

## Vennootschapsrecht

### IV Voorgenomen Besluitvorming EU

## De dertiende richtlijn 'inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod' en het Europees Parlement

Mr. D.C. Buijs

**Het politieke voorbehoud dat Spanje in verband met de positie van Gibraltar maakte is niet de enige oorzaak van de vertraging bij de richtlijn voor openbare biedingen op beursvennootschappen. Het Europees Parlement stelt amendementen op het gemeenschappelijk standpunt van de Raad voor die volgens de Commissie een akkoord tussen Raad en Parlement zeer moeilijk kunnen maken. Een voortgangsbericht.**

### Inleiding

Het politiek akkoord dat de Raad Interne Markt op 21 juni 1999 bereikte over een richtlijn voor openbare biedingen op aandelen van een beursvennootschap heeft geleid tot een stroom publicaties<sup>1</sup> en congressen<sup>2</sup>. In dit tijdschrift rapporteerde ik erover onder de titel 'De dertiende richtlijn [...] bijna aanvaard'.<sup>3</sup> Inmiddels blijkt die titel te getuigen van een te groot optimisme. Het klimaat leek rijp voor harmonisatie van de regels voor vriendelijke en onvriendelijke, vrijwillige en verplichte beursovernames met inbegrip

van de positie daarbij van het bestuur van de doelwitvennootschap. Het enigszins rituele Gibraltar-voorbehoud van Spanje kon toch niet voor veel vertraging zorgen? Dat laatste lijkt in zoverre juist te zijn geweest dat op 19 juni 2000 de Raad een gemeenschappelijk standpunt heeft vastgesteld.<sup>4</sup> Daarin blijven ten opzichte van de tekst van een jaar eerder de veranderingen beperkt tot stroomlijning, herschikking en vernummering. Spanje heeft intussen via een mini opt-out<sup>5</sup> je enig succes geboekt met een soortgelijk voorbehoud bij de regeling voor een Europese Vennootschap (S.E.)<sup>5</sup> en is blijkbaar voorlopig even tevreden. Op 13 december 2000 heeft echter het Europees Parlement zijn tanden laten zien.<sup>6</sup> Ingevolge artikel 44 EG, de basis voor de richtlijn, is de codecisie-procedure van artikel 251 EG van toepassing, die het Parlement inderdaad tanden geeft.

Niet al te lang na het politiek akkoord van 1999 deed Vodafone AirTouch een oorspronkelijk als onvriendelijk ervaren bod op het Duitse beursfonds Mannesmann. De strijd tussen Vodafone en het bestuur van Mannesmann ging met nogal wat verbaal en financieel geweld gepaard. Duitse politici tot bondskanselier Schröder aan toe reageerden als door een Britse wesp gestoken. Was dit nu de toekomst onder het regime van de dertiende richtlijn? Na enige consultatierondes lijken de gemoederen in Duitsland wel weer wat bedaard, zoals blijkt uit het betrekkelijk ontwerp-richtlijnconforme voorstel voor een Uebernahmegesetz.<sup>7</sup> Het staat echter nog te bezien wat het Duitse parlement daarvan vindt. Of het nu door deze en dergelijke gebeurtenissen kwam of door iets anders, het Europees Parlement heeft nogal

1 Zie bijvoorbeeld het themanummer Dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2000, gecombineerde nrs. 4 en 5.

2 Bijvoorbeeld de vergadering van de Vereniging Handelsrecht op 29 september 2000 aan de hand van een preadvies van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge. Zie daarover en over de amendementen van het Europees Parlement: J.N. Schutte-Veenstra, Een vergadering over en amendementen op de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2001, p. 61 e.v.

3 D.C. Buijs, De dertiende richtlijn 'inzake het vennootschapsrecht betreffende het overname verbod' bijna aanvaard, NTER 1999, p. 224 e.v.

4 Pb. EG 24 januari 2001, C-23/1 e.v.

5 Over de S.E. bereikten de regeringsleiders op de top in Nice in november 2000 politieke overeenstemming. Op 20 december 2000 werd dit vertaald in een politiek akkoord tussen de Raad en de Commissie. Ik hoop daarover binnenkort in dit tijdschrift te kunnen rapporteren.

