heeft. Om dezelfde reden is de toepassing van de structuurregeling uitgezonderd van de werking van artikel 2:359c BW. De toelichting is in deze zin aangepast.

ii. Overeenkomstig het advies van de Raad gaat de memorie van toelichting nader in op commentaren die terzake de voorgestelde wijziging van artikel 2:259c BW zijn ontvangen.

iii. De richtlijn verplicht de lidstaten te regelen dat de doorbreking van bepaalde rechten kan worden gecompenseerd met een billijke vergoeding. De richtlijn maakt daarbij geen onderscheid tussen de doorbraak van beperkingen van de overdracht van effecten, de doorbraak van beperkingen van de uitoefening van het stemrecht, de doorbraak van bijzondere rechten ten aanzien van benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen en de doorbraak van meervoudig stemrecht. Het recht op een billijke vergoeding is neergelegd in artikel 2:359b lid 3 BW, dat verwijst naar de doorbreking van rechten zoals bepaald in artikel 2:359b lid 1 onderdeel c, d of e of lid 2. Aan de rechter wordt overgelaten te bepalen welke schadevergoeding in een individueel geval billijk is. Titel 10 van boek 6 van het Burgerlijk Wetboek is – met de nuancering dat de schadevergoeding billijk dient te zijn – van toepassing. Op de aandeelhouder die op deze regeling beroep wenst te doen rust de bewijslast aan te tonen dat en hoeveel schade hij heeft geleden. Het verschil ten opzichte van artikel 2:359c BW is dat het daar gaat om een door de wetgever bepaalde doorbraak van bepaalde aandeelhoudersrechten (rechten ten aanzien van benoeming en ontslag en meervoudig stemrecht). Het gaat om een situatie waarin bestuurders en commissarissen zich kunnen verschansen tegen de invloed van een (nieuwe) groot-aandeelhouder, mede ten gevolge van de bijzondere rechten die aan de andere aandeelhouders zijn toegekend. Wanneer de doorbreking van deze rechten door de wetgever gerechtvaardigd wordt geacht, dan ligt voor de hand dat diezelfde wetgever de desbetreffende minderheidsaandeelhouders niet wenst te compenseren. Bovendien zou moeten worden bepaald wie de desbetreffende vergoeding betaalt. Het zou niet redelijk zijn de bieder daarmee te belasten, aangezien hij uitsluitend een voor de wetgever onwenselijke situatie heeft aangetroffen, zonder dat hij daarvoor verantwoordelijkheid draagt. Evenmin is logisch dat de vennootschap een vergoeding zou moeten betalen, omdat dat uiteindelijk ook vooral de bieder-grootaandeelhouder raakt. In een dergelijke situatie ligt het ontbreken van elke vergoeding het meest voor de hand.

### *3. Enkele implementatieverplichtingen uit de overnamerichtlijn*

*Over de implementatie van de overnamerichtlijn in het wetsvoorstel merkt de Raad het volgende op.*

*a. Artikel 6, tweede lid, tweede alinea, van de overnamerichtlijn bepaalt dat een biedingsbericht door een toezichthouder uit de lidstaat waar de effecten van de doelvennootschap tot de handel zijn toegelaten, wordt erkend indien vooraf goedkeuring van een toezichthoudende autoriteit uit een andere lidstaat*

is gegeven. Er kan wel een vertaling worden gevraagd. Dit is niet geïmplementeerd in het wetsvoorstel. De Raad merkt daarbij op dat een dergelijke eis niet kan worden opgenomen in de algemene maatregel van bestuur op grond van het voorgestelde artikel 6e, tweede of vierde lid, van de Wte 1995, omdat daarvoor de wettelijke grondslag ontbreekt.

Bij de implementatie van de prospectusrichtlijn is ten aanzien van buitenlandse aanbiedingen wel een bijzondere regeling getroffen door opname in artikel 1o, tweede lid, Besluit toezicht effectenverkeer 1995 van de bevoegdheid van de AFM om te verlangen dat de samenvatting in de Nederlandse taal wordt vertaald, indien het prospectus in een andere dan de Nederlandse taal is opgesteld.

De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan, en het wetsvoorstel zo nodig aan te vullen.

b. Op grond van de artikelen 9, vierde lid, en 11, vierde lid, van de overnamerichtlijn mag de algemene vergadering van aandeelhouders niet eerder dan twee weken na de kennisgeving ervan plaatsvinden. Dit is volgens de transponeringstabel geïmplementeerd in artikel 2:115 BW. De tweede zin van dat artikel kan niet op dit wetsvoorstel van toepassing zijn, omdat daarin staat dat als de termijn korter is dan twee weken of de oproeping niet plaats heeft gehad, geen wettige besluiten kunnen worden genomen, tenzij met algemene stemmen in een vergadering, waarin het gehele kapitaal vertegenwoordigd is. Deze uitzondering is niet toegestaan op grond van de overnamerichtlijn. De Raad adviseert het wetsvoorstel aan te passen.

c. Ingevolge artikel 11, tweede lid, van de overnamerichtlijn zijn de in de statuten vastgelegde beperkingen van de overdracht van effecten tijdens de termijn voor de aanvaarding van het openbaar bod niet van toepassing jegens de bieder. De Raad merkt twee verschillen op bij de implementatie hiervan in het voorgestelde artikel 2:359b lid 1 onder c BW.

