

Wetsvoorstel tot uitvoering van de Overnamerichtlijn

Inleiding

Het verplichte openbaar bod op aandelen zal ook in Nederland binnenkort worden ingevoerd. Bij de Tweede Kamer is sinds 23 december 2005 in behandeling wetsvoorstel 30 419 ter uitvoering van richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod (hierna: de Overnamerichtlijn).

De Overnamerichtlijn verplicht Nederland ervoor zorg te dragen dat degene die de zeggenschap (wetsvoorstel: 'overwegende zeggenschap') verkrijgt in een beursvennootschap, verplicht wordt tot het uitbrengen van een openbaar bod op de resterende uitstaande aandelen en wel tegen een billijke prijs.

De regering grijpt de gelegenheid aan om ook het een en ander te wijzigen waartoe de Overnamerichtlijn niet (direct) verplicht.

In dit beknopte overzichtsartikel zullen aan de orde komen: (1) de criteria voor de biedplicht, (2) de aanpassing van artikel 2:118a Burgerlijk Wetboek (BW) (stemvolmachtverlening aan certificaathouders), (3) de mogelijkheid voor eenieder om beschermingsconstructies te doorbreken, en (4) de visie van de wetgever op het adviesrecht van de ondernemingsraad ex artikel 25 Wet op de ondernemingsraden (WOR) in het biedingsproces.

Criteria verplicht bod

De verplichting om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen en bewilligde certificaten ontstaat voor degene die:

- alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld ('*acting in concert*'),
- rechtstreeks of middellijk,
- *overwegende zeggenschap* verkrijgt.

'Overwegende zeggenschap' houdt in het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders (AVA).

Van *acting in concert* is sprake als de (rechts)personen samenwerken op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap (NV), of het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod. Aan het element 'overeenkomst' wordt al snel voldaan, indien het doel (verwerven van controle c.q. het dwarsbomen van een bod) gegeven is. 'Het kan gaan om zowel een uitdrukkelijke als een stilzwijgende overeenkomst, een overeenkomst die mondeling is gesloten of op schrift is gesteld. Samenwerking in de zin van dit onderdeel kan duurzaam maar ook incidenteel zijn. Of de samenwerking kwalificeert als handelen in onderling overleg in de zin van dit artikel zal echter

Vennootschap & Onderneming

afhangen van het *doel* van de samenwerking', aldus de memorie van toelichting (MvT).¹

De bieder dient zijn bod tegen een billijke prijs uit te brengen. In beginsel is deze prijs gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder is betaald voor dezelfde effecten in de periode voorafgaand aan het bod. Het Voorontwerp consultatie Besluit openbare biedingen² stelt deze periode op één jaar en wijst de gemiddelde beurskoers over die periode aan als billijke prijs, indien de bieder in dat jaar niet dezelfde effecten heeft gekocht.

Een openbaar bod mag slechts worden gedaan nadat een biedingsbericht door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) is goedgekeurd. De huidige regelgeving kent dit vereiste niet.

Opmerkelijk is dat de AFM pas een rol krijgt vanaf het biedingsbericht. Zo zal de AFM niet de bevoegdheid hebben om te onderzoeken of bepaalde partijen in onderling overleg handelen. In het wetsvoorstel is dergelijke controle het exclusieve terrein van de Ondernemingskamer, die bepaalde maatregelen kan treffen op verzoek van de doelvennootschap en aandeelhouders c.q. certificaathouders daarvan. Deze maatregelen zijn onder meer het dwingen van degene met overwegende zeggenschap tot het uitbrengen van een openbaar bod, het verbod tot deelname aan AVA's voor een bepaalde periode en het bevel tot afbouwen van een positie tot onder de 30%-grens.

