Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Nieuw voorstel Dertiende Richtlijn

Inleiding

De Dertiende vennootschapsrichtlijn betreffende de invoering van een verplicht openbaar bod kent al een lange voorgeschiedenis. Het eerste voorstel voor een Dertiende richtlijn zag het licht op 19 januari 1989. Het voorlaatste voorstel van 19 juni 2000 (hierna: Voorstel 2000) werd op 4 juli 2001 verworpen door het Europees Parlement met 273 stemmen voor en 273 stemmen tegen: misschien wel het onvermijdelijke lot van een *Dertiende* richtlijn. De verwerping van het voorstel door het Europees Parlement werd onderbouwd met de volgende drie politieke standpunten:

1. verwerping van het principe dat het bestuur van de doelvennootschap eerst goedkeuring van de aandeelhouders nodig heeft zodra een openbaar bod is gedaan om beschermingsmaatregelen te nemen, zulks totdat er een 'level playing field' is gecreëerd met de Verenigde Staten ten aanzien van het overnamebod;
2. de zorg dat aan de betrokken werknemers onvoldoende bescherming wordt geboden in het kader van het overnamebod;
3. het gebrek aan een 'level playing field' met de VS.

De Commissie stelde vervolgens een 'Group of High-Level Company Law Experts' (hierna: de Group), onder voorzitterschap van prof. Jaap Winter aan, met de taak voorstellen te formuleren die een oplossing zouden kunnen bieden voor de door het Europees Parlement opgeworpen bezwaren. Het rapport van deze Group werd in januari 2002 gepubliceerd. De Commissie gaf in haar explanatory memorandum bij haar voorstel van een Dertiende richtlijn van 2 oktober 2002 (hierna: Voorstel 2002) aan, dat zij in ruime mate rekening heeft gehouden met de aanbevelingen van de Group bij het opstellen van dit Voorstel 2002.

Dit artikel beoogt in het kort het Voorstel 2002 en de wijzigingen ten opzichte van het Voorstel 2000 weer te geven. Voorts komt aan de orde in hoeverre de aanbevelingen van de Group in het voorstel zijn overgenomen, alsmede of daarmee tegemoet wordt gekomen aan de bezwaren als opgeworpen door het Europees Parlement bij de verwerping van het Voorstel 2000. Het beoogt niet diepgaand in te gaan op de implicaties die dit Voorstel 2002 zou kunnen hebben voor de Nederlandse wet- en regelgeving terzake.

Voorstel 2002 algemeen

Uitgangspunt van het Voorstel 2002 is de bescherming van minderheidsaandeelhouders, zoals dat ook het geval was in alle eerdere voorstellen. Het Voorstel 2002 is van toepassing op het overnamebod, verplicht of vrijwillig, op effecten van een onder het recht van een lidstaat vallende vennootschap, wanneer alle of sommige effecten in één of meer lidstaten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Het gaat dan alleen om

Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

overdraagbare effecten, waaraan stemrechten zijn verbonden. De verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod als verwoord in artikel 5, geldt niet voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan ten tijde van de inwerkingtreding van de uitvoeringswetgeving van de richtlijn. Tot zover zijn er geen wijzigingen ten opzichte van het Voorstel 2000, behalve dan de verfijning dat de richtlijn betrekking heeft op 'alle of sommige' genoteerde effecten.

Toezichthoudende autoriteit en toepasselijk recht

De vraag naar de bevoegde toezichthoudende autoriteit op het bod is in het Voorstel 2002 als volgt geregeld:

a. Indien de statutaire zetel van de doelvennootschap tevens de plaats is waar de effecten van die vennootschap zijn genoteerd, is de autoriteit van die lidstaat bevoegd.
b. Indien de statutaire zetel en plaats van notering uiteenlopen, is de autoriteit van de lidstaat van de notering bevoegd.
c. Zijn er in geval b. verschillende lidstaten waar de effecten zijn genoteerd, dan is bevoegd de autoriteit waar de effecten het eerst waren genoteerd.
d. Zijn er in geval c. verschillende lidstaten waar tegelijk de eerste notering heeft plaatsgevonden, dan mag de doelvennootschap zelf bepalen, welke toezichthoudende autoriteit bevoegd is. Indien bij de inwerkingtreding van de uitvoeringswetgeving van de richtlijn de effecten reeds in verschillende lidstaten tegelijk tot de notering waren toegelaten, dan zullen de autoriteiten van die lidstaten tot overeenstemming moeten komen over de vraag wie bevoegd is. Lukt dat niet, dan mag de doelvennootschap dat weer bepalen.