Het onderdeel c bepaalt dat de beperkingen niet gelden «bij aanvaarding van een openbaar bod tijdens de daarvoor geldende periode». Dit is niet hetzelfde als in de richtlijn, omdat daarin niet is bepaald dat dit alleen geldt bij aanvaarding. De termijn waarin de beperkingen gelden is de termijn voor aanvaarding van het bod. In de toelichting op dit onderdeel staat wel weer duidelijk dat het gaat om de periode voor aanvaarding van het bod. Daarnaast is niet expliciet geregeld dat de beperkingen alleen niet gelden jegens de bieder.

De Raad adviseert het voorgestelde artikel 2:359b lid 1 onder c BW aan te passen.

d. Het voorgestelde artikel 2:359b lid 2 BW bevat niet de volledige implementatie van artikel 11, vierde lid, van de overnamerichtlijn. Ingeval een bieder ten minste 75% van het kapitaal waar stemrecht aan verbonden is ten gevolge van een openbaar bod verworft, gelden niet alleen bijzondere rechten ten aanzien van benoeming en ontslag van een bestuurder en commissaris niet, maar ook de beperking van de uitoefening van het stemrecht en van overdracht van effecten. Dit laatste ontbreekt in het wetsvoorstel. Ondanks dat artikel 12, eerste lid, van de richtlijn de lidstaten er niet toe verplicht om artikel 11, vierde lid, te implementeren, moeten zij niettemin de ondernemingen wel de mogelijkheid bieden om artikel 11, vierde lid, toe te passen (artikel 12, tweede lid). De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan, en het wetsvoorstel zo nodig aan te vullen.

### 3. Enkele implementatieverplichtingen uit de overnamerichtlijn

a. Naar aanleiding van het advies van de Raad is in het voorgestelde derde lid van artikel 6l een grondslag opgenomen om bij algemene maatregel van bestuur te bepalen dat de AFM een vertaling kan verlangen van een biedingsbericht dat is goedgekeurd door een toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat. Het nieuw voorgestelde derde lid biedt tevens een grondslag aanvullende informatie te verlangen met betrekking tot een biedingsbericht dat is goedgekeurd door een toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat. Hierdoor kan aan artikel 6, tweede lid, tweede alinea, van de overnamerichtlijn volledig uitvoering worden gegeven bij algemene maatregel van bestuur.

b. Overeenkomstig het advies van de Raad is in artikel 2:359b, eerste lid, onderdeel a en b, alsmede in het tweede lid, opgenomen dat de oproeping niet later dan op de vijftiende dag voor die van de algemene vergadering plaatsvindt. Deze formulering sluit aan bij de eerste zin van artikel 2:115 BW.

c. Artikel 2:359b lid 1 onder c is overeenkomstig het advies van de Raad aangepast.

d. De uitvoering van artikel 11 lid 4 van de richtlijn vindt plaats met het bepaalde in artikel 2:359b lid 2 BW in samenhang met artikel 2:359b lid 1 onderdeel c en d BW. Beursvennootschappen kunnen in de statuten bepalen dat beperkingen in de uitoefening van het stemrecht en van de overdracht niet gelden. Dit vloeit voort uit het eerste lid (onderdelen c en d) van artikel 2:359b BW, dat ter uitvoering van artikel 11 lid 2 en 3 van de richtlijn is opgenomen. Die statutaire regeling kan worden gecombineerd met een statutaire regeling die betrekking heeft op de doorbraak van bijzondere rechten ten aanzien van de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen (artikel 2:359b lid 2 BW). De ondernemingen hebben daardoor de mogelijkheid om desgewenst het gehele artikel 11 lid 4 van de richtlijn toe te passen. Aanpassing van het wetsvoorstel is niet nodig. Wel is de memorie van toelichting verduidelijkt.