Artikel 6a spreekt van het *verkrijgen* van overwegende zeggenschap. Degene die reeds voor inwerkingtreding van het wetsvoorstel overwegende zeggenschap in een beurs-NV heeft, behoeft dus geen openbaar bod uit te brengen na inwerkingtreding van het wetsvoorstel.³ Het wetsvoorstel bevat ook een aantal andere vrijstellingen van de verplichting tot het doen van een openbaar bod. Zo geldt deze verplichting niet voor overwegende zeggenschap in zogenoemde open-end beleggingsfondsen en ook niet voor overwegende zeggenschap die het gevolg is van een slechts gedeeltelijk geslaagd eerder openbaar bod op alle aandelen/certificaten in die NV.

Afschaffen uitzonderingen verplichte stemvolmacht voor certificaathouders

Artikel 2:118a lid 1 BW bepaalt dat een privaat stemvolmacht dient te worden verleend aan de houder van beursgenoteerde certificaten op verzoek van die certificaathouder door de stemgerechtigde.

De stemgerechtigde (meestal: het administratiekantoor) kan de volmacht slechts beperken, uitsluiten of een gegeven volmacht herroepen in een drietal limitatief opgenoemde

gevallen: (1) 'oorlogstijd': er is een vijandig openbaar bod aangekondigd of uitgebracht; (2) één of meer samenwerkende certificaathouders tezamen verschaffen ten minste 25% van het kapitaal; (3) uitoefening van het stemrecht komt naar het oordeel van de stemgerechtigde wezenlijk in strijd met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

Indien sprake is van een niet-onafhankelijk(e) administratiekantoor/rechtspersoon-stemgerechtigde, bestaat de bevoegdheid om in uitzonderingssituaties *geen* stemvolmacht te verlenen *niet*, zo bepaalt artikel 2:118a lid 3 BW. Van een niet-onafhankelijke rechtspersoon-stemgerechtigde is sprake als de meerderheid van stemmen in het bestuur kan worden uitgebracht door: (oud-)bestuurders c.q. (oud-) commissarissen, personen in dienst van de vennootschap of haar groepsmaatschappijen, of vaste adviseurs.

De leden 2, 3 en 4 van artikel 2:118a BW is geen lang leven beschoren (als het aan de regering ligt). Nog geen anderhalf jaar na invoering (onder dezelfde regering) wordt hun afschaffing voorgesteld. Voortaan zullen certificaathouders dus ook in 'oorlogstijd' op hun verzoek een stemvolmacht dienen te verkrijgen, als het wetsvoorstel niet gewijzigd c.q. geamendeerd wordt.

Doorbreking beschermingsconstructies

NV's hebben – ook onder het wetsvoorstel – in beginsel de vrijheid om beschermingsmaatregelen te treffen.

Een 'onbeschermd' NV (die gebruik maakt van de 'opt-in' en haar statuten inricht naar artikel 9 en 11 van de Overnamerichtlijn) zal statutair kunnen vastleggen dat deze na de aankondiging van een openbaar bod geen beschermingsmaatregelen zal treffen, tenzij de AVA de beschermingsmaatregelen bij die gelegenheid uitdrukkelijk goedkeurt.

De 'onbeschermd' NV zal daarnaast kunnen bepalen dat de bieder die ten minste 75% van het aandelenkapitaal heeft verworven als gevolg van een openbaar bod, een AVA bijeen mag roepen voor het ontslag of de benoeming van bestuurders of commissarissen. Bijzondere statutaire rechten van een aandeelhouder inzake de benoeming of het ontslag van een bestuurder of commissaris blijven hierbij buiten toepassing.

Deze ontslagbevoegdheid wordt door artikel 2:359c BW ook aan de 'beschermd' NV (behoudens indien dit een structuurvennootschap is) opgelegd. Deze zogenoemde 'doorbraakregeling' bevat evenwel een tijdscapsule: zes maanden *nadat het openbaar bod is uitgebracht*, mag de bieder deze AVA 'pas' bijeenroepen.

De MvT motiveert dit als volgt:

'Hierdoor wordt enerzijds bereikt dat de ondernemingsleiding een belangrijke, gewijzigde machtsverhouding

1. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 24.