Het toepasselijke recht zoals genoemd in de gevallen b. tot en met d., is voor wat betreft de aangeboden tegenprestatie, in het bijzonder de prijs, en voor wat betreft de biedingprocedure, het recht van de lidstaat van de toezichthoudende autoriteit. De informatieverschaffing aan werknemers en aangelegenheden van vennootschapsrecht zijn onderworpen aan het recht van de lidstaat van de statutaire zetel van de doelvennootschap.

De bepaling van de toezichthoudende autoriteit en het toepasselijke recht (art. 4) in het Voorstel 2002 is evenmin gewijzigd ten opzichte van het Voorstel 2000.

Verplicht openbaar bod

Artikel 5 bepaalt dat wie alleen of met anderen die in onderlinge overeenstemming met hem handelen, een specifiek percentage van de stemrechten in de doelvennootschap heeft verworven, waardoor hij zeggenschap over die vennootschap verwerft, verplicht een bod moet uitbrengen aan alle houders van effecten in die vennootschap, voor al hun effecten. Het bod dient een billijke prijs te omvatten. Dit alles ter bescherming van minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap.

Nieuw in Voorstel 2002 is dat dit bod uitgebracht dient te worden zodra de eerste mogelijkheid zich daarvoor aandient ('at the earliest opportunity'). Het Voorstel 2002 volgt hier de aanbeveling van de Group om een bepaling over timing op te nemen. Echter, het is een open criterium geworden, in tegenstelling tot de door de Group aanbevolen termijn van maximaal dertig dagen na het verwerven van de relevante zeggenschap.

De tegenprestatie in het bod hoeft niet in geld te luiden. Echter, als deze tegenprestatie niet bestaat uit liquide effecten, toegelaten op een gereglementeerde markt, moet deze ten minste als alternatief een tegenprestatie in geld omvatten.

Net als in het Voorstel 2000 blijft het aan de lidstaten om het specifieke percentage van stemrechten te bepalen, dat de verplichting tot het uitbrengen van een bod doet ontstaan. Het ontbreken van een meer gespecificeerd percentage of van in ieder geval een maximumpercentage in de richtlijn is ongetwijfeld in lijn met het subsidiariteitsbeginsel van de gemeenschapswetgever (zie considerans van Voorstel 2002, par. 22), het komt echter de harmonisatiegedachte niet ten goede. Aangenomen dat een en ander leidt tot verschillende percentages in de lidstaten, rijst de vraag of deze verschillende percentages wel een voldoende 'level playing field' met de VS zullen creëren.

Billijke prijs

Ingevolge artikel 5 lid 4 van het Voorstel 2002 wordt als een billijke prijs beschouwd de hoogste prijs betaald voor dezelfde effecten door de bieder of in onderlinge overeenstemming met hem handelende personen, gedurende een periode tussen de zes en twaalf maanden voor het bod. Dit artikel is nieuw en volgt de aanbevelingen van de Group.

Lidstaten kunnen vervolgens hun toezichthoudende autoriteiten toestaan omstandigheden op een lijst op te nemen, die tot een aanpassing van de billijke prijs kunnen leiden. Het Voorstel 2002 noemt een aantal voorbeelden van die omstandigheden. Ook kunnen de toezichthoudende autoriteiten criteria bepalen, die in die omstandigheden zouden moeten worden toegepast voor

Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

de waardering van de effecten en dus voor de prijsbepaling. Iedere beslissing van een toezichthoudende autoriteit de billijke prijs aan te passen moet worden gemotiveerd en openbaar worden gemaakt. Ook hier volgt het Voorstel 2002 de aanbeveling van de Group dat de bepaling van de 'billijke prijs' flexibel zou moeten zijn.

Inlichtingen, termijn voor aanvaarding, openbaarmaking en verplichtingen bestuur doelvennootschap

Net als in het Voorstel 2000 zijn er bepalingen opgenomen die ervoor moeten zorgen dat de geadresseerden van het bod over voldoende informatie beschikken. Tevens dienen de lidstaten ervoor zorg te dragen, dat beursgevoelige informatie met betrekking tot de desbetreffende effecten openbaar gemaakt wordt.

