

# **Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht**

**van de**

**Nederlandse Orde van Advocaten**

**en de**

**Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie**

**Reactie inzake de consultatie d.d. 9 augustus 2010 over het ontwerpvoorstel van wet tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten (Wijzigingswet financiële markten 2012) Deel II**

## **1. INLEIDING**

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie ("Gecombineerde Commissie") maakt gaarne gebruik van de mogelijkheid in het kader van deze consultatie te reageren.

Het ontwerpvoorstel sluit aan bij de recente consultatie over het ontwerpvoorstel tot wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft. De Gecombineerde Commissie betreurt het dat niet tegelijkertijd over beide voorstellen in hun onderlinge samenhang wordt geconsulteerd. Zij voegt haar inbreng in het kader van de eerdere consultatie bij en verwijst hierna op een enkel punt ook naar die inbreng.

De Gecombineerde Commissie beperkt zich in het navolgende tot de voorgestelde bepalingen die betrekking hebben op het openbaar bod.

## **2. TIMING**

Mogelijk ten onrechte heeft de Gecombineerde Commissie steeds verondersteld dat een spoedige inwerkingtreding van de wijzigingen van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft wordt beoogd en daarom ook het voornemen bestaat het merendeel van die wijzigingen van kracht te laten worden voordat het thans voorliggende consultatiewets-

voorstel van kracht wordt.

De Gecombineerde Commissie zou het wenselijk achten dat wijzigingen van de wettelijke regelingen van het openbaar bod op hetzelfde moment van kracht worden als die van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft. Maar dat dient dan eerder te geschieden dan op 1 januari 2012, de datum waarop de inwerkingtreding van het thans voorliggende consultatiewetsvoorstel is voorzien.

De Gecombineerde Commissie zou in overweging willen geven de wijziging van de wettelijke regeling (t.w. de artikelen 5:73, 5:75 en 5:80b Wft) alsnog door middel van een Nota van wijziging op te nemen in de Wijzigingswet financiële markten 2010 (32 036) zodat alle regelingen waarover geconsulteerd is/wordt op hetzelfde moment in de loop van 2011 van kracht zouden kunnen worden.

### **3. DE VOORGESTELDE BEPALINGEN**

#### **3.1. Artikel 5:73 Wft**

In haar inbreng in het kader van de consultatie over het Besluit openbare biedingen Wft (het "Bob") heeft de Gecombineerde Commissie voorgesteld de handhaving van het toezicht op de nakoming van de in art. 2a Bob neer te leggen verplichting niet te laten plaatsvinden langs civielrechtelijke weg maar het toezicht op die nakoming bij de AFM te leggen. De Gecombineerde Commissie verwijst voor haar overwegingen naar haar inbreng in het kader van die consultatie.

Op grond van diezelfde overwegingen is de Gecombineerde Commissie dan ook niet zonder meer een voorstander van het voorgestelde vijfde lid van artikel 5:73 Wft en meent zij dat administratiefrechtelijke handhaving van deze verplichting de voorkeur verdient. Administratiefrechtelijke handhaving van de verplichting een openbare mededeling te doen interfereert op geen enkele wijze met het feit dat de biedplicht zelf alleen civielrechtelijk gehandhaafd wordt. Dat overwegende zeggenschap is verworven zal nagenoeg altijd koersgevoelig zijn; in dat opzicht sluit administratiefrechtelijke handhaving door de AFM van deze verplichting goed aan bij de regelgeving met betrekking tot koersgevoelige informatie en bij artikel 4 lid 3 Besluit openbare biedingen Wft.

Indien wel voor handhaving langs civielrechtelijke weg gekozen zou worden, meent de Gecombineerde Commissie dat de AFM alsdan in ieder geval waar het om de nakoming van de verplichting van lid 5 gaat, ook een verzoek daartoe zou moeten kunnen doen.

De Gecombineerde Commissie vraagt zich overigens af of het niet zuiverder zou zijn zowel de eerste twee leden van artikel 2a van het Bob zoals die deel uitmaken van het ontwerpbesluit tot wijziging van het Bob als de leden 2 en 3 op te nemen in artikel 5:70 Wft onder vernummering van het huidige tweede lid tot lid 4 en beperking van de werkingssfeer van dat lid tot het eerste lid teneinde het aan de Gecombineerde Commissie voor ogen staande doel te bereiken. Eventueel zouden de eerste twee leden van artikel 2a Bob ook opgenomen kunnen worden in een nieuw artikel 5:70a Wft, in dat geval zonder het huidige derde lid van artikel 2a Bob.