2. Zie www.minfin.nl/overnamebiedingen onder 'consultatie'.

3. Vgl. overweging 10 van de Overnamerichtlijn.

Vennootschap & Onderneming

in de aandeelhoudersvergadering niet langdurig kan negeren, terwijl door het inbouwen van de periode van zes maanden anderzijds voldoende mogelijkheden worden ingebouwd voor bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap om de bieder tot nader overleg te dwingen of om een alternatief bod uit te lokken.⁴

In de literatuur wordt (onzes inziens terechte) kritiek geleverd op deze motivering.⁵ De doelvennootschap kan immers weinig onderhandelingsdruk uitoefenen jegens een bieder die zijn bod reeds gestand heeft gedaan en inmiddels 75% van het geplaatste kapitaal in handen heeft. Aangezien het grootste deel van de zes maanden dan al verstreken zal zijn, zal het de bieder weinig moeite kosten om de overige maanden rustig af te wachten (of juist alvast zijn eisen duidelijk te maken aan de zittende bestuurders en commissarissen).

De visie van de wetgever op het adviesrecht van de ondernemingsraad ex artikel 25 WOR in het biedingsproces

Zowel voor de bieder als voor de doelvennootschap geldt dat advies aan de ondernemingsraad zal moeten worden gevraagd op grond van artikel 25 lid 1 WOR. Voor de doelvennootschap valt het adviesrecht van de ondernemingsraad onder onderdeel a van dit artikel, te weten in geval van 'overdracht van de zeggenschap over de onderneming of een onderdeel daarvan'. Onderdeel b van artikel 25 lid 1 WOR voorziet in het adviesrecht van de ondernemingsraad van de bieder, te weten 'het vestigen van de zeggenschap over een andere onderneming'.

Artikel 25 lid 2 WOR bepaalt dat het advies moet worden gevraagd op een zodanig tijdstip dat het nog van wezenlijke invloed kan zijn op het voorgenomen besluit tot overdracht dan wel vestigen van zeggenschap.

In de praktijk doet zich in dit verband steeds de vraag voor op welk tijdstip het advies nog van wezenlijke invloed is. In de literatuur wordt deze vraag op verschillende manieren beantwoord.

Uit de wetsgeschiedenis van artikel 25 lid 2 WOR blijkt dat het advies 'zo vroeg mogelijk' in het besluitvormingsproces dient te worden gevraagd. Geersing⁶ meent dat 'zo vroeg mogelijk' dient te worden geïnterpreteerd als het tijdstip waarop de ondernemer zijn plannen initieert. Anders dan Geersing stelt Rood⁷ dat pas wanneer is gebleken dat de ondernemer aan een besluit kan toekomen, advies dient te worden gevraagd. Rood geeft in dit verband als voorbeeld de situatie dat de ondernemer een besluit overweegt te nemen

ex onderdeel a of b van artikel 25 lid 1 WOR. In dat geval zullen de doelvennootschap en de bieder besprekingen moeten openen om vast te stellen of en in hoeverre overeenstemming over het bod bereikbaar is. Indien en voorzover blijkt dat dit inderdaad het geval is, kan volgens Rood pas worden gesproken van een voorgenomen besluit en komt op dat tijdstip aan de ondernemingsraad het adviesrecht toe.

Volgens Rood zou het adviesrecht te ver worden opgerekt als de doelvennootschap en de bieder al advies aan hun ondernemingsraden zouden moeten vragen op het tijdstip dat zij hun besprekingen openen. Op dat tijdstip is immers nog geen sprake van een besluit tot overdracht of vestiging van de zeggenschap, omdat over het algemeen dan nog verschillende mogelijkheden worden onderzocht en er derhalve nog geen sprake is van een concreet voorgenomen besluit. Het voorgaande neemt echter niet weg dat voor alle voorgenomen besluiten wel geldt dat de adviesaanvraag aan de ondernemingsraad op een zodanig tijdstip dient te worden gedaan dat het nog van wezenlijke invloed kan zijn. Ook uit de rechtspraak van de Ondernemingskamer blijkt dat het tijdstip van de adviesaanvraag wel dient te voldoen aan het criterium 'zo vroeg mogelijk', wat betekent dat bijvoorbeeld een overeenkomst onder voorwaarde van advies van de ondernemingsraad in strijd is met artikel 25 lid 2 WOR, omdat het advies alsdan niet meer van wezenlijke invloed kan zijn op het voorgenomen besluit.