De termijn voor aanvaarding is, zoals in het Voorstel 2000, tussen de twee en de tien weken vanaf de datum van openbaarmaking van het biedingsbericht.

Eveneens conform het Voorstel 2000 moet het bestuur van de doelvennootschap eerst terug naar de aandeelhoudersvergadering voor goedkeuring om, nadat het bod is uitgebracht, beschermingsmaatregelen te kunnen nemen die het bod zouden kunnen frustreren.

Informatie

Informatieverschaffing en transparantie zijn voor de Group essentiële pijlers om tot een 'level playing field' met de VS te kunnen komen. Het nieuwe artikel 10 in het Voorstel 2002 heeft als doel zoveel mogelijk informatie over de kapitaal- en zeggenschapsstructuren van vennootschappen waarop de richtlijn betrekking heeft openbaar te maken. Het artikel somt de onderwerpen op, waarover de betreffende vennootschappen openheid dienen te verschaffen in hun jaarstukken. Onder andere dient helderheid te worden verschaft over indirect aandelenbezit, alsmede over overeenkomsten tussen aandeelhouders die de overdracht van effecten en/of stemrechten zouden kunnen beperken. Voorts dient, in het geval van genoteerde ondernemingen, de aandeelhoudersvergadering in ieder geval iedere twee jaar een beslissing te nemen over structurele aspecten en beschermingsmaatregelen.

Krachteloosheid van overdrachtsbeperkingen

De Group had aanbevolen een volledig doorbraakrecht aan de bieder te geven met betrekking tot mechanismen en structuren die het bod zouden kunnen frustreren. Het benodigd percentueel aandelenbelang voor uitoefening van het doorbraakrecht zou niet hoger mogen liggen dan 75%, aldus de aanbevelingen.

De Commissie neemt die aanbeveling slechts gedeeltelijk over in het Voorstel 2002: in artikel 11 is een 'mini'-doorbraak-regeling opgenomen. Gedurende de periode voor het aanvaarden van het bod zijn beperkingen op de overdraagbaarheid van de effecten, in de statuten of in aandeelhoudersovereenkomsten (zowel die waarbij de doelvennootschap partij is, als die tussen aandeelhouders onderling) krachteloos ten opzichte van de bieder. Stembeperkingen in voornoemde documenten dienen buiten werking te worden gesteld wanneer de aandeelhoudersvergadering stemt over beschermingsmaatregelen na het uitbrengen van het bod. De hier omschreven regeling is niet van toepassing op effecten zonder stemrechten, die speciale financiële voordelen bieden.

Op de eerste aandeelhoudersvergadering na het bod zullen ingevolge artikel 11 lid 4 van het Voorstel 2002 alle beperkingen op de overdracht van effecten en stemrechten krachteloos worden, indien de bieder voldoende effecten houdt om, naar het toepasselijke nationale recht, de statuten te kunnen wijzigen. Hetzelfde geldt voor speciale rechten van aandeelhouders met betrekking tot de benoeming of het ontslag van bestuursleden. Voor de Nederlandse situatie zou dit dus betekenen dat de beperkingen reeds dienen te worden opgeheven, indien de bieder het aantal effecten heeft vergaard dat een gewone meerderheid van stemmen vertegenwoordigt. De Nederlandse praktijk van certificering lijkt onaangetast te blijven: immers, de certificaten vormen hier de 'effecten' en die zijn vrij overdraagbaar. De bijbehorende statutaire 1%-regeling lijkt wel een indirecte beperking op het stemrecht in te houden. Echter, een certificaathouder zal nooit voldoende effecten houden om naar Nederlands recht de statuten te kunnen wijzigen. Dit is evenwel een onderwerp voor een apart artikel en zal daarom in deze bijdrage niet verder worden besproken.

Werknemersrechten

Een van de klachten van het Europees Parlement was het gebrek aan werknemersbescherming in het Voorstel 2000. Het Voorstel 2002 maakt nu een expliciete verwijzing naar de rechten van werknemers onder het nationale recht in de lidstaten, zoals opgenomen dan wel aangepast naar aanleiding van de richtlijn met betrekking tot de Europese Ondernemingsraad, die met betrekking tot collectief ontslag en de richtlijn van 11 maart 2002 betreffende informatievoorziening en raadpleging van werknemers. Het Voorstel 2002 behelst dus geen speciale (nieuwe) werknemersrechten anders dan die zouden hebben gegolden onder het Voorstel 2000; zij worden slechts benadrukt.

Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Squeeze-out en *opt-out*

Zoals ook de Group aanbeveelt, wordt in het Voorstel 2002 een 'squeeze-out right' (uitkooprecht) en een daaraan gespiegeld 'opt-out right' geïntroduceerd. Het nieuwe artikel 14 sluit aan bij een amendement van het Europees Parlement op het Voorstel 2000.

Volgens dit artikel mag de bieder, die (a) na zijn bod effecten houdt die minimaal 90% van het kapitaal vertegenwoordigen, of (b) ten gevolge van aanvaarding van het bod minimaal 90% van de aandelen heeft verworven waarop het bod betrekking heeft, de overgebleven minderheidsaandeelhouders verplichten hun aandelen te verkopen voor een billijke prijs. Lidstaten mogen bepalen dat in geval (a) de grens voor dit uitkooprecht pas ingaat bij 95% van het kapitaal. Waarom de 95%-voorwaarde in geval (b) niet gesteld mag worden door de lidstaten, is onduidelijk. Indien een lidstaat gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid om in geval (a) 95% als voorwaarde te stellen, komt een bieder die vóór het bod reeds 10% van de effecten van de doelvennootschap bezat, slechts het uitkooprecht toe indien hij met zijn bod 95% van het kapitaal heeft verworven. Wie nog niets bezat en door middel van een bod op het gehele kapitaal van de doelvennootschap effecten verworven heeft die 90% van het kapitaal vertegenwoordigen, heeft bij deze 90% reeds recht op uitkoop.

In het geval van een verplicht bod wordt als een billijke prijs beschouwd in de periode gedurende drie maanden na het einde van de periode voor het accepteren van het bod, de tegenprestatie als in het overnamebod. In het geval van een vrijwillig bod wordt als een billijke prijs beschouwd in diezelfde periode, de tegenprestatie als in het overnamebod indien de bieder aandelen heeft verworven door middel van het geaccepteerde bod, die niet minder dan 90% van het kapitaal vertegenwoordigen waarop het bod betrekking heeft.

In alle andere gevallen wordt de prijs bepaald door een onafhankelijk expert.

In het kader van 'voor wat hoort wat' kent het Voorstel 2002 aan de minderheidsaandeelhouder in de hier omschreven gevallen het recht toe de bieder te verplichten zijn minderheidsbelang over te nemen. De Nederlandse uitkoopregeling kent op dit moment niet een dergelijk spiegelbeeldig recht.

Tot slot

Het vereiste dat het bestuur van de doelvennootschap na een bod slechts beschermingsmaatregelen kan nemen na goedkeuring van de aandeelhouders, blijft gehandhaafd en lijkt dus niet in overeenstemming te zijn met de wensen van het Europees Parlement.

Terugkerend naar de bezwaren van het Europees Parlement kan worden geconcludeerd dat in het Voorstel 2002 weliswaar een bepaling is opgenomen over werknemersrechten, maar deze bepaling is niet veel nieuws onder de zon; zij verwijst naar bestaande regelingen. Of dat voldoende aan de bezwaren van het Europees Parlement tegemoetkomt, valt nog te bezien.

De belangrijkste vraag die dan nog openstaat, is of het Europees Parlement van oordeel is dat met de introductie in het Voorstel 2002 van de definitie van een billijke prijs, de uitbreiding van de informatieverplichtingen, de minidoorbraakregel, de squeeze-out- en opt-out-regeling ook daadwerkelijk meer 'level playing field' met de VS kan worden bewerkstelligd. In ieder geval brengt de billijke prijs meer rechtszekerheid, brengen de informatieverplichtingen meer transparantie en lijken de doorbraak- en squeeze-out-regelingen bij te dragen aan het uiteindelijk effectueren van een overname van het gehele aandelenbelang in de doelvennootschap door middel van een openbaar bod. De opt-out-regeling is er dan weer om de minderheidsaandeelhouder te beschermen: dat is immers de leidraad van de Dertiende Richtlijn.

Mr. L.D. Bruining
Stibbe