De Gecombineerde Commissie is wel voorstander van het aan het voorgestelde zesde lid ten grondslag liggende uitgangspunt dat de termijn waarbinnen naleving van de biedplicht kan worden verlangd, moet worden beperkt. De Gecombineerde Commissie meent echter dat dit uitgangspunt niet helemaal gelukkig is uitgewerkt in het nu voorliggende consultatievoorstel. Het voorstel stelt vermoedelijk onbedoeld een premie op succesvol slecht gedrag. Degene(n) die gedurende twee jaar succesvol verborgen zou(den) houden dat zij overwegende zeggenschap hebben verworven, zou(den) van de biedplicht zijn ontslagen.

Afgezien van de vraag of dit verenigbaar zou zijn met de Dertiende Richtlijn – de Gecombineerde Commissie heeft zich niet in die vraag verdiept – meent de Gecombineerde Commissie dat deze consequentie niet wenselijk zou zijn. In dit verband roept de Gecombineerde Commissie de discussie in herinnering omtrent de vraag op welke wijze de biedplicht gehandhaafd zou moeten worden en de constatering dat het voor aandeelhouders bijzonder moeilijk zo niet onmogelijk is vast te stellen of van verkrijging van overwegende zeggenschap sprake is.

De Gecombineerde Commissie stelt voor (i) de mogelijkheid tot handhaving van de verplichting tot het doen van een openbare mededeling waarvan thans wordt voorgesteld die in artikel 2a Bob op te nemen (maar waarvan de Gecombineerde Commissie meent dat het de voorkeur verdient dat die in de Wft wordt opgenomen), niet in tijd te be-

perken en (ii) verjaring van de mogelijkheid tot handhaving van de biedplicht in artikel 5:73 Wft te koppelen aan het moment dat de openbare mededeling dat overwegende zeggenschap is verkregen, is gedaan. De termijn waarbinnen in dat geval een verzoek op grond van artikel 5:73 Wft zou kunnen worden gedaan zou daarbij op twee jaar gesteld kunnen worden.

De Gecombineerde Commissie vraagt zich daarbij overigens wel af wat de redenen zijn om de termijn voor het indienen van een verzoek bij de Ondernemingskamer tot handhaving van de verplichting een openbaar bod uit te brengen, te stellen op twee jaar. De ontwerp toelichting licht deze keuze niet toe. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of een termijn van twee jaar niet meer nadelen heeft dan voordelen. De Gecombineerde Commissie licht haar aarzeling op dit punt kort toe.

Het verplichte bod beoogt aandeelhouders te beschermen een exit te bieden op het moment dat één partij of verschillende onderling samenwerkende partijen overwegende zeggenschap verkrijgt c.q. verkrijgen in een effectenuitgevende instelling waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten op een gereguleerde markt. Indien een regeling als in artikel 2a van het ontwerp besluit tot wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft wordt ingevoerd, zal een verkrijging van overwegende zeggenschap duidelijk zijn gemarkeerd.<sup>11</sup> Binnen driemaanden na dat tijdstip is in alle gevallen duidelijk of de betrokkenen gebruik hebben gemaakt van de mogelijkheid hun belang af te bouwen en de verplichting om een bod uit te brengen is vervallen. Vanaf dat moment kunnen de in artikel 5:73 lid 1 Wft genoemde partijen een verzoek tot handhaving bij de Ondernemingskamer indienen. De Gecombineerde Commissie vraagt zich enerzijds af of van de betrokkenen niet mag worden verlangd dat deze, indien zij de verplichting willen handhaven, daartoe ook binnen een redelijke termijn –korter dan twee jaar- een verzoek bij de Ondernemingskamer indienen en anderzijds of, indien geen kortere termijn voor handhaving zou worden gesteld, het feit dat de mogelijkheid een dergelijk verzoek te doen "boven de markt kan blijven hangen" ongewenste gevolgen kan hebben voor de koersvorming maar ook voor een doelvennootschap, die kennelijk zelf geen behoefte heeft aan het handhaven van de biedplicht. De Gecombineerde Commissie wijst er in dit verband op dat ook houders van (certificaten van) aandelen die pas nadat overwege-

---

<sup>11</sup> In dit opzicht maakt het geen verschil of de desbetreffende verplichting in de wet of in het besluit wordt opgenomen.

