

## **Het door Nederland vast te stellen percentage waarvan de overschrijding verplicht tot een openbaar overnamebod als bedoeld in artikel 5 lid 1 van de Dertiende EG-richtlijn**

### **Inleiding**

Op grond van artikel 5 lid 1 van het laatste ontwerp van de Dertiende EG-richtlijn inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod (hierna: de Richtlijn) moeten de lidstaten ter bescherming van minderheidsaandeelhouders een verplicht bod in hun wetgeving opnemen voor het geval een natuurlijk persoon of een rechtspersoon 'control' (zeggenschap) in een ter beurze genoteerde vennootschap verkrijgt. Het bod moet zijn gericht tot alle overige aandeelhouders en betrekking hebben op al hun aandelen. De te bieden prijs moet billijk of rechtvaardig zijn (de Richtlijn spreekt van een 'equitable price'). De vaststelling van het percentage waarvan de overschrijding tot een openbaar overnamebod verplicht (hierna ook wel 'biedgrens' en 'controledrempel' genoemd) is aan de lidstaten zelf overgelaten. In de literatuur is deze kwestie al vrij uitvoering aan de orde gesteld.

### **Overwegingen bij de vaststelling van de toekomstige biedgrens**

Artikel 5 lid 1 van de Richtlijn legt een rechtstreeks verband tussen (1) het verwerven van een bepaald percentage van de stemrechten en (2) het verkrijgen van 'zeggenschap' over de vennootschap. Een bod is derhalve pas verplicht, wanneer zeggenschap verkregen wordt. Het is de vraag met welk percentage van de stemrechten zeggenschap kan worden uitgeoefend. Als gevolg van de vele varianten op zeggenschapsverhoudingen in Nederland in combinatie met 'aandeelhoudersabsenteïsme' kunnen de met zeggenschap corresponderende percentages per vennootschap sterk uiteenlopen. De verdedigde hoogten van de controledrempel variëren sterk en liggen tussen 30% en 70%. Artikel 5 lid 3 van de Richtlijn moet volgens de meeste schrijvers zo worden uitgelegd dat iedere lidstaat verplicht is één vast wettelijk percentage vast te stellen.

### Enige beschouwingen over de vast te stellen controledrempel

Vanwege de aangeduide diversiteit van zeggenschapsverhoudingen binnen ons vennootschapsrecht is de keuze voor één vaste wettelijke biedgrens redelijk willekeurig. Bij een vrij hoog percentage is de kans dat een aandeelhouder wel de zeggenschap verkrijgt maar niet de biedgrens (van bijvoorbeeld 50% of 70%) overschrijdt vrij reëel. In dat geval missen minderheidsaandeelhouders de door de Richtlijn beoogde bescherming. Artikel 5 lid 3 Richtlijn lijkt echter zo te moeten worden uitgelegd dat het de lidstaten niet vrijstaat een willekeurig percentage vast te stellen, maar dat moet worden aangesloten bij het percentage waarboven in de betreffende lidstaat sprake is van zeggenschap.

Een betrekkelijk lage drempel, bijvoorbeeld 30%, kan meebrengen dat een biedplicht ontstaat voordat een aandeelhouder de zeggenschap kan uitoefenen, terwijl bovendien nog helemaal niet zeker is of hij na het bod wel de zeggenschap zal verkrijgen. Zoals gezegd lijkt een openbaar overnamebod pas verplicht te zijn wanneer een aandeelhouder daadwerkelijk de zeggenschap over de vennootschap verkrijgt. Niet eerder, maar ook niet later! Eén verplicht vast percentage staat op gespannen voet met het huidige systeem van het Nederlandse vennootschapsrecht. Een vaste biedgrens zou ertoe kunnen leiden dat men enerzijds geheel ten onrechte verplicht kan worden tot het uitbrengen van een openbaar overnamebod en anderzijds geheel ten onrechte niet. Tegen het eerste geval, biedplicht zonder zeggenschap, brengt De Kluiver in, dat artikel 5 lid 2a Richtlijn uitdrukkelijk bepaalt dat lidstaten verder mogen gaan in het beschermen van minderheidsaandeelhouders dan artikel 5 lid 1 Richtlijn voorschrijft. Als een lidstaat dat wenst, mag de biedplicht ook worden gesteld op een percentage dat geen zeggenschap oplevert (H.J. de Kluiver, *Ondernemingsrecht 2000-4/5*, p. 112). De omgekeerde situatie, zeggenschap zonder biedplicht, is in strijd met artikel 5 lid 3 Richtlijn. Dit betekent dat elke verkrijging van zeggenschap waaraan geen biedplicht is verbonden, op grond van artikel 5 lid 3 Richtlijn dient te worden uitgesloten. Dit lijkt ertoe te leiden dat de Richtlijn feitelijk een vrij lage biedgrens opdringt.