#### 4. Definitie van «openbaar bod»

a. *De definitie van «openbaar bod» in het voorgestelde onderdeel o van artikel 1 van de Wte 1995 is ruimer dan de richtlijn beoogt. Een «openbaar bod» in de zin van artikel 1, onderdeel a, richtlijn ziet op effecten waarmee zeggenschap over de doelvennootschap wordt verkregen. In onderdeel o wordt geen enkele beperking aangebracht wat betreft het soort effecten. Dit betekent dat de definitie van «openbaar bod» alle soorten effecten omvat die onder artikel 1, onderdeel a, van de Wte 1995 vallen, dus ook effecten die niet overdraagbaar zijn of waaraan geen stemrechten zijn verbonden.*

*De Raad adviseert de definitie van «openbaar bod» aan te passen.*

b. *Gezien de inhoudelijke samenhang tussen het wetsvoorstel en hoofdstuk 3.9 van het wetsvoorstel houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht, Wft) (29 708), waarover de Raad op 7 april 2005 heeft geadviseerd (W06.05.0559/IV), en temeer omdat de richtlijn uiteindelijk deels zal worden geïmplementeerd in de Wft, acht de Raad het dienstig om in dit advies mede het voorgestelde hoofdstuk 3.9 van de Wft te betrekken.*

*In de definitie van «openbaar bod» in het voorgestelde onderdeel o van artikel 1 van de Wte 1995 is het besloten-kringcriterium vervallen. Dit in tegenstelling tot artikel 3:9.1 van de Wft, waarin ook een definitie van «openbaar bod» is opgenomen. Deze definitie is gebaseerd op het huidige artikel 1, onderdeel o, van de Wte 1995 dat door het onderhavige wetsvoorstel wordt vervangen. De Raad acht het wenselijk dat beide wetsvoorstellen op dit punt hetzelfde begrippenkader hanteren.*

*De Raad adviseert daarin te voorzien.*

#### 4. Definitie van «openbaar bod»

a. Over de opmerkingen van de Raad kan het volgende worden opgemerkt. Het thans geldende artikel 1, onderdeel o, van de Wte 1995 voorziet reeds in een definitie van het begrip «openbaar bod». In deze definitie wordt, zoals de Raad terecht opmerkt, geen onderscheid gemaakt tussen verschillende soorten effecten. Om die reden is de huidige regelgeving inzake vrijwillige openbare biedingen zowel van toepassing op effecten met stemrecht als op effecten zonder stemrecht, zoals bijvoorbeeld obligaties die tot de handel op een op grond van artikel 22 van de Wte 1995 erkende effectenbeurs zijn toegelaten. Omdat de regering geen reden ziet naar aanleiding van de richtlijn het toepassingsbereik van de huidige regelgeving in te perken – en de richtlijn daartoe ook niet verplicht, omdat aan lidstaten de keuze wordt gelaten op onderdelen verder te gaan dan de richtlijn – is besloten de definitie van «openbaar bod» wat betreft de reikwijdte ongewijzigd te laten. Daarnaast wordt in de uiteenlopende verbodsbepalingen de toepasbaarheid van de voorschriften op openbare biedingen nader afgebakend. Zo valt, ten eerste, alleen het uitbrengen van een openbaar bod op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt onder het verbod (artikel 6e, eerste lid, van de Wte 1995). Als gevolg daarvan zijn de biedingsvoorschriften niet van toepassing op effecten die niet overdraagbaar zijn, aangezien dergelijke effecten niet tot de handel kunnen worden toegelaten. Daarnaast is het in artikel 6a, eerste lid, van de Wte 1995 opgenomen verplichte bod slechts van toepassing indien het aandelen of certificaten daarvan betreft. Ook op deze



wijze wordt dus een beperking aangebracht wat betreft de soort effecten waarop de (verplichte) biedingsregels van toepassing zijn.  
b. Aan het advies van de Raad is tegemoetgekomen door in de definitie van «openbaar bod» in de recent aan de Tweede Kamer verzonden vierde nota van wijziging van de Wft het besloten-kringcriterium te laten vervallen.

#### 5. Het begrip «groep»

*In het voorgestelde artikel 6b, onderdeel e, van de Wte 1995 wordt het begrip «groep» gebruikt. Dat begrip is in artikel 1, onderdeel g, van de Wte 1995 gedefinieerd. Deze definitie is opgenomen ter implementatie van het begrip «nauwe banden» uit richtlijn 95/26/EG<sup>1</sup>. In de Wft zal, blijkens de toelichting, voortaan de definitie van «groep» uit het BW (artikel 2:24b) worden gebruikt, en is het begrip «nauwe banden» uit richtlijn 95/26/EG geïmplementeerd door de zinsnede «formeel en feitelijk groepsstructuur met natuurlijke personen of rechtspersonen». Het voorgestelde onderdeel s, onder 1°, van artikel 1 van de Wte 1995 sluit wel bij het groepsbegrip uit het BW aan. Het is niet duidelijk of het begrip «groep» in artikel 6b, onderdeel e, beoogt aan te sluiten bij artikel 1, onderdeel g, van de Wte 1995 dan wel bij artikel 2:24b BW. De Raad adviseert in de toelichting op het voorgaande in te gaan, en het wetsvoorstel zo nodig aan te passen.*