de zeggenschap door één of meer partijen is verkregen en dit algemeen bekend is, hun effecten hebben gekocht, op grond van de tekst van de wet de mogelijkheid hebben een verplicht bod uit te lokken. Hoe langer de periode tussen de verkrijging van overwegende zeggenschap en de aankondiging van een verplicht bod is, des te meer kunnen de in de artikelen 5:80a en 80b Wft en de in artikel 25 van het Besluit openbare biedingen Wft neergelegde regelingen als gevolg van de daarin opgenomen beperkingen, nadelige gevolgen hebben. Op grond van deze overwegingen zou de Gecombineerde Commissie zich kunnen voorstellen dat de termijn voor het indienen van een verzoek op grond van artikel 5:73 lid 1 Wft op één jaar te rekenen vanaf het moment dat openbare mededeling dat overwegende zeggenschap is verkregen, is gedaan. Dat biedt belanghebbenden, waaronder de doelvennootschap, in ieder geval nog negen maanden vanaf het moment dat de termijn van artikel 5:72 Wft in ieder geval is verstreken.<sup>12</sup>

Naar aanleiding van de constatering dat de werkingssfeer van de artikelen 5:80a en 5:80b Wft aanpassing behoeft, in verband waarmee het consultatiewetsvoorstel een aanpassing van artikel 5:75 Wft inhoudt, meent de Gecombineerde Commissie dat ook de werkingssfeer van artikel 5:73 lid 1 Wft aanpassing behoeft. De Gecombineerde Commissie verwijst naar haar hierna onder 3.2, zesde alinea opgenomen opmerking.

### **3.2. Artikel 5:75 Wft**

De Gecombineerde Commissie kan zich in deze voorgestelde wijziging vinden. Zij meent echter dat het wenselijk is de toelichting op deze wijziging uit te breiden.

Onder de huidige regels zijn de artikelen 5:80a en 5:80b Wft van toepassing bij een verplicht bod op een Nederlandse doelvennootschap (ongeacht in welke EU/EER-lidstaat haar aandelen/certificaten worden verhandeld op een gereguleerde markt) en zijn zij niet van toepassing bij een verplicht bod op een vennootschap die in een andere EU/EER-lidstaat is gevestigd.

---

<sup>12</sup> Voor de volledigheid merkt de Gecombineerde Commissie op dat zij meent dat de termijn waarbinnen een verzoek op grond van artikel 5:73 lid 1 Wft zou moeten kunnen worden gedaan, in verband met de mogelijkheid dat de biedplicht op grond van artikel 5:72 Wft alsnog vervalt, in ieder geval niet korter zou moeten zijn dan zes maanden vanaf het tijdstip waarop terzake van het verkrijgen van overwegende zeggenschap een openbare mededeling is gedaan.

In de toelichting op het consultatiewetsvoorstel wordt opgemerkt dat is gebleken dat dit niet in overeenstemming is met de Overnamerichtlijn. Dit lijkt de Gecombineerde Commissie een terechte constatering. Artikel 4 lid 2 (e) van de Overnamerichtlijn bepaalt dat *"aangelegenheden in verband met de vergoeding, in het bijzonder de prijs"* moeten worden behandeld volgens de voorschriften van de lidstaat waarin de aandelen in de betrokken doelvennootschap worden verhandeld op een gereguleerde markt. De huidige werkingssfeer van de artikelen 5:80a en 5:80b Wft sluit hier niet op aan. Om de Nederlandse regeling in overeenstemming te brengen met de Overnamerichtlijn, wordt nu voorgesteld om in artikel 5:75 Wft te bepalen dat de artikelen 5:80a en 5:80b Wft van toepassing zijn op openbare biedingen terzake waarvan de AFM bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren. Hiermee wordt overeenkomstig de bedoeling van de Overnamerichtlijn het toepassingsbereik niet langer gekoppeld aan de zetel van de doelvennootschap, maar aan de plaats van notering.

De consequentie van deze wijziging is dat bij een verplicht bod op een Nederlandse vennootschap die uitsluitend is genoteerd aan de Deutsche Börse, de Duitse biedingsregels bepalend zijn bij de vraag hoe de *"billijke prijs"* moet worden vastgesteld en of (en hoe) de billijke prijs kan worden aangepast en de artikelen 5:80a en 5:80b Wft geen toepassing kunnen vinden, terwijl de vraag of er sprake is van een verplichting tot het uitbrengen van een bod wel nog steeds beheerst zal worden door Nederlands recht.