6 Aangenomen teksten van de vergaderingen van woensdag 13 december 2000, voorlopige uitgave, PE 298.924/39 e.v.

7 Zie daarover Petra Menicke, *The draft German Takeover Act, The Company Lawyer*, vol. 22, p. 34 e.v.

8 Vergelijk onze uitkoopregeling van artikel 2:92a BW.

vergaande amendementen op het gemeenschappelijk standpunt voorgesteld. Veel van de amendementen zijn bedoeld als 'sociaal'. Ook daar waar dat totaal niet in de structuur past, wordt het belang van de werknemers opgevoerd of moeten de werknemers geïnformeerd worden. De Commissie heeft er terecht op gewezen dat die voorstellen misplaatst zijn. Er zijn ook amendementen die wel degelijk zien op het bod zelf en de reactie van (het bestuur van) de doelwitvennootschap daarop. Op enkele daarvan ga ik kort in. Bij vrijwel alle voorstellen van het Parlement valt op hoe juridisch onbeholpen ze zijn geformuleerd. Ik weet niet of dit uit onmacht of onkunde voortkomt. Er kan ook sprake zijn van een ragfijn politiek spel. Nu is immers volgens het systeem van artikel 251 EG de Raad weer aan zet. Die kan de amendementen goedkeuren waardoor het geamendeerde gemeenschappelijk standpunt als richtlijn geacht wordt te zijn vastgesteld. Daarvoor is echter een gekwalificeerde meerderheid nodig en bij een negatief advies van de Commissie zelfs eenparigheid van stemmen. Het lijkt niet waarschijnlijk dat de Raad aldus besluit. Dan rest in beginsel slechts de bemiddelingsprocedure en daarbij kan enige manoeuvreerruimte de vertegenwoordigers van het Parlement wellicht goed van pas komen. De Commissie heeft bij monde van commissaris Bolkestein het Parlement op 12 december 2000, voorafgaand aan de stemmingen op 13 december 2000, er al op gewezen dat sommige amendementen het zeer moeilijk kunnen maken om een akkoord te bereiken tussen Raad en Parlement. De verwijzingen hierna naar de Commissie slaan op zijn uitlatingen bij die gelegenheid.

### Het verplichte bod

Volgens artikel 5 moeten de lidstaten regelen dat de gene die een nationaal te bepalen percentage van de effecten in een beursvennootschap heeft verkregen, verplicht is een bod tegen een billijke prijs op de overige effecten te doen. De vraag is dan: wat is een billijke prijs? Het Parlement stelt als regel voor: de hoogste prijs die de bieder heeft betaald in een periode van twaalf maanden voor de bekendmaking van het bod. Dat is de regeling van de Engelse City Code on Takeovers and Mergers. De toezichthoudende autoriteit kan een lagere prijs toestaan. De voorgestelde Duitse regeling kijkt naar de voorafgaande periode van zes maanden, maar laat de mogelijkheid maximaal 15 procent minder dan de in die periode betaalde prijs te bieden indien toen 'extra' werd betaald voor een pakket aandelen. De volgende vraag is: hoe wordt die prijs betaald? Artikel 5 eist betaling in contanten als alternatief voor bijvoorbeeld aandelen in de bieder, tenzij die aandelen goed verhandelbaar en dus liquide te maken zijn. Het Parlement eist bovendien contante betaling indien de bieder voor of tijdens de looptijd van het bod een belang van meer dan 5 procent in het doelwit verwierf. Dit voorstel lijkt mede geïnspireerd door de Duitse

regeling. De Commissie vindt dat het Parlement de lidstaten met deze voorstellen te weinig ruimte laat.

Positiever staat de Commissie tegenover een ander amendement. Een bieder die een belang van meer dan 95 procent verwerft, zou het recht krijgen gedurende zes maanden de overblijvende aandeelhouders uit te kopen<sup>8</sup> tegen de biedprijs in contanten van het openbaar bod, doch ten minste tegen de hoogste prijs die in de periode van drie maanden voor het bod werd betaald. De Commissie vindt echter terecht dat dit voorstel verder reikt dan het (verplichte) openbaar bod. Ook in Duitsland, waar men hiervoor nog geen regeling heeft, wordt nu naar aanleiding van de voorgestelde Uebernahmegesetz, terzake een algemene regeling in het Aktiengesetz, dus ook voor niet beurs-AG's, voorbereid.

### Beschermingsconstructies

Artikel 9 (artikel 8 van de tekst van 1999) eist dat gedurende de biedperiode het bestuur van de doelwitvennootschap afziet van alle handelingen – behalve het zoeken naar een white knight – die het bod kunnen dwarsbomen. Het Parlement wil die verbodsperiode eerder laten beginnen en wel zodra dat bestuur 'op enigerlei wijze kennis heeft van het bestaan van een bod'. Afgezien van de stuntelige formulering verdient de strekking van dit voorstel warme steun. De Commissie geeft die ook. Dat geldt bepaald niet voor het amendement volgens welk de toezichthoudende autoriteit richtsnoeren zou kunnen vaststellen omtrent de toelaatbaarheid van eventuele andere defensieve maatregelen. Bovendien zouden de lidstaten individuele ontheffingen voor nog weer andere beschermingsconstructies kunnen toelaten dan wel, omgekeerd, kunnen bepalen dat de toezichthoudende autoriteit zodanige constructies op verzoek van houders van ten minste een 1-procent belang kan verbieden. Voorts zouden aandeelhouders zich steeds tot de rechter kunnen wenden, die zou moeten beoordelen of de grenzen van de manoeuvreerruimte bewust zijn overschreden en of de onderneming schadevergoeding van het bestuur mag verlangen. Volgens de Commissie zouden deze voorstellen veel te veel ruimte aan het bestuur laten. De toezichthoudende autoriteiten zouden te onbepaalde bevoegdheden krijgen en er zou te veel en te lang geprocedeerd gaan worden. Dat lijkt me volstrekt juist.

### Implementatie

Het Parlement wil, met steun van de Commissie, de implementatietermijn verkorten van vier tot twee jaar. Dit lijkt me prachtig, maar nauwelijks voldoende om het nu te verwachten tijdverlies bij de totstandkoming van de richtlijn goed te maken.