#### 5. Het begrip «groep»

Het begrip «groep», bedoeld in het voorgestelde artikel 6b, eerste lid, onderdeel e, van de Wte 1995 wordt geacht aan te sluiten bij het algemene groepsbegrip dat is omschreven in artikel 2:24b BW. Ter verduidelijking zal in het voorgestelde artikel 6b, onderdeel e, een verwijzing worden opgenomen naar artikel 2:24b BW. Het begrip «nauwe banden» uit richtlijn nr. 95/26/EG<sup>1</sup>, dat is geïmplementeerd in de van artikel 24b BW afwijkende definitie van in artikel 1, onderdeel g, van de Wte 1995, heeft uitsluitend betrekking op effecteninstellingen, beleggingsinstellingen, kredietinstellingen, levensverzekeraars en schadeverzekeraars.

#### 6. Openbaarmaking van bod

*Als een openbaar bod is uitgebracht, heeft dit een aantal gevolgen, zie de voorgestelde artikelen 2:359b en 2:359c BW. Van belang is dat het moment waarop die gevolgen ingaan duidelijk is. De tekst van het wetsvoorstel is niet consequent. In artikel 2:359b lid 1 BW gaat het over «de eerste openbare mededeling», in 2:359b lid 4 BW over het moment waarop «het bod openbaar is gemaakt», in artikel 2:359c lid 1 BW over het moment waarop «het bod is uitgebracht», in 2:359b lid 2 onder a BW over het moment waarop het «bod is aangekondigd of uitgebracht». In artikel 2:359b lid 1 onder b BW staat «voor de openbaarmaking van het in de aanhef bedoelde besluit». Uit de toelichting blijkt dat het gaat om «voor de openbaarmaking van een openbaar bod». Omdat er in de aanhef staat «de eerste openbare mededeling omtrent een openbaar bod» is niet duidelijk dat het om dit besluit gaat. Ingevolge het voorgestelde artikel 6e, eerste lid, van de Wte 1995 wordt voorafgaand aan het bod een biedingsbericht beschikbaar gesteld. Het is wenselijk zoveel mogelijk een en hetzelfde moment te hanteren. Indien in een bepaald artikel bij dat moment niet wordt aangesloten, dient duidelijk te zijn welk moment dan is gekozen. De Raad adviseert het voorstel aan te passen en in de toelichting een uiteenzetting te geven over het voorgestelde systeem.*

#### 6. Openbaarmaking van bod

Aan het advies van de Raad is gehoor gegeven. Als gevolg daarvan zijn de artikelen 6a, 6e en 6h van de Wte 1995 en 359b, 359c, 359d en 395e van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek aangepast en wordt thans consequent gesproken over «het aankondigen van een bod» en «het (door middel van een biedingsbericht) uitbrengen van een bod». Het voorgestelde systeem is voorts in het algemeen deel van de toelichting uiteengezet. De hoofdlijnen daarvan zijn, kort beschreven, de volgende.  
Indien tussen een bieder en een doelvennootschap overeenstemming of voorwaardelijke overeenstemming is bereikt over een uit te brengen openbaar (vrijwillig) bod dan dienen zij dit aan te kondigen, door middel van een openbare mededeling (eerste moment van openbaarmaking). Vervolgens dient na deze aankondiging binnen de in artikel 6i van de Wte 1995 vastgestelde

<sup>1</sup> Richtlijn 95/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 29 juni 1995 tot wijziging van de Richtlijnen 77/780/EEG en 89/646/EEG op het gebied van kredietinstellingen, de Richtlijnen 73/239/EEG en 92/49/EEG op het gebied van het schadeverzekeringsbedrijf, de Richtlijnen 79/267/EEG en 92/96/EEG op het gebied van het levensverzekeringsbedrijf, Richtlijn 93/22/EEG op het gebied van beleggingsondernemingen en Richtlijn 85/611/EEG op het gebied van instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), teneinde het bedrijfseconomische toezicht te versterken (PbEG L 168).

termijn het openbaar bod te worden uitgebracht door middel van een goedgekeurd biedingsbericht (tweede moment van openbaarmaking). Voor een verplicht bod geldt in beginsel hetzelfde, met dien verstande dat de aankondiging van het bod plaatsvindt als gevolg van een mededeling van een bieder dat deze een verplicht bod zal uitbrengen, dan wel indien na een procedure bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam (hierna: ondernemingskamer) onherroepelijk is komen vast te staan dat een verplicht bod dient te worden uitgebracht.