Opmerkelijk is dat de wetgever in de MvT⁸ voor een andere benadering van deze zienswijze lijkt te kiezen door op te merken dat het advies pas hoeft te worden gevraagd op het tijdstip dat voorwaardelijke overeenstemming is bereikt tussen de bieder en de doelvennootschap:

'Omdat sprake is van voorwaardelijke overeenstemming kan het advies van de ondernemingsraad of -raden en werknemersverenigingen op grond van respectievelijk de Wet op de Ondernemingsraden (artikel 25 lid 2 WOR) en het SER besluit Fusiegedragsregels 2000 (artikel 4, zesde lid) nog van wezenlijke invloed zijn op het bod en de modaliteiten daarvan.'

In de praktijk zal dit het volgende betekenen. Het biedingsproces zal in beginsel aanvangen door het overleg tussen de bieder en de doelvennootschap over een mogelijk openbaar bod. Op het tijdstip dat de bieder en de doelvennootschap voorwaardelijke overeenstemming hebben bereikt over het openbaar bod, zal pas aan hun respectievelijke ondernemingsraden advies dienen te worden gevraagd ex onderdelen a en b van artikel 25 lid 1 WOR. Op dat tijdstip dient het bod ook door middel van een openbare mededeling te worden aangekondigd.

4. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 18.

5. Zie o.m. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 61-63.

6. B. Geersing, *Ondernemingsraden, de nieuwe wet en haar veranderingen*, Alphen aan den Rijn: Samsom 1979, p. 82.

7. Rood/Van der Heijden, *Wet op de Ondernemingsraden*, Kluwer: Deventer 2004, p. 298.

8. Kamerstukken II 2005/06, 30 419 nr. 3, p. 7.

De wetgever verlaat hiermee het criterium 'zo vroeg mogelijk' zoals dit tot nu toe steeds werd toegepast, en het tijdstip van de adviesaanvraag wordt hiermee in belangrijke mate naar achteren geschoven in het biedingsproces. Het voorgaande lijkt derhalve te duiden op een trendbreuk met de wijze waarop tot nu toe in de literatuur en door de Ondernemingskamer invulling wordt gegeven aan het tijdstip van de adviesaanvraag. Op het tijdstip dat voorwaardelijke overeenstemming wordt bereikt, wordt tevens een openbare mededeling over het bod uitgebracht. Daarmee is dus in beginsel al in vergaande mate overeenstemming bereikt over het bod en is het maar zeer de vraag in hoeverre het advies van de ondernemingsraad nog wel van wezenlijke invloed kan zijn op het voorgenomen besluit.

Vorenstaande visie van de wetgever zal mogelijk voor de praktijk de nodige gevolgen hebben voor het tijdstip waarop niet alleen in geval van een openbaar bod ex onderdelen a en b, maar ook in alle andere gevallen ex artikel 25 lid 1 WOR advies aan de ondernemingsraad dient te worden gevraagd.

Slot

De Raad van State wijst in zijn advies op het algemene uitgangspunt bij implementatie van richtlijnen 'dat geen andere regels worden opgenomen dan voor de implementatie noodzakelijk zijn'.⁹ Het kabinet acht de tijd evenwel rijp voor (aanzienlijk) minder bescherming van Nederlandse beurs-NV's. Hierdoor zal de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel mogelijk in mindere mate over het verplichte openbare bod op aandelen als zodanig gaan.

Mr. drs. A.M. Helstone
Mr. C.Y. van Megchelen
Stibbe

9. Kamerstukken II 2005/06, 30 419 nr. 4, p. 2.