Het spreekt voor zich dat bij een vaste biedgrens geen rekening kan worden gehouden met de omstandigheden van het geval. Deze consequentie kan onwenselijke gevolgen hebben. Een stelsel van met 'feitelijke

zeggenschap' corresponderende variabele percentages biedt echter, afgezien van mogelijke strijd met de Richtlijn, onvoldoende rechtszekerheid. Hetzelfde geldt voor een door de bieder weerlegbaar wettelijk vermoeden van zeggenschap. Een dergelijke benadering biedt, in tegenstelling tot een vaste biedgrens, immers ook geen vooraf kenbare duidelijkheid.

Hierna zal ik ingaan op mogelijke oplossingen voor het dilemma waarmee wij in Nederland worden geconfronteerd.

### Statutaire vaststelling van de biedgrens

In plaats van één vast wettelijk percentage kan wellicht worden voorgeschreven dat de statuten van beursvennootschappen de biedgrens moeten aangeven. In dat geval kan per vennootschap aan de hand van de statutaire inrichting en – eventueel – de mate van aandeelhoudersabsenteïsme worden bepaald bij verwerving van welk percentage van de stemrechten de zeggenschap wordt geacht te zijn verkregen. Hierna volgt een korte, nadere uitwerking van deze gedachte.

Wanneer een vennootschap is onderworpen aan het structuurregime, liggen – zoals bekend – belangrijke bevoegdheden, zoals de benoeming en het ontslag van bestuurders, de vaststelling van de jaarrekening en de goedkeuring van bepaalde belangrijke besluiten bij de raad van commissarissen (RvC). In een structuurvennootschap wordt een minderheidsaandeelhouder reeds in die zin beschermd dat geen enkele aandeelhouder, dus ook geen grootaandeelhouder, enige materiële zeggenschap verkrijgt nu de RvC de belangrijkste kernbevoegdheden uitoefent en daarmee de daadwerkelijke zeggenschap in handen heeft. Ik laat hierbij het SER-advies inzake aanpassing van de structuurregeling buiten bespreking. Daarom is het verdedigbaar dat het verplichte bod in beginsel niet van toepassing zou moeten zijn op structuurvennootschappen, aangezien de aandeelhouder met zijn verworven belang niets kan doen. Dit ligt anders wanneer een Nederlandse structuurvennootschap een belang van 50% verwerft in een andere structuurvennootschap. In dat geval kan door statutenwijziging worden bewerkstelligd dat de structuurregeling voor laatstgenoemde niet langer zal gelden, waarna de bevoegdheden van de RvC zullen terugvallen aan de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA). Het percentage van de stemrechten dat in deze AVA een dominante positie oplevert, zal de hoogte van de controledrempel

bepalen. Bij een gemiddelde vertegenwoordiging van bijvoorbeeld 75% van het stemgerechtigde kapitaal in de AVA, zou de statutaire biedgrens op 37,5% + 1 stem kunnen worden gesteld. Indien echter het zogenoemd verzwakt structuurregime van toepassing wordt, valt een aantal kernbevoegdheden, zoals de benoeming en het ontslag van bestuurders en de vaststelling van de jaarrekening, terug aan de AVA. Alsdan zal de statutaire bepaling die de biedgrens aangeeft, moeten worden aangepast aan de nieuwe situatie. In vennootschappen waarin de bevoegdheid tot benoeming van bestuurders en/of commissarissen is beperkt door een stelsel van bindende voordrachten, heeft een aandeelhouder pas de zeggenschap in handen wanneer hij het bindend karakter van de voordracht kan doorbreken. Het hiervoor vereiste percentage moet overeenkomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Afhankelijk van de mate van aandeelhouders-absenteïsme in de desbetreffende vennootschap zal een percentage tussen 33 1/3 (wanneer in de AVA doorgaans niet meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is) en 66 2/3 (in een AVA waarin in beginsel alle aandeelhouders hun stem uitbrengen) de biedgrens aangeven. In vennootschappen zonder structuurregime of oligarchische regelingen is voor het vaststellen van de controledrempel alleen het aantal stemmende aandeelhouders relevant. Het voor zeggenschap vereiste percentage van de stemrechten komt dan meestal overeen met de helft + 1 van het in de AVA vertegenwoordigde kapitaal. Deze vennootschappen zullen over het algemeen een vrij lage biedgrens moeten vaststellen. Bij een gemiddelde vertegenwoordiging van bijvoorbeeld de helft van het stemgerechtigde kapitaal zal 25% + 1 stem reeds zeggenschap opleveren.