#### *7. Vrijstelling van het verplichte bod*

*a. Een vrijstelling van het verplichte openbaar bod bestaat als overwegende zeggenschap wordt verkregen door een rechtspersoon die tijdelijk aandelen houdt ter afwering van een (vijandige) overname. Niet duidelijk is wat onder «tijdelijk» wordt verstaan.*

*De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan.*

*b. Het voorgestelde onderdeel i van artikel 6b van de Wte 1995 ziet op een vrijstelling in de situatie dat verschillende personen gelijktijdig overwegende zeggenschap verwerven. In dat geval rust de biedplicht alleen op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen. Dit roept de vraag op wat er geldt in het geval er gelijktijdig evenveel stemrechten zijn verworven.*

*De Raad adviseert hierop in de toelichting in de te gaan en zo nodig het voorstel aan te passen.*

*c. Het voorgestelde artikel 6c van de Wte 1995 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.*

*Wanneer een persoon op grond van het voorgestelde artikel 6b, onderdeel i, van de Wte 1995 is vrijgesteld van de biedplicht en op degene op wie de biedplicht rust, artikel 6c, eerste lid, van toepassing wordt, dient duidelijkheid te bestaan of er een nieuwe biedplicht rust op degene die in eerste instantie was vrijgesteld.*

*De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan en zo nodig het voorstel aan te passen.*

#### *7. Vrijstelling van het verplichte bod*

a. Artikel 6b, eerste lid, onderdeel c, van de Wte 1995 heeft betrekking op de situatie waarin een rechtspersoon die ten doel heeft het belang van de doelvennootschap te behartigen overwegende zeggenschap gaat houden in de doelvennootschap. Voor die rechtspersoon (veelal een stichting) geldt een uitzondering op de in artikel 6a, eerste lid, van de Wte 1995 opgenomen plicht tot het uitbrengen van een openbaar bod. De uitzondering beperkt zich tot de situatie waarin er sprake is van een «dreiging» van een overname. De uitzondering van onderdeel c van het eerste lid beperkt zich tot de situatie waarin er sprake is van een «dreiging» van een overname. Het dient namelijk te gaan om een rechtspersoon die de (preferente) aandelen «gaat houden» nadat een openbaar bod is aangekondigd. Het uitgeven van aandelen aan een rechtspersoon op het moment dat geen sprake is van enige overnamedreiging valt derhalve niet onder de uitzondering en kan er in het uiterste geval zelfs toe leiden dat de rechtspersoon waaraan de aandelen worden uitgegeven biedplichtig wordt.

Het uitgangspunt dat de uitgifte van aandelen aan de rechtspersoon dient ter bescherming van de doelvennootschap tegen een dreigende overname, brengt mee dat het houden van aandelen door de rechtspersoon slechts tijdelijk van aard kan zijn. Een overnamedreiging die met het uitbrengen van een openbaar bod ontstaat, zal immers ook geen permanent karakter hebben. Maar wat kan in dit verband onder tijdelijk worden verstaan, zo kan men zich afvragen. De Raad heeft hier terecht een opmerking over gemaakt. Mede naar aanleiding van deze opmerking is besloten het vereiste van «tijdelijkheid» te vervangen door twee criteria die meer houvast bieden. Het betreft allereerst het vereiste dat de rechtspersoon onafhankelijk dient te zijn van de doelvennootschap. Een onafhankelijke rechtspersoon die aandelen in de doelvennootschap houdt kan namelijk op basis van eigen afweging beslissen of een openbaar bod in het belang van de doelvennootschap is. Het tweede vereiste is dat binnen twee jaar na de uitgifte de aandelen dienen te zijn ingekocht of ingetrokken. Bij

algemene maatregel van bestuur zal een nadere invulling kunnen worden gegeven aan beide eisen.

b. Indien verschillende personen gelijktijdig evenveel stemrechten verwerven, een situatie die zich in de praktijk overigens lastig laat voorstellen, is de uitzondering van de biedplicht, bedoeld artikel 6b, eerste lid, onderdeel i, van de Wte 1995 niet toepassing. Onderdeel i ziet namelijk op de situatie waarin twee bieders gelijktijdig overwegende zeggenschap verwerven, maar waarbij er verschil zit in het aantal stemrechten dat aan de zeggenschap verbonden is. Dit brengt mee dat voor het gelijktijdig verkrijgen door twee rechtspersonen van evenveel stemrecht de hoofdregel van artikel 6a, eerste lid, van de Wte 1995 geldt. Beide personen zijn gehouden een openbaar bod uit te brengen. De toelichting is op dit punt aangevuld.