De Gecombineerde Commissie merkt op dat de artikelen 5:80a en 5:80b Wft niet toegepast kunnen worden op doelvennootschappen als bedoeld in artikel 5:74 lid 2 onder e Wft, die hun zetel buiten de EER hebben. Dit zou in de voor te stellen tekst tot uitdrukking gebracht kunnen worden door aan artikel 5:74 lid 1 Wft nog toe te voegen: *"De artikelen 5:80a en 5:80b Wft zijn niet van toepassing op de in artikel 5:74, lid 2 onder e, vermelde rechtspersonen"*.

De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of wel volstaan kan worden met een wijziging van artikel 5:75 Wft en of niet ook artikel 5:73 Wft, dat nu alleen de mogelijkheid biedt een bevel uit te lokken *"tot het uitbrengen van een openbaar bod overeenkomstig het bij of krachtens dit hoofdstuk bepaalde"*, aanpassing behoeft teneinde de Ondernemingskamer ook de bevoegdheid te geven degene die overwegende zeggenschap heeft verworven in een naar Nederlands

recht opgerichte naamloze vennootschap waarvan de aandelen alleen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in een andere lidstaat, te verplichten overeenkomstig de regels in die markt een openbaar bod uit te brengen. De Gecombineerde Commissie realiseert zich dat de in artikel 5:73 lid 2 Wft neergelegde handhavingsmiddelen in dat geval bereikbaar indirect zijn. Dit geldt te meer omdat de prijs die geboden moet worden overeenkomstig de regels van de markt in die andere lidstaat bepaald moet worden onder toezicht van de toezichthoudende autoriteit op die markt.

Omgekeerd betekent dit dat indien de aandelen in een naar Duits recht opgerichte AG alleen op een gereguleerde markt in Nederland verhandeld worden de Duitse toezichthouder de verplichting een bod uit te brengen moet handhaven, maar de Ondernemingskamer gevraagd kan worden met toepassing van artikel 5:80 a en 5:80b Wft de billijke prijs te bepalen. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of het niet wenselijk is of, indien op enig moment de werking van de Overnamerichtlijn wordt geëvalueerd, het, ondanks de keuze die destijds is gemaakt bij de verdeling van het toezicht tussen de autoriteit die toezicht houdt op de markt waarop de effecten verhandeld worden en de autoriteit van de lidstaat naar wiens recht de effectenuitgevende instelling is opgericht, niet wenselijk is de gevolgen van die keuze mede in de evaluatie te betrekken.

### **3.3. art. 5:80b, tweede lid, Wft**

De Gecombineerde Commissie is op zichzelf voorstander van deze wijziging. De termijn van twee weken is echter kort. De Gecomineerde Commisie meent dat, om deze termijn aanvaardbaar te kunnen laten zijn, het noodzakelijk is dat afdoende geregeld wordt, dat tijdig voordat een verplicht bod wordt uitgebracht de markt geïnformeerd wordt omtrent de hoogte van de overeenkomstig artikel 5:80a Wft te betalen billijke prijs.

## **4. AANVULLENDE WENS**

De Gecombineerde Commissie heeft kennis genomen van het feit dat de toelichting op het in consultatie gebrachte concept voor het Besluit tot wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overname-richtlijn met betrekking tot de wijziging van artikel 2 van het Besluit openbare biedingen Wft de volgende passage inhoudt:

*Wellicht ten overvloede wordt daarbij opgemerkt dat dergelijke markten – per definitie – gelegen of werkzaam zijn in de Europese Unie of Europese Economische Ruimte.<sup>13</sup> Het toepassingsbereik van de regelgeving die betrekking heeft op effecten die zijn toegelaten tot "de handel op een gereguleerde markt", zoals de onderhavige biedingsregels, is hierdoor – per definitie – beperkt tot vennootschappen waarvan effecten tot de handel op dergelijke markten in de Europese Unie of Europese Economische Ruimte zijn toegelaten.*

De Gecombineerde Commissie is het gaarne eens met die passage. Zij meent dat, nu het mede om de werkingssfeer van de artikelen 5:70 e.v. Wft gaat, het voor de duidelijkheid juist zou zijn deze passage (ook) op te nemen in de toelichting op de wettelijke regeling tot wijziging van de Wft waarover thans wordt geconsulteerd.

Den Haag, 9 september 2010

---

<sup>13</sup> Zie in dit verband ook p. 169-170 van de Memorie van Toelichting op het voorstel voor de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten (Kamerstukken II 2006-2007, 31 086, nr. 3).