Een variant op het vorenstaande zou een statutaire correctiemogelijkheid op een vaste wettelijke controledrempel kunnen zijn. De in te voeren wettelijke bepaling zou dan als volgt kunnen luiden:

Tenzij de statuten anders bepalen, wordt de houder van X% van het stemgerechtigde kapitaal geacht de zeggenschap over de vennootschap in handen te hebben en is hij verplicht tot het uitbrengen van een openbaar overnamebod gericht aan alle overige aandeelhouders tegen een volgens art. y. te berekenen prijs en conform de in art. z. te volgen procedure.

Deze statutaire correctie zou een verplichting moeten vormen voor vennootschappen waarin het met zeggenschap corresponderend percentage lager ligt dan het voorgeschreven wettelijk percentage. Zoals gezegd verzet de Richtlijn zich tegen de situatie dat aan het verkrijgen van zeggenschap geen biedplicht is verbonden.

Deze statutaire benadering heeft mijns inziens twee grote voordelen. Ten eerste kan door de statutaire vaststelling van of de statutaire correctiemogelijkheid op het wettelijk voorgeschreven percentage rekening worden gehouden met de omstandigheden van het geval. Het percentage dat de biedplicht aangeeft, zou dan altijd overeenkomen met de daadwerkelijke zeggenschap. In de tweede plaats voorziet dit systeem ook in de behoefte van de rechtspraak aan vooraf kenbare en duidelijke regels. Statuten van vennootschappen zijn immers openbaar. Het is echter de vraag of de Richtlijn, die uitgaat van een vaste biedgrens, hiervoor voldoende ruimte biedt. Mijn voorstel heeft overigens ook nadelen. Een door vennootschappen zelf vast te stellen controledrempel zou een zware last voor een in te stellen toezichthoudende autoriteit kunnen betekenen, indien de regulator ook op de controledrempels zou moeten toezien. Tijdrovende meningsverschillen tussen vennootschap en die toezichthouder over de hoogte van het percentage zijn alsdan niet ondenkbaar.

De volgende benadering kent deze nadelen niet. Dit voorstel vereist wel vergaande ingrepen in het Nederlandse vennootschapsrecht.

**Naar een algemeen geldend met zeggenschap  
corresponderend percentage van het  
stemgerechtigde kapitaal?**

De Richtlijn laat beschermingsconstructies die de zeggenschapsrechten van aandeelhouders beperken in vredestand in het midden. Indien een statutair variabele controledrempel zou worden ingevoerd, lijken vennootschappen door het inzetten van allerlei beschermingsconstructies de mogelijkheid te hebben de biedgrens te verhogen en daarmee het verplichte bod te ontwijken. De uitgangspunten van het wetsvoorstel Beschermingsconstructies zouden derhalve een goede aanvulling kunnen vormen op het verplichte bod. Het wetsvoorstel Beschermingsconstructies komt er – kort gezegd – op neer dat de Ondernemingskamer (OK) op verzoek van een aandeelhouder of certificaathouder die gedurende een periode van ten minste een jaar minimaal 70% van het kapitaal heeft verschaft, de

mogelijkheid heeft om beschermingsconstructies te doorbreken, en heeft als doel een kapitaalverschaffer (aandeelhouder of certificaathouder) met een overwegend belang in een vennootschap de met zijn kapitaalbelang overeenkomende zeggenschap te verlenen. In tegenstelling tot de Richtlijn, waar de bescherming van minderheidsaandeelhouders vooropstaat, biedt het wetsvoorstel Beschermingsconstructies nu juist een zekere bescherming aan grootaandeelhouders. De achterliggende gedachte is dat beschermingsconstructies nuttig en aanvaardbaar kunnen zijn, maar dat het in zijn algemeenheid niet wenselijk is dat de vennootschap belangrijk gewijzigde verhoudingen in de AVA langdurig negeert.

De huidige opzet van het wetsvoorstel Beschermingsconstructies verdraagt zich echter niet met het door de Richtlijn voorgeschreven verplichte bod. In relatie tot het verplichte bod is de in het wetsvoorstel voorgeschreven wachttijd van een jaar voordat iemand met een substantieel belang zich met een dergelijk verzoek tot de OK kan wenden, een belangrijk knelpunt. Een aandeelhouder die vanwege zijn controlerende belang verplicht wordt tot een openbaar bod, kan op dat moment nog niet weten of aan het door hem te verwerven aandelenpakket wel enige zeggenschap verbonden is (zie ook C.A. Schwarz, WPNR 6402, p. 346). Mocht de aandeelhouder er al in slagen na het bod over voldoende kapitaal te beschikken om een jaar later voor een verzoek aan de OK tot opheffing van beschermingsconstructies ontvankelijk te zijn, dan is het nog maar de vraag in hoeverre zijn verzoek zal worden ingewilligd. Dit verdraagt zich niet met de geest van de Richtlijn.