c. Wanneer de op grond van artikel 6b, eerste lid, onderdeel h, van de Wte 1995 biedplichtige natuurlijke persoon, rechtspersoon of vennootschap onder gebruikmaking van, artikel 6c, eerste lid, van de Wte 1995 zijn overwegende zeggenschap verliest, is deze ingevolge artikel 6a, eerste lid, van de Wte 1995 niet langer gehouden tot het uitbrengen van een openbaar bod. Als gevolg daarvan herleeft de biedplicht voor degene die in eerste instantie op grond van bedoeld onderdeel h van die verplichting was uitgezonderd. Er zijn immers geen goede redenen de uitzondering van de biedplicht voor een persoon die overwegende zeggenschap heeft te continueren, indien de omstandigheid die de uitzondering van de biedplicht rechtvaardigde (de gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap door een ander persoon die over meer stemrechten kon beschikken) niet langer bestaat. De herleving van de biedplicht betekent ook dat de desbetreffende persoon overeenkomstig artikel 6c, eerste lid, van de Wte 1995 een mogelijkheid dient te hebben om na de herleving zijn belang terug te brengen.

#### *8. Vervallen van de biedplicht*

*Ingevolge het voorgestelde artikel 6c van de Wte 1995 kan de biedplicht in bepaalde gevallen vervallen. De ondernemingskamer kan bepalen dat degene die overwegende zeggenschap verwerft niet verplicht is tot het uitbrengen van een openbaar bod. Daarnaast kan de persoon waarop de biedplicht rust, zelf onder de biedplicht uitkomen door binnen dertig dagen na de openbare mededeling over de verwerving van overwegende zeggenschap de overwegende zeggenschap niet langer te houden. Bij dit laatste is in verschillende commentaren<sup>1</sup> de vraag opgeworpen waarom de termijn van dertig dagen niet kan worden verlengd, bijvoorbeeld door de ondernemingskamer. Dit zou wenselijk zijn bijvoorbeeld in het geval dat een emissiebedrijf de emissie overneemt of als een onderneming zelf haar eigen aandelen wil inkopen. De Raad adviseert hierop in de toelichting in te gaan en het voorstel zo nodig aan te passen.*

#### 8. Vervallen van de biedplicht

De opmerkingen van de raad hebben mede aanleiding gegeven in het wetsvoorstel op te nemen een bevoegdheid voor de ondernemingskamer om op verzoek de termijn van dertig dagen te verlengen. Dit is geschiedt door middel van een nieuwe voorgesteld tweede lid van artikel 6c van de Wte 1995. Het is voor de mogelijkheid om de ondernemingskamer te verzoeken de gratieregeling te verlengen niet relevant wat de oorzaak is van de overschrijding van de bieddrempel.

#### *9. Verzoeken tot het treffen van maatregelen*

*Bepaalde belanghebbenden kunnen bij de ondernemingskamer van het gerechtshof in Amsterdam bepaalde verzoeken indienen. In de toelichting op het voorgestelde artikel 6c, tweede lid, van de Wte 1995 wordt onder deze belanghebbende in ieder geval verstaan de aandeelhouders, de certificaathouders, de werknemers en de ondernemingsraad van de vennootschap. Deze laatste twee groepen zijn niet genoemd in het tweede lid. Daarnaast wijst de Raad op het voorgestelde artikel 6d, eerste lid, aanhef, van de Wte 1995. In een aantal commentaren<sup>2</sup> op het voorontwerp is gewezen op de rol die de AFM speelt bij de handhaving van de biedplicht. Die rol zou kunnen worden versterkt door de AFM de mogelijkheid te geven een verzoek als bedoeld in artikel 6d in te dienen. Hierop wordt in de toelichting niet ingegaan.*

<sup>1</sup> Zie onder andere het commentaar van de NVB, VEUO en Nauta Dutilh.

<sup>2</sup> Zie het commentaar van de Gecombineerde commissie vennootschapsrecht en de VEB.

*Ten slotte kan een vordering van belanghebbenden als bedoeld in artikel 3:305a BW worden ingesteld. Artikel 6d dient van overeenkomstige toepassing te zijn op dergelijke vorderingen. Niet zonder meer valt in te zien dat dit wordt opgelost door de schakelbepaling van artikel 3:326 BW. De Raad adviseert op het voorgaande in te gaan en het voorstel dan wel de toelichting waar nodig aan te passen.*

#### 9. Verzoeken tot het treffen van maatregelen

In de toelichting is de verwijzing naar werknemers en ondernemingsraad vervallen waardoor toelichting in overeenstemming is met de voorgestelde tekst van artikel 6d, tweede lid, van de Wte 1995. Voorts zijn de bepaling en toelichting aangepast teneinde te bewerkstelligen dat ook belanghebbenden een vordering als bedoeld in artikel 3:305a BW kunnen instellen.

Met betrekking tot de mogelijkheid om ook de AFM een rol te geven bij de handhaving van de biedplicht is in de toelichting uiteengezet om welke redenen daarvoor niet gekozen is. De belangrijkste argumenten voor dit standpunt zijn, kort samengevat, de volgende.

Het toezicht op de naleving van het biedplicht kan het beste kan worden afgedwongen door de betrokken doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan. Deze partijen verkeren in de positie dat zij het dichtst bij de bij de vennootschap betrokken personen staan. Zij zijn daardoor het best in staat om het feitelijk handelen en optreden van andere (groot)aandeelhouders of in onderling overleg samenwerkende personen – bijvoorbeeld in de aandeelhoudersvergadering – te beoordelen. Bedacht dient daarbij te worden dat in een procedure voor de ondernemingskamer tot naleving van de biedplicht verzoekers ook geen bewijs behoeven te leveren dat sprake is van «handelen in onderling overleg» maar aan moeten tonen dat sprake is van gegronde redenen om aan te nemen dat sprake is van dergelijk handelen. Omdat de doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan voorts het meeste belang hebben bij naleving van de biedplicht, mag verwacht worden dat zij van hun bevoegdheden gebruik zullen maken. Het toekennen van een rol voor de AFM zal in dit kader naar verwachting geen toegevoegde waarde opleveren, maar veeleer het risico vergroten dat betrokken bij de doelvennootschap nalaten hun eigen verantwoordelijkheid te nemen (het risico op het zogenoemde «free-rider»-gedrag). Om dit te voorkomen is ervoor gekozen om de AFM niet (ook) de mogelijkheid te geven een procedure bij de ondernemingskamer te entameren. Een nadere uitwerking van dit standpunt is te vinden in paragraaf 3.1 van de toelichting.

#### 10. Delegatie

*In het vierde lid van het voorgestelde artikel 6e van de Wte 1995 is ten opzichte van het huidige artikel 6a, derde lid, van de Wte 1995 nieuw de zinsnede «alsmede met betrekking tot de door de bieder te leveren tegenprestatie». Een toelichting hiervoor ontbreekt.*

*De Raad adviseert hierin te voorzien dan wel de zinsnede te laten vervallen.*

#### 10. Delegatie

Aan het advies van de Raad om te voorzien in een toelichting op de uitbreiding van het voorgestelde artikel 6e, vierde lid, van de Wte 1995 (inmiddels het voorgestelde artikel 6g, tweede lid, onderdeel b,) met de zinsnede «alsmede met betrekking tot de door de bieder te leveren tegenprestatie», is gevolg gegeven.

#### 11. Ontheffingsbevoegdheid AFM

*Ingevolge het voorgestelde artikel 6i, tweede lid, van de Wte 1995 kan de AFM een ontheffing van de artikelen 6c, 6e, eerste, tweede en vierde lid, en 6g verlenen. Het verlenen van ontheffing van artikel 6c is niet mogelijk, omdat het gaat om het van rechtswege vervallen van een plicht. Indien is beoogd de AFM de mogelijkheid te geven ontheffing van de biedplicht te verlenen, ondanks dat niet aan de eisen van artikel 6c, eerste lid, van de Wte 1995 is voldaan, merkt de Raad op dat de AFM niet bevoegd is om te oordelen of van overwegende zeggenschap sprake is; daartoe is de ondernemingskamer bevoegd (artikel 6c, tweede lid).*

*De Raad adviseert de verwijzing naar artikel 6c in het voorgestelde artikel 6i, tweede lid, te laten vervallen.*

11. Ontheffingsbevoegdheid AFM

Het advies van de Raad om de in artikel 6i, tweede lid, van de Wte 1995 voorgestelde verwijzing naar artikel 6c van de Wte 1995 te laten vervallen, is overgenomen.

*12. Voor redactionele kanttekeningen verwijst de Raad naar de bij het advies behorende bijlage.*

12. Met de redactionele kanttekeningen van de Raad is rekening gehouden. Van de gelegenheid is gebruik gemaakt een aantal redactionele aanpassingen en wettechnische verbeteringen in het voorstel van wet aan te brengen. Daarnaast zijn enkele inhoudelijke wijzigingen aangebracht. De belangrijkste wijzigingen betreffen het volgende.

In definitie van «personen waarmee in onderling overleg» is dichter aangesloten bij artikel 2, eerste lid, onderdeel d, van de richtlijn. Voorts is artikel 6e, tweede lid, van de Wte 1995 waarin wordt geregeld in welke gevallen de AFM bevoegd is biedingsberichten goed te keuren, meer in overstemming met artikel 4, tweede lid, van de richtlijn gebracht. In artikel 6f, tweede lid, van de Wte 1995 is de werkingssfeer van artikel 47 van de Wte 1995 uitgebreid met betrekking tot openbare biedingen. Tot slot zijn er twee artikelen toegevoegd (Artikelen VI en VII) waarin de samenloop met het voorstel van Wet op het financieel toezicht wordt geregeld.