Timmerman stelt een aantal ingrijpende wijzigingen voor om het wetsvoorstel Beschermingsconstructies met de Richtlijn in overeenstemming te brengen (L. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2000-4/5, p. 123-125). Deze wijzigingen komen, kort gezegd, op het volgende neer. Allereerst stelt hij een biedplicht voor bij verwerving van een kapitaalbelang van 33%. Degene op wie de biedplicht rust, kan vervolgens, in het geval dat hij kan aantonen dat niet te verwachten is dat hij na het verplichte bod doorslaggevende zeggenschap kan verwerven, de toezichthoudende autoriteit verzoeken om opschorting van de op hem rustende biedplicht. Voorts moet degene wiens biedplicht is opgeschort binnen een maand na het opschortingsbesluit, een verzoek bij de OK tot opheffing van beschermingsconstructies indienen, zoals geregeld in het

wetsvoorstel Beschermingsconstructies. Als de OK het verzoek tot opheffing van beschermingsconstructies inwilligt, heft de toezichthoudende autoriteit de opschorting van de biedplicht op. Indien het verzoek tot opheffing van beschermingsmaatregelen niet wordt ingewilligd, stelt de toezichthoudende autoriteit de houder van de 33% vrij van het verplichte bod.

Een dergelijk systeem zou situaties voorkomen waarin soms geheel ten onrechte een verplicht bod wordt opgelegd (biedplicht zonder zeggenschap) en soms geheel ten onrechte niet (zeggenschap zonder biedplicht). Het spreekt voor zich dat de biedgrens dan wel op een vrij laag percentage moet worden gesteld. Daar staat tegenover dat de houder van dit percentage, als blijkt dat hiermee niet de zeggenschap is verworven, van het verplichte bod zal worden vrijgesteld. Het door Timmerman voorgestelde percentage van 33 lijkt redelijk. Vanwege veelvuldig voorkomende oligarchische regelingen met gekwalificeerde meerderheden van twee derde, ligt het wellicht meer voor de hand het percentage op 33 1/3 te stellen.

De gelijkstelling van het door het wetsvoorstel Beschermingsconstructies voorgeschreven percentage met het percentage als bedoeld in artikel 5 lid 1 Richtlijn zou de aandeelhouder (of certificaathouder) de mogelijkheid geven de OK te verzoeken de beschermingsconstructies die zijn zeggenschap beperken te ontmantelen zodra hij de vaste wettelijke grens heeft bereikt. Dit zou de houder van het vastgestelde percentage veel meer zekerheid geven. Hij wordt ofwel na het verkrijgen van de zeggenschap terecht verplicht tot het uitbrengen van een bod ofwel terecht van de biedplicht vrijgesteld vanwege het ontbreken van de zeggenschap. De hiervoor aan de orde gestelde bezwaren van één vast wettelijk percentage lijken hiermee grotendeels vervallen. Van een biedgrens kan overigens alleen nog worden gesproken ingeval de OK het verzoek tot het opheffen van de beschermingsconstructies inwilligt.

#### Slotopmerkingen

Nederland zal inzake de biedplicht moeten bepalen welk percentage van de stemrechten vereist is voor het kunnen uitoefenen van de zeggenschap. In de literatuur zijn de meningen over de hoogte van dit percentage verdeeld. Men is het er in het algemeen over eens dat de biedgrens moet worden aangegeven door één vast percentage. Vanwege het complexe systeem van beschermingsmaatregelen is dat een heel moeilijke

opgave. Daarom heb ik voorgesteld om een bij de statuten van beursvennootschappen vast te stellen biedgrens te introduceren. Met een statutaire controle-drempel zou kunnen worden bewerkstelligd dat de vastgestelde percentages wel corresponderen met daadwerkelijke zeggenschap, terwijl de belegger door de openbaarheid van statuten verzekerd is van duidelijke en vooraf kenbare regels.

De voorstellen van Timmerman om het wetsvoorstel Beschermingsconstructies met het verplichte bod in overeenstemming te brengen lijken een andere oplossing te bieden voor het probleem dat zeggenschap niet in een voor alle gevallen gelijklopend percentage valt uit te drukken. Wel moet men het dan eens kunnen worden over de volgende twee wijzigingen van het huidige wetsvoorstel. De wachttijd van een jaar moet worden geschrapt. Daarnaast moet het voor ontvanke-lijkheid vereiste percentage (van thans 70) worden gelijkgesteld aan het percentage dat de biedplicht aan-geeft. Dat percentage moet verder iedere mogelijk-heid uitsluiten dat zeggenschap kan worden uitgeoefend zonder de biedgrens te overschrijden. Daarom zou dit percentage aan de lage kant moeten zijn. Een percentage van meer dan  $33 \frac{1}{3}$  lijkt aanvaardbaar en sluit bovendien goed aan bij het Nederlandse vennoot-schapsrecht.

*Mr. C.B. de Jong  
Allen & Overy*

---