*De Raad van State geeft U in overweging het voorstel van wet te zenden aan de Tweede Kamer der Staten-Generaal, nadat met het vorenstaande rekening zal zijn gehouden.*

*De Vice-President van de Raad van State,  
H. D. Tjeenk Willink*

Ik moge U, mede namens mijn ambtsgenoot van Financiën, van Economische Zaken en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid verzoeken het hierbij gevoegde gewijzigde voorstel van wet en de gewijzigde memorie van toelichting aan de Tweede Kamer der Staten-Generaal te zenden.

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

**Bijlage bij het advies van de Raad van State betreffende  
no. W03.05.0321/I met redactionele kanttekeningen die de Raad in  
overweging geeft.**

*Wetsvoorstel*

- Gelet op artikel 22, vierde lid, van de Wte 1995, in de voorgestelde artikelen in de Wte 1995 en Boek 2 van het BW «en van overheidswege toegelaten effectenbeurs» vervangen door «gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1, onder 13, van de richtlijn beleggingsdiensten» respectievelijk «gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1, onder 13, 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 (PbEG L 141)». Tevens in artikel 2:359b lid 5 BW de verwijzing naar de richtlijn beleggingsdiensten opnemen bij «gereguleerde markt».
- Gelet op de betekenis van «verwerven» (het door arbeid of moeite verkrijgen), in het wetsvoorstel het werkwoord «verwerven» en vervoegingen daarvan daar waar het ook «verkrijgen» zonder arbeid of moeite in kan houden, door bij voorbeeld erfopvolging, dit begrip vervangen door «verkrijgen» of vervoegingen daarvan.
- De definitie van «doelvennootschap» in het voorgestelde artikel 1, onderdeel t, van de Wte 1995 laten luiden: een vennootschap te wier laste effecten zijn uitgegeven waarop een openbaar bod als bedoeld in artikel 6a of 6e wordt uitgebracht of dient te worden uitgebracht.
- In artikel 6b, onderdeel i, na «overwegende zeggenschap» invoegen: in dezelfde doelvennootschap.
- Gelet op artikel 6a, eerste lid, in artikel 6b, onderdeel j, «buiten Nederland» vervangen door: in een andere lidstaat.
- De kring van belanghebbenden in artikel 6c, tweede lid, en artikel 6d, eerste lid, hetzelfde formuleren.
- Gelet op Ar 52, in artikel 6d, eerste lid, «de regels, gesteld bij of krachtens» laten vervallen.
- Gelet op artikel 6e, eerste lid, in artikel 6g «verkrijgbaarstelling» vervangen door: beschikbaarstelling.
- Gelet op artikel I, onderdeel L1, van de wet van 30 januari 2003 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in verband met uitbreiding van het effectentypisch gedragtoezicht naar alle financiële instellingen die actief zijn op de effectenmarkten (Stb. 103), in artikel I, onderdeel I, «derde of vierde» vervangen door: derde.
- Overeenkomstig artikel 2:360 en 2:361 BW, het voorgestelde artikel 2:359a redigeren met twee leden, met in het eerste lid «Deze afdeling is van toepassing op ...» en in het tweede lid «In deze afdeling wordt een certificaat van aandelen ...».
- In artikel 2:359a «deze beleggingsmaatschappij» vervangen door «deze vennootschap» of door «de beleggingsmaatschappij».
- Gelet op Ar 89 in artikel 2:359b lid 4 na «21 april 2004» invoegen: betreffende het openbaar overnamebod.
- In artikel 2:359b, eerste lid, onder a, «kan» vervangen door: kunnen.
- In artikel 2:359b, vierde lid, na «21 april 2004» invoegen: betreffende het openbaar overnamebod.
- Gelet op Ar 66, «onderscheidenlijk» vervangen door: en.
- Gelet op Ar 52, in artikel 2:359c lid 2 onder a, «het bepaalde in artikel 96a, tweede lid» vervangen door: artikel 96a lid 2.
- In artikel 2:359d lid 6 tweede volzin rekening houden met Ar 53.
- De leden 7 tot en met 9 van artikel 2:359d laten vervallen en de leden 6 tot en met 8 van artikel 2:92a van overeenkomstige toepassing verklaren en tevens artikel 2:359e lid 7 daaraan aanpassen.
- De leden 3, 4 en 7 van artikel 2:359e laten vervallen en artikel 2:259d leden 2 tot en met 5 van overeenkomstige toepassing verklaren.
- In artikel I, onderdeel c, rekening houden met Ar 52.

*Toelichting*

- In de toelichting de verwijzingen naar de Wft of naar het daarop te baseren besluit aanpassen.
- In de toelichting ingaan op de vraag waarom artikel 11, zesde lid, van de richtlijn niet is geïmplementeerd.